

# LA ARTICULACIÓN DE UN MARCO REGULADOR FINANCIERO PARA EUROPA: EL INFORME LAMFALUSSY

## -The articulation of a financial regulatory framework for Europe: the Lamfalussy report-

Luis Pineda<sup>1</sup>

AUSBANC

**Resumen:** La crisis financiera internacional, iniciada en Estados Unidos, pero cuyas consecuencias han afectado muy directamente al resto del mundo, y, en especial, a Europa, puso de manifiesto la necesidad de articular un marco regulador financiero, algo que, en el caso de la Unión Europea, se hizo a través del Informe Lamfalussy.

**Abstract:** The international financial crisis started in America, but whose consequences have affected very directly to the outside world, and especially to Europe, highlighted the need to coordinate financial regulatory framework, which, in the case of European Union, it was through the Lamfalussy Report.

**Palabras Clave:** Crisis económica; Unión Europea, Informe Lamfalussy, Zona Euro.

**Key Words:** Financial Crisis; European Union; Lamfalussy; Eurozone.

### 1.- Introducción

La introducción del Euro en 1999 hacía más necesario acelerar el proceso de la integración financiera en Europa por cuanto se percibía que solo una plena integración de los mercados financieros podría permitir aprovechar los potenciales beneficios derivados de contar con una moneda única.

A través del Plan de Acción sobre los servicios financieros las autoridades europeas se comprometieron a que esta integración fuera completa en 2003 para los mercados de valores y en 2005 para el conjunto de los mercados de servicios financieros.

---

<sup>1</sup> presidencia@ausbanc.es; artículo recibido el 1 de diciembre de 2011, aceptado el 15 de mayo de 2012.

La puesta en marcha de este Plan de Acción se producía a través de la Comunicación de la Comisión, de 28 de octubre de 1998, titulada “Servicios financieros: establecimiento de un marco de actuación”, que recogía las conclusiones de una consulta celebrada con expertos de los Estados miembros, usuarios y profesionales de los mercados financieros.

No debemos olvidar que este gran objetivo de la integración de los mercados financieros se incluiría en la Estrategia de Lisboa articulada en el Consejo Europeo de 23 y 24 de marzo de 2000 con el objetivo de acordar un nuevo objetivo estratégico de la Unión con el fin de reforzar el empleo, la reforma económica y la cohesión social como parte de una economía basada en el conocimiento.

Bajo el epígrafe “Mercados financieros eficaces e integrados” se incluían los párrafos 20 y 21 que recogían esta filosofía incluyendo la voluntad de que el Plan de Acción de los Servicios Financieros se haya puesto en práctica a más tardar en 2005:

*“20. Los mercados financieros eficaces y transparentes alientan el crecimiento y el empleo mediante una mejor asignación del capital y una reducción de sus costes, por lo que son de vital importancia para la promoción de nuevas ideas, el apoyo a la cultura empresarial y el fomento del acceso a las nuevas tecnologías y su utilización. Es fundamental explotar el potencial del euro para aumentar la integración de los mercados financieros de la Unión. Además, los mercados de capital de riesgo eficaces desempeñan un papel fundamental en las PYME innovadoras con alto potencial de crecimiento y la creación de nuevos puestos de trabajo duraderos”.*

Con vistas a acelerar la realización del mercado interior de los servicios financieros, deben adoptarse las siguientes medidas:

- Establecer un calendario riguroso de tal forma que el Plan de Acción de los Servicios Financieros se haya puesto en práctica a más tardar en 2005, teniendo en cuenta acciones prioritarias tales como: facilitar el mayor acceso posible de las empresas a los capitales para la inversión a escala comunitaria, incluidas las PYME, mediante un "único pasaporte" para los emisores; facilitar la participación eficaz de todos los inversores en un mercado integrado, eliminando los obstáculos para la inversión en fondos de pensiones; fomentar una

mayor integración y un mejor funcionamiento de los mercados de bonos del Estado mediante un mayor grado de consulta y transparencia en lo que respecta a los calendarios, técnicas e instrumentos de emisión de deuda, y mejorar el funcionamiento de los mercados transfronterizos de operaciones con pacto de recompra ("repo"); mejorar la posibilidad de comparación de los estados financieros de las empresas; y una cooperación más intensa por parte de los reguladores de los mercados financieros de la UE;

- Garantizar la plena aplicación del Plan de Acción de Capital de Riesgo a más tardar en 2003;

- Avanzar rápidamente en las propuestas sobre ofertas públicas de adquisición, reestructuración y saneamiento de las entidades de crédito y compañías de seguros, en las que se está trabajando desde hace tiempo, a fin de mejorar el funcionamiento y la estabilidad del mercado financiero europeo;

- Ultimar, de conformidad con las conclusiones del Consejo Europeo de Helsinki, el paquete fiscal pendiente.”

Esta importante voluntad política del Consejo Europeo surgida evidentemente en los Consejos ECOFIN y desarrollada por la Comisión, fue nuevamente plasmada en otra iniciativa al parecer conveniente la mejor manera de llevar a cabo este proyecto decidiendo el Consejo ECOFIN de 17 de julio de 2000 introducir esta materia bajo el epígrafe “Regulación de los mercados europeos de valores mobiliarios – mandato del Comité de Expertos” articulando un mandato a dicho Comité bajo la argumentación que textualmente recogemos<sup>2</sup>:

*"La introducción del euro y los cambios estructurales que se han producido han acelerado el movimiento de integración del mercado financiero europeo. Para rendir plenamente los esperados beneficios para las empresas europeas y la economía de la UE, para competir en los mercados mundiales de los servicios financieros y ayudar a las empresas europeas a competir en los mercados mundiales de bienes y servicios, los mercados de capital de la UE*

---

<sup>2</sup> Sesión n.º 2283 del Consejo - ECOFIN - Bruselas, 17 de julio de 2000, 10328/00 (Presse 263), Presidente : D. Laurent FABIUS, Ministro de Economía, Hacienda e Industria de la República Francesa

*deben ser dinámicos, competitivos e innovadores. También necesitan adaptarse a las nuevas tecnologías y oportunidades".*

Para facilitar tal adaptación, la regulación de los mercados de capitales necesita apoyarse en la visión de la Cumbre de Lisboa de una economía del conocimiento dinámica, con fácil acceso al capital, para que las empresas puedan invertir, crecer y crear puestos de trabajo.

Hay que crear cuanto antes un mercado único de valores mobiliarios para que exista: una financiación más competitiva en los mercados de las empresas de la UE, incluidas las PYME; una liquidez acrecentada, y; una mayor competencia entre los intermediarios y entre las infraestructuras, con el fin de lograr una mejor prestación de servicios a un coste más bajo.

A pesar de esto, si no se eliminan los obstáculos administrativos, reglamentarios u otros que obstaculizan en la práctica las transacciones transfronterizas de valores mobiliarios, se destruirá el impulso del crecimiento y de la competitividad.

La regulación de los mercados y de la información financiera en Europa se basa, principalmente, en las Directivas europeas que han establecido las pautas para la regulación de un amplio espectro de actividades financieras. Dicha legislación, concebida en el contexto de mercados nacionales fragmentados, necesita quizás ajustarse a la evolución del mercado.

El Plan de Acción para los Servicios Financieros está orientado a progresar en dichos puntos y a eliminar los obstáculos más importantes para un mercado único de valores mobiliarios. Sin embargo, parece evidente que, debido a su amplitud, los cambios que se producen en el mercado reclaman, asimismo, una respuesta adecuada por parte de los reguladores nacionales.

