AVANCES COMUNITARIOS EN LA REGULACION FINANCIERA

Juan María Arteagoitia Landa*
Manuel Altemir Mergelina**

Este artículo analiza el origen y estado de avance de los planes de acción desarrollados a nivel comunitario para la constitución de un mercado financiero único. El análisis se realiza desde una perspectiva dinámica poniendo de manifiesto la necesidad de una constante adaptación a las circunstancias financieras no sólo comunitarias, sino también globales. El artículo describe los nuevos procedimientos de decisión relativos a la modificación de leyes comunitarias que se espera que sean capaces de permitir una más rápida modificación del cuadro regulatorio existente, con el fin de adaptarse a las cambiantes necesidades de los mercados. Finalmente, se describen los esfuerzos que se están llevando a cabo para tratar de cuantificar el grado de integración de los mercados y su verdadero impacto macroeconómico.

Palabras clave: *sistema financiero, legislación, Mercado Unico Europeo, mercados financieros, capital riesgo, UE.*

Clasificación JEL: *G18, G28.*

1. Introducción

La integración de los mercados financieros ha sido considerada tradicionalmente una pieza clave en el proceso general de la integración europea. La libre circulación de capitales, una de las libertades fundamentales contempladas en el Tratado de la Unión Europea, tiene como corolario lógico el establecimiento de un mercado único de servicios financieros.

La modernización e integración de los servicios financieros europeos se ha realizado de forma paulatina y continua desde 1973. Comenzando con la apertura de mercados a instituciones financieras de otros países, el proceso integrador se ha extendido a otras áreas de actuación formando parte, de esta manera, del conjunto de los necesarios cambios estructurales del panorama económico-financiero europeo.

Hacia mediados de la década de los noventa se puso en marcha la maquinaria necesaria para la introducción de la moneda única y la consiguiente desaparición de gran parte de las monedas nacionales. Este fenómeno, que permitiría compartir en pocos años a gran parte de los mercados financieros europeos la misma materia prima (el futuro euro), puso claramente de manifiesto la escasa integración, a nivel legislativo y práctico, de

* Administrador Principal de la Comisión Europea.
** Inspector de Seguros del Estado, actualmente experto nacional destacado en la Comisión Europea.
El contenido de este artículo refleja el punto de vista de los autores y no necesariamente coincide con la opinión de la Comisión Europea.

los mercados financieros nacionales. Esta situación precaria lógicamente exigía la correspondiente respuesta política conducente a paliar los inconvenientes derivados de ella, y a impulsar en consecuencia la eliminación de los consiguientes obstáculos legislativos, administrativos y fiscales.

Los esfuerzos desarrollados para favorecer la integración financiera de Europa se vieron, además, favorecidos por la creciente disponibilidad de nuevas y más asequibles tecnologías de telecomunicación e información, y todo ello en un contexto de creciente globalización de los mercados, que evidenciaba las limitaciones de los mercados nacionales, poseedores de un tamaño subóptimo para el desarrollo de sus potencialidades.

La segunda mitad de la década de los noventa se caracterizó además por una persistente alta tasa de desempleo en casi todos los países europeos. Los servicios financieros (de banca y seguros) representaban aproximadamente el 6 por 100 del PIB y el 2,45 por 100 del empleo en la Unión Europea. Estos valores, aunque importantes, eran comúnmente considerados muy inferiores a los que se podrían alcanzar con un mercado financiero más integrado y más sofisticado.

Apoyándose en estas consideraciones, y tal como se describe en los apartados siguientes, en 1998 se dio el impulso político necesario para la aprobación y lanzamiento de los planes de acción sobre servicios financieros y sobre el capital riesgo.

El presente artículo analiza los trabajos realizados en el seno de la UE en los últimos años con el objetivo de avanzar en la integración de los mercados financieros europeos. El apartado 2 repasa el origen y los objetivos del llamado Plan de Acción de Servicios Financieros y enumera los progresos obtenidos hasta el momento en la negociación de dicho Plan. El apartado 3 analiza el contenido de las reformas propuestas por el llamado *Informe Lamfalussy*, así como las reacciones de las distintas instituciones comunitarias al mencionado informe. El apartado 4 examina los objetivos y los logros obtenidos en el marco del Plan de Acción de Capital Riesgo, así como su relación con el Plan de Acción de Servicios Financieros. El impacto económico de ambos Planes se estudia en el apartado 5. Por último, el apartado 6 contiene una serie de conclusiones.

2. Plan de Acción de los Servicios Financieros (PASF)

Este plan de acción constituye un programa completo de actuación conducente, por un lado, a la modernización del entramado legislativo y, por otro, a la eliminación de las barreras de orden regulatorio y administrativo que se estima pueden frenar el proceso de integración de los servicios financieros a nivel europeo.

Existen importantes razones, además de aquellas fundamentales de orden político y estratégico, que justifican el desarrollo de un mercado financiero a nivel europeo. Un mercado integrado acrecienta el nivel de competencia entre los operadores financieros, lo que se traduce en una mayor eficiencia del sistema y una mayor oferta de servicios y productos para los consumidores. Además, las correspondientes economías de escala y la mayor eficiencia del sistema reducen el coste de capital para las empresas, lo que en el plano temporal favorecerá un mayor nivel de inversión y, por tanto, de crecimiento económico y de empleo. Por otra parte, un mercado de capitales eficiente a nivel europeo atraerá inversiones de otras regiones del mundo, lo que se supone que también se traducirá en una mayor riqueza para el continente.