Por lo tanto, resulta necesario completar el Plan de Acción mediante una reflexión sobre las condiciones de aplicación práctica de las Directivas por parte de las autoridades nacionales competentes, de manera que se pueda responder a las expectativas de los intermediarios, de los emisores y de los inversores que deseen poder tratar entre sí de manera eficaz, con total seguridad y conocimiento de causa, a través de la Unión Europea.

Teniendo en cuenta el actual marco institucional, la conveniencia de una respuesta eficaz a las exigencias vinculadas a la integración de los mercados financieros hace necesaria la constitución de un comité de personalidades independientes asistido por la Comisión. El Comité centrará su reflexión sobre las normas de desarrollo cotidiano de la reglamentación comunitaria en los ámbitos determinados por el plan de acción, y propondrá distintas hipótesis para adaptar la práctica de la regulación y la cooperación entre reguladores a fin de responder a la evolución actual.

Sin perjuicio del trabajo en curso en el marco del Plan de Acción para los Servicios Financieros y teniendo en cuenta las medidas adoptadas por los reguladores de los mercados de valores mobiliarios en el FESCO ("Forum of European Securities Commissions"), el Comité estudiará la forma de lograr un planteamiento más eficaz de adaptación y de aplicación, en particular en los siguientes ámbitos de regulación: cotización de empresas, fomento oficial del ahorro y requisitos de difusión de información por parte de los emisores, desarrollo de las operaciones financieras transfronterizas, funcionamiento cotidiano de los mercados regulados, protección de los consumidores y de los inversores con ocasión de la prestación de servicios de inversión, e integridad del mercado.

Para ello, le corresponderá:

1. Evaluar las condiciones actuales de aplicación de la regulación de los mercados de valores mobiliarios en la Unión Europea. Además, el Consejo invita a la Comisión a establecer una lista de prioridades para poner en práctica los elementos pertinentes del Plan de Acción para los Servicios Financieros que se señalaron en Lisboa, y para materializar, de aquí al 2003, los elementos del plan de acción sobre el capital de riesgo. La Comisión propondrá posibles indicadores para medir los progresos realizados en materia de beneficios económicos y presentará un informe al Consejo el 27 de noviembre de 2000.

2. Evaluar la capacidad del dispositivo de regulación de los mercados de valores mobiliarios de la Unión Europea para responder a la evolución en curso de dichos mercados, incluida la creación de mercados que se originen bien por la alianza de bolsas europeas (y no europeas), bien por las innovaciones tecnológicas (ATS) "Alternative Trading Systems", garantizando al mismo tiempo un funcionamiento

eficaz y dinámico de los mercados en el conjunto de la Unión Europea para lograr unas condiciones equitativas de competencia.

3. Proponer hipótesis para eliminar los obstáculos, a fin de adaptar las prácticas actuales, garantizar una mayor cooperación en su aplicación cotidiana, y tener en cuenta la evolución de los mercados. No le incumbirá, en cambio, la supervisión prudencial.

## **2.- La creación del Comité Lamfalussy**

El Comité deberá estar en condiciones de presentar un primer informe al Consejo ECOFIN a principios de noviembre de 2000. Dicho informe expondrá el estado de la cuestión y las primeras pistas sobre posibles soluciones. El informe definitivo se presentará al Consejo ECOFIN durante el primer semestre de 2001.

El Consejo ha nombrado miembros del Comité a las siguientes personalidades: Alexandre Lamfalussy, Presidente; Cornélis Herkströter; Luis Angel Rojo; Bengt Rydén; Luigi Spaventa; Norbert Walter; Sir Nigel Wicks.

De este modo el Consejo ECOFIN de 17 de julio a iniciativa conjunta de la Presidencia francesa y de la Comisión, creaba este Comité con la misión de estudiar las actuales condiciones de aplicación de las normas relativas a los mercados de valores mobiliarios de la UE, examinar la capacidad de la Unión para dotarse de una normativa que le permita hacer frente a la evolución de estos mercados e introducir un marco destinado a adaptar las prácticas actuales, con el fin de lograr una mayor convergencia y una mejor cooperación en la práctica diaria. Asimismo planteaba entregar su primer informe el 9 de noviembre y su informe final hacia mediados de febrero de 2001.

De este modo a finales del año 2000 se puso en marcha los trabajos del Comité presidido por Alexandre Lamfalussy, como respuesta a la necesidad planteada de establecer un marco regulatorio para los instrumentos financieros que fuera más sensible al desarrollo de los mercados y que promoviera un mercado de capitales integrado.

Como referencia biográfica del Presidente de este Comité, recordaremos que el barón Alexandre Lamfalussy es un reconocido economista y banquero de Centroeuropa nacido en Hungría en 1929 y

estudiante en la Universidad Católica de Lovaina y en el Nuffield College, Oxford, donde recibió su doctorado en economía. Más tarde enseñó en la Universidad Católica de Lovaina y la Universidad de Yale.

Desde 1976 Lamfalussy sería asesor económico del Banco de Pagos Internacionales en Basilea, ocupando el cargo de gerente general asistente de 1981 a 1985 y el de Director General del Banco, donde permanecería hasta 1993. En 1994 sería nombrado Presidente fundador del Instituto Monetario Europeo en Frankfurt, precursor del Banco Central Europeo, cargo que ocuparía hasta 1997, realizando una función decisiva en la puesta en marcha de la moneda única europea, el Euro. De 2000 a 2001 presidiría el Comité de Sabios sobre la Regulación de los Mercados Europeos de Valores, cuyas propuestas serían aprobadas por el Consejo de la Unión Europea en marzo 2001<sup>3</sup>.

El Comité empezó a trabajar el 7 de agosto de 2000 y terminó el 6 de noviembre de 2000 tras un total de 8 reuniones. El 5 de septiembre se reunió con el Presidente de la Comisión y con los comisarios Bolkerstein y Solbes y el 11 de octubre se presentó ante el Comité de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo en una sesión a puerta cerrada.

La primera actuación del Comité fue la realización de un cuestionario, fechado el 21 de agosto de 2000.

Pregunta 1: Desde su área de experiencia, ¿cuáles son los principales obstáculos que se interponen en el camino de un mercado integrado de valores europeos?

Pregunta 2: En su experiencia, ¿es la legislación sobre valores vigente de la UE en fase de transposición aplicada de manera coherente? ¿Cree que la aplicación se está llevando a cabo de forma que apoye o impida el desarrollo de las empresas transfronterizas de valores? ¿Cuáles son las principales áreas de preocupación? ¿Que tipo de actividades que se comercializan son más afectadas? ¿Qué papel ve

---

<sup>3</sup> FINAL REPORT OF THE COMMITTEE OF WISE MEN ON THE REGULATION OF EUROPEAN SECURITIES MARKETS Brussels, 15 February 2001: Alexandre LAMFALUSSY (Presidente), Cornelius HERKSTRÖTER, Luis Angel ROJO, Bengt RYDEN, Luigi SPAVENTA, Norbert WALTER, Nigel WICKS (Rapporteur), David WRIGHT, Pierre DELSAUX (Secretariado)

usted para la autorregulación y las convenciones del mercado (que pueden variar entre los centros financieros)?

Pregunta 3: ¿Cree que el actual sistema de cooperación y asistencia mutua entre los supervisores nacionales es suficiente para hacer frente a la evolución del mercado en el extranjero? Si no es así, ¿Cuáles son las principales deficiencias? (por ejemplo, la falta de conocimientos o competencias insuficientes y deficientes canales para la cooperación, la duplicación de control de supervisión, costos excesivos, falta de recursos de reglamentación, etc., ¿por qué?)

Pregunta 4: De cara al futuro, ¿qué cree usted que es la clave estructural, tecnológico o los desarrollos normativos que afectan a los mercados europeos de valores en el futuro y cuales van a ser las principales implicaciones de la regulación y supervisión europeas?

Pregunta 5: Con el fin de crear un mercado europeo integrado de valores, ¿qué tipo de acuerdos normativos y de supervisión serán en última instancia, necesarios para sostener el mercado europeo? ¿Cuál es la secuencia a seguir? ¿Tiene alguna opinión sobre el calendario y los arreglos transitorios? ¿Cómo debería ser organizado?

Se invitó a que este cuestionario se contestase antes del 27 de septiembre de 2000, recibándose 69 respuestas, provenientes de una amplia gama de participantes en el mercado entre los que se incluían además de las correspondientes a los países de la Unión, otras de terceros países como Estados Unidos y Suiza.

Con los trabajos iniciados se concluyó un Informe inicial el 9 de noviembre de 2000. En este Informe inicial el Comité partía de una consideración histórica: “La velocidad del cambio en los mercados financieros europeos y mundiales de hoy es impresionante y asimismo la aceleración.”

“La velocidad y la complejidad de los cambios en curso son las más profundas en la historia de los mercados financieros. Hay muchas fuerzas en el trabajo: la globalización, que ha creado un entorno altamente competitivo, un rápido progreso en las tecnologías de comunicación e información, la reducción de los costos del comercio, estimular la innovación de productos financieros, la introducción de nuevos productos casi a diario, y el euro, que, al eliminar el riesgo cambiario en la zona del euro, están ayudando a

impulsar los mercados financieros europeos hacia una mayor integración. Este proceso está transformando los mercados de valores europeos, entre ellos las bolsas de valores y los participantes del mercado.

Los cambios de esta magnitud plantean importantes retos para los reguladores financieros europeos, y la regulación en general en el contexto de la construcción de un mercado financiero europeo integrado. En primer lugar, los obstáculos a la integración derivados de las diferencias innecesarias en las diversas jurisdicciones de la UE, que son una causa persistente de la segmentación del mercado debe ser eliminado. En segundo lugar, la normativa europea tiene que mantenerse al día con el rápido ritmo del cambio tecnológico y de mercado, para garantizar la protección adecuada del inversor y la estabilidad en todo el sistema financiero. Uno de los retos principales es asegurar que el sistema regulador europeo pueda ajustarse de forma continua, flexible y rápida a acontecimientos futuros que son impredecibles en la actualidad. Sin embargo, tiene que hacer esto de una manera que no inhiba el desarrollo del mercado legítimo y ser neutral en lo que respecta a la competencia entre diferentes proveedores de servicios financieros.

Un eficiente proceso europeo regulador de los servicios financieros y mercados de capitales es fundamental para el conjunto de la Unión Europea y todos sus ciudadanos. Crucial para una reforma económica exitosa, para impulsar el crecimiento económico europeo. Crucial para ayudar a canalizar la elevada tasa de ahorro europeo hacia el sector empresarial. Fundamental para reforzar tanto la competitividad internacional de la Unión Europea en la economía mundial y para la liberación de su potencial empresarial. Fundamental también para la creación de empleo y la protección de los consumidores. Se están produciendo importantes beneficios estratégicos, económicos y sociales para obtener de un mercado de capitales europeo integrado.

El Comité es consciente de los paralelismos históricos entre las reformas que ahora se necesita a nivel europeo para crear un servicio totalmente integrado financiero y de mercado de capitales y los que se utilizan para construir en 1992 el mercado interior. El paralelismo entre el programa de la Comisión Europea de 1992 sobre el mercado interior y el Plan de Acción sobre Servicios Financieros [de 1998] es clara. El objetivo en ambos casos es crear un espacio

económico único. Ambos requieren una regulación eficaz y oportuna a nivel europeo, que es una condición sine qua non para garantizar que los mercados europeos de trabajo mejor y alcanzar altos niveles de integración.

La construcción de una abierta europea de servicios financieros y mercado de capitales en los próximos años es el lógico y necesario complemento del euro -es la pieza mayor que falta de mercado interior de la Unión Europea. Paralelamente a la construcción de la economía de la información, a los que existen fuertes vínculos, este es el mayor desafío económico a corto plazo para la Unión Europea - dos argumentos que el Consejo Europeo de Lisboa confirmó en marzo de este año [alusión a la Estrategia de Lisboa]

Hay una necesidad de tomar medidas ahora. Retrasa los medios retrasar los beneficios, o tal vez no correr el riesgo beneficio. Retraso significa la continuación de la fragmentación de los mercados financieros europeos, gastos innecesarios y un subóptimo desempeño de la economía europea. Para la Unión Europea, la integración de los servicios financieros es el desafío económico más importante junto con la construcción de la economía de la información”

El Informe provisional aparece dividido en cuatro capítulos.

En el primero de ellos titulado “*Los beneficios de la integración financiera europea*” se realizan las siguientes consideraciones:

I. Mejorar la asignación de capital en la economía europea: Un mercado de valores más eficiente, más profundo y más amplio que permita el ahorro fluya de manera más eficiente para la inversión, la reducción de los costos de transacción y liquidez de los mercados. En resumen, los beneficios esperados de un sistema financiero más diversificado e innovador, integrador de los servicios financieros europeos y más oportunidades para el riesgo.

II. Intermediación más eficiente del ahorro para la inversión europea: La intensificación de la competencia entre mercados e intermediarios financieros.

III. El fortalecimiento de la economía de la UE, dando lugar a que se convierta en un lugar más atractivo para la inversión extranjera. Estos beneficios, en su conjunto, debe ser ampliamente compartidos

por los ciudadanos europeos, las pequeñas y medianas empresas, y grandes empresas.

(I) Para los ciudadanos europeos La rentabilidad real del ahorro de los inversores comunes en valores (directamente o a través de fondos) debe ser mayor. Los fondos europeos de inversión, fondos de pensiones, y los propios ciudadanos podrían invertir con mayor libertad en toda la UE.

Los fondos serán más capaces de utilizar las técnicas modernas de gestión de inversiones, teniendo también una opción de inversión más diversificada de todo el mercado europeo. Los fondos europeos pueden crecer en tamaño - la reducción de los costes administrativos y mejorar los rendimientos netos para los inversores. En promedio, un fondo de inversión de EE.UU. es 6 veces más grande que su equivalente europeo y, en general, la capitalización de los fondos de inversión de EE.UU. es dos veces mayor que los de la UE.

(II) Para las empresas pequeñas y medianas empresas (PYME) La integración debe beneficiar a la financiación de las empresas pequeñas y medianas empresas - el creador de empleo esencial y la columna vertebral de la economía europea.

(III) Para las grandes empresas para las grandes empresas europeas el costo de obtención de capital en la UE es mayor que en los EE.UU. - incluso para los mejores clientes blue chip. Este costo se debe a la complejidad de capital transfronterizo de fondos en la UE, normas diferentes en cada Estado miembro afectando a la liquidez y los precios eficiente, los costos innecesarios de establecimiento además de un mayor costo del capital en sí.

(IV) Fomentar la competencia y la innovación Uno de los elementos más importantes para la creación de un mercado integrado de valores es fomentar la competencia y asegurarse de que existe acceso libre y acceso a la "discutibles" los mercados en condiciones no discriminatorias.

(V) El tamaño de los beneficios. No es fácil de cuantificar la suma neta de estos beneficios, pero potencialmente son grandes. La evidencia reciente de los datos entre países sugiere que existe una estrecha relación entre el tamaño y el crecimiento de los mercados financieros y el crecimiento de la producción. Además, la mayoría de

este aumento no parece estar impulsado por la acumulación de capital más rápidamente, pero por el aumento de la productividad.

La Comisión ha identificado cinco tendencias globales en los mercados financieros.

Tendencia 1: *El crecimiento significativo en los negocios de valores y la demanda de equidad*: El sector empresarial europea ha sido tradicionalmente más dependiente de los préstamos bancarios como fuente de financiación externa que su contraparte en EE.UU. El crecimiento más notable hasta la fecha ha sido alcanzado en la equidad, donde las recientes tasas de crecimiento anual de los volúmenes comercializados han superado el 30% anual durante el período 1995-1999 progreso similar se ha observado en valores de renta fija en particular la emisión de titulización de activos (hipotecas) y los bonos de titulización de préstamos de las instituciones financieras.

Tendencia 2: *Europeización / internacionalización de los mercados de valores*: Los horizontes de inversión de los fondos y los inversores privados poco a poco cada vez más europea. La participación relativa de la equidad interna en las carteras de fondos de inversión está en declive. El volumen y el número de transacciones transfronterizas es cada vez mayor

Tendencia 3: *Competencia y cooperación entre las bolsas y sistemas de negociación*: Los intercambios organizados y gestionados tradicionalmente como monopolios nacionales están compitiendo por el flujo de órdenes entre sí y con los nuevos competidores. La tecnología ha reducido los costos de entrada y permite a los mercados virtuales para servir a amplias zonas geográficas. La competencia entre plataformas de negociación nace con la vocación de los beneficios de eficiencia en la tramitación y ejecución de las operaciones.

Tendencia 4 *Presiones crecientes para la consolidación de la compensación y liquidación*: Las presiones para una infraestructura de comercio más eficiente de valores están siendo ejercidas sobre compensación y liquidación - un área donde Europeo significativamente halagüeños en comparación con los mercados de EE.UU., y que constituye un importante obstáculo para la eficiencia de las transacciones transfronterizas.

Tendencia 5 *Aumento de la volatilidad de los precios de los activos financieros*: El Comité ha tomado nota de que, más recientemente, ha habido un fuerte aumento de la volatilidad de los precios de las acciones. Este ha sido el caso en todo el mundo, y ha sido especialmente notable de los precios relativos a la "nueva economía" del segmento, aumento de la volatilidad se puede observar en el comportamiento de los índices, pero más aún en el de los precios individuales.

Todas estas cinco tendencias tienen y seguirán teniendo en el futuro un gran impacto en los mercados europeos de valores lo cual es de gran importancia para los reguladores europeos y el proceso de la reglamentación europea.

El Capítulo III del Informe inicial tendría como objetivo señalar "*las principales deficiencias de la reglamentación europea hoy*", a cuyo efecto se realizaron las siguientes consideraciones:

1. Los emisores siguen enfrentándose a numerosas dificultades prácticas. El marco regulador de la Unión Europea para los valores hoy en día es limitado, basándose en una armonización mínima y reconocimiento mutuo. Se necesita mucho más por hacer para lograr un verdadero mercado único de servicios financieros.

2. Para los inversores permanecen varias deficiencias, por ejemplo:-los inversores profesionales se han sometido a varios conjuntos de normas de conducta. Todavía no hay una definición jurídica convenida de lo que constituye un inversor profesional, a pesar de algunos progresos recientes. Los inversores al por menor se enfrentan con diferentes conjuntos de normas de consumo con diferentes niveles de protección de los consumidores.

3. Los mercados y los sistemas de negociación: No hay pasaporte único para los mercados organizados y los sistemas comerciales (es decir, no tienen el derecho a la prestación de servicios directamente en una base transfronteriza). La OTC - La negociación Over The Counter (OTC) negocia instrumentos financieros (acciones, bonos, materias primas, swaps o derivados de crédito) directamente entre dos partes. Este tipo de negociación se realiza fuera del ámbito de los mercados organizados- está en su mayoría fuera del ámbito de aplicación de las Directivas de la Unión Europea. Por ejemplo, las

transacciones OTC tienen que declararse en algunas jurisdicciones, pero no en otras.

4. Las empresas de inversión tienen ahora un pasaporte europeo, pero a menudo se enfrentan con diferentes obligaciones de cada Estado miembro, porque las empresas que prestan servicios básicos, es decir, e intermediarios, corredores / agentes, gestores de cartera y los suscriptores, están sujetos a los regímenes de supervisión sustancialmente diferente en diferentes Estados miembros.

5. El gran número de autoridades reguladoras de valores en los Estados miembros crea costes innecesarios y confusión entre los agentes del mercado. En la UE existen aproximadamente 40 organizaciones de reglamentación, consideradas demasiadas para un sistema eficiente.

Se considera una importante iniciativa como la creación del foro europeo de comisiones de valores. FESCO, fundada en 1997 por la Comisión de Valores Orgánica del Espacio Económico Europeo (EEE). Se trata de elaborar normas que complementan el marco jurídico creado por las Directivas de la UE. Los artículos especializados elaborados por FESCO sobre temas específicos constituyen un análisis útil de las dificultades encontradas por los reguladores nacionales y pueden dar algunas soluciones.

- La diversidad de legislaciones aplicables en el ámbito de los valores crean incertidumbre y aumentan dramáticamente los costos de los servicios transfronterizos. En particular, se está complicando las tareas de las empresas más pequeñas que tienen recursos insuficientes para hacer frente a esta complejidad. La diversidad de legislaciones aplicables en el ámbito de los valores es crear incertidumbre y aumentar dramáticamente los costos de los servicios transfronterizos. En particular, se está complicando las tareas de las empresas más pequeñas que tienen recursos insuficientes para hacer frente a esta complejidad.

Sobre la fiscalidad se ponen de manifiesto las diferencias que constituyen un importante obstáculo y conducen a perturbaciones de los flujos de comercio por razones no económicas

El último capítulo se refiere a las Conclusiones Preliminares en las que se manifiesta en primer lugar los beneficios económicos

que podrán obtenerse a través de una regulación integrada de los mercados financieros.

“Si la Unión Europea puede integrar su capital y los mercados financieros en el corto plazo, la economía europea reforzará y mejorará el crecimiento económico a largo plazo y la creación de empleo. Para resaltar esto, la Comisión podría emprender la construcción de una amplia serie de indicadores macro y micro para el progreso continuo de referencia hacia un mercado financiero europeo integrado, incluyendo mediciones más precisas de la macro y beneficios globales de micro. Los resultados deben ser ampliamente difundidos. Si es posible, los resultados preliminares deben ser puestos a disposición por el verano de 2001.”

Respecto a los beneficios económicos se plantea eliminar las barreras comerciales en la próxima ronda de negociaciones comerciales y se considera que el aumento de la volatilidad de precios de los activos también puede implicar riesgos para la estabilidad sistémica, aclarando que no es competencia de la Comisión Lamfalussy evaluar tales riesgos, y menos aún para hacer recomendaciones sobre cómo tratar con ellos. Sin embargo, dada la interrelación cada vez mayor entre todos los segmentos de los mercados de valores y de toda la gama de intermediarios financieros, el Comité considera que existe una necesidad urgente de una cooperación estructurada en el ámbito europeo entre los reguladores del mercado financiero y los responsables de la micro y macro prudenciales supervisión.

El Informe recoge también una amplia referencia sobre el Plan de Acción de los Servicios Financieros del que se manifiesta que contiene los elementos clave para la construcción de un mercado europeo integrado de servicios financieros. Se recuerda que este Plan fue respaldado plenamente por los Jefes de Estado y de Gobierno en el Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000 y es ampliamente apoyado por los Estados miembros, los participantes del mercado y los reguladores nacionales. Por otra parte, en el Consejo Europeo de Lisboa se fijó una fecha para su terminación, es decir, de 2005.

En opinión de la Comisión, la entrega para el año 2005 es demasiado tarde. El Comité sugiere que los esfuerzos políticos deben realizarse más para completar el Plan para el año 2004. También podría haber compromisos políticos para acelerar el trabajo en un

número reducido de prioridades, algunas antes de finales de 2003, dado que algunas de las medidas forman parte del riesgo de la Unión Europea del Plan de acción sobre capital - cuyo plazo se fijó en el Consejo Europeo de Lisboa en 2003. Estas nuevas fechas y las prioridades clave podrían ser aprobadas tan pronto como sea posible, por compromisos políticos al más alto nivel. Estos compromisos deben filtrarse a todas las partes de la toma de decisiones - sobre todo al nivel negociador. Una rápida y adecuada transposición y aplicación en la legislación nacional son igualmente necesarias.

Se considera asimismo que el funcionamiento actual del sistema legislativo europeo no puede hacer frente al desafío de la regulación de los mercados financieros modernos. Por razones que se han referido, al Comité le preocupa que el sistema actual no sea capaz de entregar el Plan de Acción sobre Servicios Financieros a tiempo.

El Comité considera que en esta etapa actual de desarrollo del mercado de valores de la Unión Europea, este desafío normativo debe abordarse a partir de los métodos y la determinación de políticas que subyacen en la creación y el éxito del mercado único de bienes y servicios.

En tal sentido se establecen una serie de criterios de base legal e institucional que deben cumplirse:

Nivel 1 *Principios generales acordadas por los procedimientos normales de la UE*: El Comité considera esencial que este nuevo enfoque sea plenamente responsable ante el Parlamento Europeo. Los informes anuales sobre la labor de los Comités de Valores y los reguladores deben ser presentados al Consejo y al Parlamento. Ambos Comités deben informar periódicamente al Parlamento Europeo. Los informes anuales sobre la labor de los Comités de Valores y los reguladores deberán ser presentados al Consejo y al Parlamento. Ambos Comités deberán informar periódicamente al Parlamento Europeo.

En esta etapa del desarrollo de los mercados de valores de la UE, el Comité considera que existen buenas razones para no considerar el establecimiento de un organismo regulador único.

En primer lugar, las normas básicas armonizadas que son necesarias para el adecuado funcionamiento del mercado interior, aún no están en su lugar. En segundo lugar, es necesaria una acción rápida

para corregir las deficiencias detectadas en el actual marco regulador, y la velocidad requiere reformas que deben ser llevadas a cabo dentro de los límites del presente Tratado. En tercer lugar, en algún momento será necesario determinar si se entregan o no los resultados de las reformas.

El Comité considera que fomentar la competencia a lo largo de los mercados de valores de la UE se beneficiará del proceso de integración. Los objetivos esenciales de la política pública que se persiguen son de libre acceso a los mercados y los sistemas de compensación y liquidación sobre una base no discriminatoria. Al mismo tiempo, las autoridades de competencia deben prestar especial atención a los posibles efectos perjudiciales de la concentración en los mercados financieros europeos como la integración se acelera. El Comité desea seguir reflexionando sobre esta cuestión.

En este Informe inicial se manifiesta que el informe final del Comité se presentará a mediados de febrero de 2001 y que la intención del Comité es profundizar en sus reflexiones sobre una serie de cuestiones, en particular las mencionadas anteriormente, y en el análisis jurídico y político del enfoque normativo descrito anteriormente. El Comité tendrá en cuenta las reacciones de política general y de mercado para estas propuestas y también puede lanzar una segunda serie de consultas.

El propio Alexandre Lamfalussy, Presidente del Comité de Sabios realizaría una serie de consideraciones sobre este Informe inicial sobre la regulación de los Mercados de Valores ante la prensa tras su publicación el 9 de noviembre de 2000.

1. Es necesario establecer un importante programa de reformas si la Unión Europea quiere obtener los mayores beneficios de una empresa de servicios financieros integrados y de mercado de capitales. Estas reformas son urgentes, siendo la más importante la reforma regulatoria, en el ámbito de aplicación del presente Tratado. En palabras del propio Lamfalussy “La Unión Europea tiene una gran oportunidad para fortalecer su economía, mejorar su competitividad a largo plazo y beneficios para los inversores y para todos los ciudadanos si crea un mercado financiero único en los próximos años. Pero esto sólo puede ocurrir si el sistema regulador europeo se haga más eficiente y las decisiones se tomen de manera oportuna, en el nivel adecuado. Nosotros ya no podemos permitirnos el lujo de la

ineficiencia de reglamentación en la era de Internet. Los mercados financieros están cambiando cada semana y la regulación europea no aumenta a la misma velocidad”.

Tenemos que tener una opción clara, ya sea para perder el tiempo sin rumbo a lo largo de nuestra torpe actuación en el carril lento -con los negocios financieros internacionales yéndose a otros lugares del mundo- o cambiar y obtener los beneficios. Los riesgos son tan altos, porque los beneficios son tan importantes. Es hora de complementar el euro con un profundo mercado europeo integrado de capitales y es hora de reunir la voluntad política para avanzar”.

2. Nuestra propuesta preliminar sobre el sistema regulador es la siguiente: Se debe dar prioridad a realizar las mejoras en el legislativo europeo proceso que se puede implementar rápidamente - en la práctica esto significa que dentro de la límites del presente Tratado. Vemos un enfoque de la etapa 4:

(I) NIVEL principios básicos 1-Amplio promulgada de conformidad con las tradicionales Procedimientos legislativos de la UE.

(II) NIVEL 2 - La aplicación de estos principios y los cambios en respuesta a la evolución del mercado, delegó a un nuevo Comité de valores de la UE, con el apoyo de un Comité de los Reguladores de la UE, en consonancia con la Unión Europea los procedimientos existentes. Este sistema debe funcionar desde principios de 2002.

(III) NIVEL 3, los Estados miembros tienen la responsabilidad de implementar Derecho comunitario en el marco del fortalecimiento de la cooperación y la creación de redes entre los reguladores nacionales.

(IV) NIVEL 4-La Comisión Europea considerablemente el fortalecimiento de su trabajo y asegurar la existencia de una competencia abierta y leal en los mercados financieros europeos. Hay tres puntos adicionales que se hizo:

En primer lugar, este enfoque debe ser plenamente responsable ante el Parlamento Europeo.

En segundo lugar, que una continua (semestral) proceso de monitoreo será necesario evaluar cómo está funcionando. Una

revisión completa debe ser realizada hacia 2004, o antes, si el control revela que se trata de no cumplir las medidas necesarias progreso.

En tercer lugar, el Comité considera que, en esta etapa, hay buenas razones para no teniendo en cuenta la creación de una agencia reguladora única.

- Las normas básicas armonizadas que son necesarias para el adecuado funcionamiento de un mercado integrado aún no están en su lugar.

- De acción rápida es necesaria para corregir las deficiencias detectadas en el presente marco regulador y la velocidad hay que actuar dentro de los límites de la presente Tratado.

- En algún momento serán necesarios para evaluar si las reformas como dar resultados. Si no lo hacen, entonces podría ser conveniente considerar una modificación del Tratado, incluidos los la creación de una única autoridad reguladora europea en materia de servicios financieros general en la Comunidad. 3. ¿Por qué tenemos que cambiar ahora? ¿Por qué es tan urgente? Hay tres razones principales:

(I) Para obtener los beneficios de una integración de los mercados financieros europeos para todas las partes de la economía europea: los consumidores [por ejemplo, pensión más alta rentabilidad], por PYME [más capital de riesgo y diversificación de fuentes de capital], para las grandes empresas [un menor costo de capital], más la captura de los beneficios de más competencia y la innovación, garantizando, por supuesto, los altos niveles de consumo protección y la estabilidad del sistema.

En pocas palabras, la integración del mercado financiero dará lugar a un aumento de lo que los economistas llaman "productividad total de los factores" - es decir, la productividad tanto del capital y mano de obra. Lo hará por la dirección de ahorro hacia las más productivas oportunidades de inversión, fomentando la competencia y por lo tanto la innovación, mediante el aumento de la liquidez y la reducción de los costos de transacción. Esto permitirá a la economía crezca más rápido y crear más puestos de trabajo (más de los últimos diez años los EE.UU., cuyos mercados financieros son mucho más

eficientes que en Europa, ha visto una fuerte aumento de la productividad y la creación de puestos de trabajo).

Mayor productividad del capital y el trabajo, a su vez, permitirá a la europea economía crezca más rápido y crear más puestos de trabajo (Tomo nota de que en los últimos diez años, los EE.UU., donde los mercados financieros son, sin duda, más eficiente que en Europa, ha registrado un fuerte aumento de la productividad y de puestos de trabajo creación).

(II) Necesitamos un corpus de su caso, hasta la fecha las normas europeas para hacer frente a el ritmo acelerado de los cambios en los mercados financieros europeos: - Nos sorprendió el ritmo del cambio en los mercados financieros, tales como:

- El creciente interés de los ciudadanos europeos a invertir una parte creciente de sus grandes ahorros financieros en renta variable, directamente a través de fondos de inversión.

- La rápida aparición de nuevos productos financieros y técnicas de operación.

- El interés creciente de los intercambios y los nuevos sistemas de comercio al por menor en el servicio directamente a los inversores - y su capacidad técnica para hacerlo.

- El surgimiento rápido de nuevos productos financieros y técnicas de operación.

- El interés creciente de los intercambios y los nuevos sistemas de comercio al por menor en el servicio directamente a los inversores - y su capacidad técnica para hacerlo.

- Evolución de las estructuras: la creciente competencia entre las bolsas nacionales, así entre las bolsas organizadas y de nuevos sistemas de comercio, alianzas o directamente fusiones - incluso con socios de terceros países.

- La presión sobre los sistemas de compensación y liquidación de consolidar en el que tres son importantes economías de hacer (algunos han estimado de hasta € 1000000000 al año).

- Más recientemente, un incremento sustancial de la volatilidad de los precios de las acciones. Todos los acontecimientos - y otros aún no emerge - crean un importante retos para los reguladores para mantener el ritmo de la evolución del mercado. No tratar de antes de adelantarse a ellos, sino para seguir de cerca.

Financiera de la Comisión Europea de Acción de Servicios Plan contiene la clave medidas que deben ser acordados. Pero tenemos que acelerar. Entrega en el 2005 se demasiado tarde - que debe tener como objetivo para 2004 - y de algunas medidas incluso antes. El informe indica nuestras prioridades.

(III) El sistema actual de la reglamentación europea es simplemente incapaz de responder a este importante reto. Se trata de: • Demasiado lento • Demasiado rígido • Contiene mucha ambigüedad y la aplicación incoherente El informe da ejemplos.

Hemos llegado por unanimidad a estos puntos de vista preliminar después de un intenso proceso de consulta entre 25 audiencias con expertos líderes en el mercado, el análisis de unas 69 respuestas en nuestro cuestionario en línea y teniendo en cuenta el opiniones de los Estados miembros y la Comisión Económica del Parlamento Europeo y Comisión de Asuntos Monetarios. Esperamos que este informe inicial dé lugar a una amplia debate público y la bienvenida a todos los puntos de vista, de preferencia utilizando nuestra dirección de Internet. Nuestro informe final será lanzado a mediados de febrero de 2001 en tiempo para el Europeo Consejo de Estocolmo en marzo.

El Informe Lamfalussy se utilizaría en la Unión Europea como marco para el desarrollo regulatorio de los servicios financieros -valores, banca y seguros- y está constituido por cuatro niveles, cada uno de ellos centrado en un estadio específico de la implementación de la legislación financiera:

- Nivel 1: Es el principio habitual de desarrollo legislativo dentro de la UE. Comprende las Directivas y Regulaciones propuestas por la Comisión, “co-decididas” entre el Parlamento Europeo y el Consejo.

- Nivel 2: Implementación de las medidas de carácter técnico y operacional que serán adoptadas, adaptadas y actualizadas

(“adopted, adapted & updated”) por la Comisión una vez han recibido el visto bueno del ESC (European Securities Committee, formado por Ministros de Finanzas y miembros del Parlamento Europeo). Asimismo el CESR (Comité Europeo de Reguladores del Mercado) actuará como “advisor” en forma de mandatos específicos de “asesoramiento” en áreas particulares. La implementación del Nivel 2 no alterará los principios acordados en Nivel 1. Simplemente proveerá de los detalles técnicos necesarios para convertir dichos principios en operativos.

- Nivel 3: Con el fin de facilitar una implementación coherente y una aplicación uniforme de la legislación emanada de la UE por parte de los Estados Miemb74s, el CESR puede adoptar “non binding guidelines” o líneas maestras no vinculantes así como “common standards” en aquellas materias no cubiertas expresamente por la legislación de la UE. Estas actuaciones serán siempre compatibles con la legislación contenida y procedente del Nivel 1y Nivel 2.

- Nivel 4: El nivel 4 se refiere a la monitorización por parte de la Comisión de la correcta inserción y posterior aplicación de la legislación dentro del ordenamiento jurídico de los países miembros, con la posibilidad en caso de no conformidad, de la apertura de procedimientos de infracción susceptibles de finalizar ante el Tribunal Europeo de Justicia.

Los objetivos del informe fueron:

- Reforma y refundación de los sistemas de regulación financiera en la Unión Europea.

- Acabar con el sistema de fragmentación de los mercados domésticos.

- Permitir la aparición de mercados europeos unificados.

El informe destaca los siguientes beneficios:

- Mejor asignación de los capitales en el ámbito europeo.

- Mejor y más eficiente intermediación entre el ahorro y la inversión reduciendo los costes transaccionales.

- Mayor capacidad de atracción de capitales en competencia con los mercados americanos.

Estas conclusiones afloran después de un estudio de los mercados europeos en los cuales se descubre que:

- Los mercados de acciones han tenido un crecimiento dramático.

- Mayor internacionalización e interdependencia entre los distintos mercados.

- Aumento de competitividad entre las distintas bolsas.

- Presiones crecientes para la unificación de los sistemas de compensación y liquidación.

Las acciones posteriores al informe fueron las siguientes:

- Se acepta el contenido del informe en la sesión del 5 de Febrero de 2002.

- Se crea a su vez un Comité de Valores europeo (con representación de todos los gobiernos), encargado de redactar los aspectos técnicos de las leyes, que estarían excluidas del trámite habitual de aprobación.

- Este Comité estará asistido por otro en que estarán presentes los representantes de los organismos reguladores de cada uno de los países miembros.

- A su vez la Comisión europea acepta de forma transitoria (cuatro años) renunciar a cuestionar las decisiones que se hayan adoptado en estos comités, contando con un plazo de tres meses para estudiar las normas, pero sin poder de veto sobre las mismas.

Estos logros podríamos enumerarlos en los siguientes hitos:

- Folleto único para la emisión de valores a nivel europeo.

- Actualización de los sistemas de admisión a cotización de los valores.

- Definición de inversor profesional.
- Modernización de los sistemas de inversión colectiva.
- Implantación de normas de contabilidad únicas en lo referente a los mercados de valores.
- Pasaporte único para todos los mercados reconocidos (UCITS).

### **3.- La regulación del Mercado de Valores Mobiliarios**

El Consejo Europeo de Estocolmo 23 y 24 de marzo de 2001 incluiría un anexo conteniendo una Resolución del Consejo Europeo sobre una regulación más eficaz del mercado de valores mobiliarios que incluimos en su totalidad:

*“Los mercados financieros desempeñan un papel determinante en el conjunto de la economía de la Unión Europea. La rápida puesta en práctica del Plan de Acción sobre Servicios Financieros con la prioridad que se le ha dado reviste por ello la máxima importancia. La creación de un mercado europeo de valores mobiliarios dinámico y eficiente es un elemento esencial de esta estrategia”.*

Todas las partes implicadas deberían esforzarse al máximo por poner en práctica las medidas clave para lograr un mercado integrado de valores mobiliarios a finales de 2003, incluidas de manera destacada las prioridades indicadas en el informe del Comité de Notables sobre la Regulación de los Mercados Europeos de Valores Mobiliarios, reconociendo también la necesidad de una mayor convergencia entre las prácticas de supervisión y las normas regulatorias.

Para alcanzar este objetivo, el proceso legislativo ha de acelerarse. La regulación de los mercados de valores mobiliarios ha de ser lo suficientemente flexible como para responder a la evolución del mercado y garantizar que la Unión Europea sea competitiva y pueda adaptarse a las nuevas prácticas y a los nuevos criterios de reglamentación del mercado, al tiempo que se cumplen los requisitos de transparencia y de seguridad jurídica.

Este objetivo debe alcanzarse al tiempo que se respetan plenamente las disposiciones del Tratado, las prerrogativas de las instituciones interesadas y el actual equilibrio institucional.

El Consejo Europeo ha resuelto en consecuencia lo siguiente:

1.- El Consejo Europeo acoge con satisfacción el informe del Comité de Notables sobre la Regulación de los Mercados Europeos de Valores Mobiliarios. El enfoque propuesto, con sus cuatro niveles (principios marco, medidas de ejecución, cooperación y puesta en práctica), debería llevarse a la práctica para lograr que el proceso regulador relativo a la legislación de la Unión Europea sobre valores mobiliarios sea más eficaz y transparente, mejorando así la calidad de las medidas legislativas propuestas. Este proceso deberá tener plenamente en cuenta el marco conceptual de los principios generales establecidos en el informe.

2.- Se invita a la Comisión a que consulte a tiempo y de forma amplia y sistemática a las instituciones y a todas las partes interesadas en el campo de los valores mobiliarios, reforzando en particular su diálogo con los consumidores y con los operadores del mercado.

Se pide a la Comisión que, sin perjuicio de su derecho de iniciativa, dé al Consejo y al Parlamento Europeo la oportunidad de formular comentarios en una primera fase, a fin de mejorar la eficiencia del proceso sobre la distinción entre los elementos esenciales y las disposiciones complementarias y técnicas.

3.- La diferenciación entre principios marco (nivel 1) y medidas de ejecución (nivel 2) debería determinarse caso por caso de forma clara y transparente. La distinción será decidida por el Parlamento Europeo y el Consejo sobre la base de las propuestas de la Comisión. Se invita a la Comisión a que, cuando presente sus propuestas, dé indicaciones sobre el tipo de medidas de aplicación previsto. Todas las partes sabrán así por anticipado el ámbito de aplicación preciso y el objetivo de las disposiciones correspondientes a cada uno de esos niveles. Todas las instituciones implicadas habrán de respetar las condiciones básicas del planteamiento por niveles.

Las medidas de ejecución del nivel 2 deberían usarse más frecuentemente, para que las disposiciones técnicas puedan ir parejas a la evolución del mercado y de la supervisión. Para todas las fases del trabajo del nivel 2 deberían fijarse plazos.

Se invita a la Comisión a que, al formular estas propuestas, estudie la posibilidad de recurrir a reglamentos con más frecuencia, siempre que esto sea posible desde el punto de vista jurídico y pueda contribuir a agilizar el proceso legislativo. El Consejo es favorable a que dentro del procedimiento de codecisión se prevea la posibilidad de una adopción acelerada de actos legislativos (procedimiento sumario).

4.- El Consejo Europeo acoge con satisfacción la intención de la Comisión de establecer inmediatamente un Comité de Valores Mobiliarios integrado por altos funcionarios de los Estados miembros y presidido por la Comisión. El Comité de Valores Mobiliarios, que ejercería en este caso sus funciones consultivas, debería ser consultado sobre cuestiones de orientación general, en particular respecto al tipo de medidas que la Comisión pueda proponer en el nivel 1, aunque no sólo respecto a ellas.

5. Sin perjuicio de actos legislativos específicos propuestos por la Comisión y adoptados por el Parlamento Europeo y el Consejo, el Comité de Valores Mobiliarios debería funcionar también como comité de reglamentación de acuerdo con la Decisión de 1999 sobre comitología para que asista a la Comisión cuando tome decisiones sobre medidas de ejecución con arreglo al artículo 202 del Tratado CE.

La Comisión informará periódicamente al Parlamento Europeo, enviándole todos los documentos pertinentes, sobre las actividades del Comité de Valores Mobiliarios cuando éste ejerza sus funciones con arreglo al procedimiento de reglamentación. Si el Parlamento Europeo resuelve que las medidas proyectadas presentadas por la Comisión superan las competencias de ejecución establecidas en la legislación marco, la Comisión se compromete a examinar de nuevo sin demora dichas medidas, teniendo lo más posible en cuenta la postura del Parlamento y motivando lo que se proponga hacer.

El Consejo Europeo toma nota de que, en el marco de la Decisión sobre comitología de 28 de junio de 1999, a fin de encontrar

una solución equilibrada en los casos de medidas de ejecución sobre mercados de valores mobiliarios que se hayan reconocido a la luz de los debates como especialmente delicados, la Comisión se ha comprometido a no oponerse a los puntos de vista predominantes que surjan en el Consejo sobre la conveniencia de tales medidas. Este compromiso no constituye un precedente.

6. El Consejo Europeo recibe con agrado la intención de la Comisión de establecer formalmente, tal como proponía el Comité de Notables en su informe, un Comité de Reguladores independiente. Dicho Comité debería estar presidido por un representante de una autoridad nacional de supervisión y establecer sus propios mecanismos de funcionamiento y mantener estrechos vínculos operativos con la Comisión y con el Comité de Valores Mobiliarios. Actuará como grupo consultivo para asistir a la Comisión en especial en la preparación de los proyectos de medidas de ejecución (nivel 2). Cada Estado miembro designará a un representante de alto nivel de entre sus autoridades competentes en materia de valores mobiliarios para que participe en las reuniones del Comité de Reguladores.

El Comité de Reguladores deberá proceder a consultas abiertas, amplias y transparentes, como se indica en el informe final del Comité de Notables, y deberá contar con la confianza de los operadores del mercado.

Los reguladores nacionales y el Comité de Reguladores deberán desempeñar también un papel importante en el proceso de incorporación de las disposiciones a las legislaciones nacionales (nivel 3), garantizando una cooperación más eficaz entre las autoridades de supervisión, llevando a cabo evaluaciones recíprocas y fomentando las mejores prácticas, para lograr un aplicación más pronta y coherente de la legislación comunitaria en los Estados miembros.

El Consejo Europeo recibe con agrado la intención de la Comisión y de los Estados miembros de reforzar la puesta en práctica de la legislación comunitaria (nivel 4).

7. Debería establecerse un sistema de seguimiento interinstitucional para evaluar los progresos que se hagan en la ejecución de estas propuestas, a fin de consolidar un sistema regulador más eficaz del mercado de valores mobiliarios, señalando los puntos

de bloqueo. De ese proceso de seguimiento formará parte la presentación de informes periódicos a las instituciones.

8. La nueva estructura reguladora debería poder entrar en funcionamiento a principios de 2002 a más tardar y en 2004 deberá llevarse a cabo un examen completo y transparente de la misma.”

#### **4.- La revisión del proceso Lamfalussy**

Comunicación de la Comisión de 20 de noviembre de 2007 - Revisión del proceso Lamfalussy Mayor convergencia en la supervisión<sup>4</sup>.

El proceso Lamfalussy se inició en 2001 con el fin de reforzar el marco europeo de la reglamentación y de la supervisión financiera y comprende cuatro niveles. El proceso se inicia con la adopción de la legislación marco (nivel 1) y de medidas de ejecución detalladas (nivel 2). Para la elaboración técnica de las medidas de ejecución, la Comisión es asesorada por comités compuestos de representantes de organismos de supervisión nacionales existentes en tres sectores: banca, seguros y pensiones profesionales, y mercados de valores mobiliarios. A continuación, estos comités contribuyen a la aplicación coherente de las directivas comunitarias en los Estados miembros garantizando una cooperación eficaz entre las autoridades de supervisión y una convergencia de sus prácticas (nivel 3). Por último, la Comisión controla la transposición correcta y a su debido tiempo de la legislación europea en los derechos nacionales (nivel 4).

Partiendo de la revisión de este proceso, la Comisión propone mejoras prácticas con objeto de reforzar el marco comunitario de supervisión, especialmente durante los periodos de inestabilidad de los mercados.

La evaluación del proceso Lamfalussy es generalmente positiva. Sin embargo, a pesar de sus innegables elementos positivos (reglamentación flexible, convergencia, cooperación, etc.) son necesarias algunas mejoras.

1.- Mejora del procedimiento legislativo y aplicación de la legislación

---

<sup>4</sup> COM(2007) 727 final - Diario Oficial C 55 de 28.2.2008

La experiencia de la adopción de la legislación marco y de las medidas de ejecución ha sido generalmente positiva. Sólo se requieren algunos ajustes entre instituciones en materia de control y de ejecución.

La evaluación de los calendarios necesarios para la concatenación de las medidas de adopción de la legislación y de ejecución (niveles 1 y 2) resulta complicada debido a la gran variabilidad de los plazos. Por consiguiente, es difícil fijar plazos razonables tanto para la transposición como para la aplicación. Para resolver este problema, el plazo de transposición del conjunto de medidas legislativas podría vincularse a la adopción de las últimas medidas de ejecución enumeradas en el nivel 1. Los trabajos relativos a las medidas de los niveles 1 y 2 también podrían efectuarse más en paralelo para mayor coherencia y facilidad.

El proceso Lamfalussy ha permitido introducir y aplicar principios reglamentarios sólidos. En particular, ha permitido mejorar la calidad de la legislación y reforzar la transparencia y la previsibilidad de la elaboración de las políticas de la Unión Europea (UE). Sin embargo, los Estados miembros deben evitar añadir medidas nacionales adicionales (exceso de reglamentación). También deberá generalizarse la publicación sistemática de las contribuciones en aras de una mayor transparencia en materia de consultas. Por último, los análisis de repercusiones deberán hacerse extensivos a todas las medidas de ejecución importantes.

Con el fin de aumentar la transparencia en materia de transposición, deberá reforzarse el impacto de los diferentes instrumentos de publicidad establecidos (por ejemplo, en el marco de la directiva de fondos propios). La Comisión publica periódicamente estadísticas sobre el estado de la transposición en los Estados miembros, relativas particularmente a las directivas de los niveles 1 y 2. Por su parte, los Estados miembros deben comunicar a la Comisión cuadros relativos a la situación en materia de transposición. Cuando se producen retrasos en la aplicación, se inicia un procedimiento de infracción en virtud del artículo 226 del Tratado.

## 2.- Cooperación y convergencia en materia de supervisión

La cooperación y la convergencia en materia de supervisión constituyen una de las innovaciones del proceso, pero no han producido los efectos esperados.

Es indispensable el reforzamiento de los comités de nivel 3 [o comités de las autoridades reguladoras]. En materia de responsabilidad política, un enfoque global en dos etapas (orientación política del Parlamento Europeo, del Consejo y de la Comisión e informes de los comités) debería permitirles alcanzar más resultados. Por otra parte, la misión de los supervisores nacionales debe completarse con una exigencia de cooperación y convergencia a nivel europeo. En cuanto al estatuto jurídico de los comités de nivel 3, se estudiarán posibles modificaciones del marco jurídico relativas a las decisiones en virtud de las cuales se crean éstos y a la definición de sus funciones.

Una reducción de los obstáculos prácticos a nivel europeo y nacional reforzaría la confianza mutua y la aplicación de las medidas. De esta forma, las decisiones, particularmente de los comités de las autoridades reguladoras (extensión del sistema de votación por mayoría cualificada y definición de soluciones en caso de existencia de minorías de bloqueo) se adoptarían más fácilmente y tendrían más peso (aunque sin valor vinculante) ante las autoridades reguladoras y las autoridades de supervisión nacionales.

Los Estados miembros también tienen un papel esencial que desempeñar para garantizar la aplicación íntegra de las normas y líneas directrices, en lo que se refiere a:

Los poderes de los supervisores nacionales y las sanciones; frente a la divergencia de los regímenes nacionales, las autoridades reguladoras y de supervisión deberían disponer de facultades de control y de instrumentos, tales como sanciones, suficientes para poder cumplir sus obligaciones;

La garantía de la independencia operativa de las autoridades de supervisión nacionales en cuatro ámbitos: institucional, reglamentario, presupuestario y de supervisión;

Las propuestas tendentes a reforzar la cooperación entre las autoridades reguladoras de los países de origen y de acogida; la acción de la Comisión consiste en sensibilizar, evaluar y adoptar medidas

(delegación de funciones, protocolos de acuerdo multilaterales, función de la autoridad de supervisión principal, etc.).

La elaboración de normas comunes encaminadas a garantizar una cooperación óptima entre colegios de autoridades de supervisión garantizaría más coherencia y uniformidad en la aplicación, y permitiría resolver los problemas de competencias entre países de origen y de acogida.

La cooperación intersectorial se basa en un protocolo común sobre la cooperación firmada en 2005 y está prevista para cuando una acción conjunta represente un valor añadido. Desde 2006, los comités de nivel 3 han acordado programas de trabajo anuales conjuntos a fin de tratar temas prioritarios tales como los conglomerados financieros y las normas comunes de declaración.

En cuanto a la gestión de las crisis, deben establecerse procedimientos rápidos de transmisión de la información con objeto de garantizar una intervención eficaz y colectiva en caso de perturbación grave del mercado o de crisis financiera.

Para responder a las peticiones de los comités de autoridades reguladoras derivadas de sus obligaciones comunitarias, la Comisión estima que puede ser útil un apoyo financiero procedente del presupuesto de la UE.