Origen y objetivos del Plan

Los Jefes de Estado y de Gobierno de los Estados miembros eran conscientes de que, si bien se habían producido notables avances hacia la creación de un mercado único de servicios financieros, los mercados estaban todavía fragmentados. Por ello, el Consejo Europeo de Cardiff (15-16 de junio de 1998) invitó a la Comisión a que elaborase un marco de actuación para los servicios financieros conducente a superar la persistente fragmentación.

La introducción del euro a principios de 1999 constituía una oportunidad única de dotar a la Unión Europea de un moderno sistema financiero pero a su vez pondría de manifiesto de una forma más evidente la fragmentación existente a nivel europeo.

La Comisión, tras una amplia consulta con expertos de los Estados miembros, usuarios de los servicios financieros y ope-

radores de los mercados, publicó en octubre de 1998 la Comunicación «Establecimiento de un marco de actuación» (Comisión Europea, 1998). La citada Comunicación enumera una serie de medidas que deberían adoptarse en el plano normativo para avanzar hacia un mercado único de servicios financieros. Estas medidas se podrían resumir en las siguientes:

— Modificación del procedimiento legislativo o de adopción de normas comunitarias. Es imprescindible contar con un procedimiento ágil y flexible, capaz de responder con prontitud a los nuevos desafíos. Asimismo, debe asegurarse una aplicación rápida y uniforme de las normas adoptadas.

— Mejora del acceso de las empresas a los mercados de capitales, con objeto de reducir sus costes de financiación.

— Aumento de la libertad de elección de los consumidores, manteniendo siempre un elevado nivel de protección.

— Favorecer la competencia mediante la eliminación de todo tipo de trabas que impidan que los intermediarios financieros presten sus servicios en toda la UE.

— Avanzar en la cooperación internacional en materia de regulación y supervisión.

— Creación de las condiciones generales necesarias para contar con una infraestructura integrada para toda la UE.

— Reducción de las barreras de Mercado Unico derivadas de las diferencias existentes entre los distintos regímenes fiscales.

Asimismo, la Comisión proponía crear un grupo de trabajo de alto nivel constituido por representantes personales de los ministros de Economía y Finanzas, con el objetivo de que definiesen un orden de prioridades y un calendario para la adopción de las medidas contenidas en la citada Comunicación. El Consejo Europeo de Viena (11-12 de diciembre de 1998), además de confirmar la necesidad de contar con un programa de trabajo concreto y urgente, siguiendo la propuesta de la Comisión, creó el llamado Grupo de Política de Servicios Financieros (GPSF). Basándose en los trabajos de este grupo[1], la Comisión presentó en mayo de 1999 la Comunicación «Aplicación del marco para los mercados financieros: plan de acción » (Comisión Europea, 1999), más conocido como el Plan de Acción para los Servicios Financieros (PASF).

Esta Comunicación contiene un detallado programa elaborado con vistas a avanzar hacia un mercado único financiero. El calendario de actuaciones previsto recoge las prioridades manifestadas en las reuniones tanto del GPFS como del Parlamento Europeo. Además, la Comunicación resalta la necesidad de que el Parlamento Europeo y el Consejo trabajen juntos para garantizar la consecución dentro del plazo señalado del Plan.

Así, el Consejo Europeo de Lisboa (marzo de 2000) exigió el establecimiento de un calendario riguroso de tal forma que el PASF se pusiera en práctica a más tardar en 2005 y que se tuviera en cuenta determinadas acciones prioritarias. También exigió la plena aplicación del Plan de Acción de Capital de Riesgo (PACR)[2] a más tardar en 2003.

El Consejo Europeo de Estocolmo (marzo de 2001) reiteró que el PASF debía aplicarse totalmente para 2005, y añadió que todas las partes implicadas se esfuercen al máximo para lograr un mercado integrado de valores mobiliarios para finales de 2003, dando prioridad a la legislación sobre los mercados de valores mobiliarios prevista en dicho plan de acción, incluidas las medidas refrendadas en el Informe del Comité de Sabios sobre la regulación de los mercados europeos de valores mobiliarios. También refrendó el objetivo de un mercado de capital-riesgo que funcione correctamente para 2003 mediante la aplicación del PACR.

El Consejo Europeo, en su reunión celebrada en Barcelona el 15 y 16 de marzo de 2002 reafirmó su decidido compromiso de aplicar el PASF, y completar la plena integración de los mercados de valores y capital de riesgo en 2003 y de los mercados de servicios financieros en 2005. En este sentido, solicitó al Consejo y al Parlamento Europeo que adoptaran lo antes posible en 2002 las propuestas de Directivas sobre garantías financieras, abuso de mercado, intermediarios de seguros, comercialización a distancia de servicios financieros, conglomerados financieros,

[1] Desde su creación, el grupo GPSF, presidido por un representante de la Comisión, se ha reunido trimestralmente.

[2] Ver apartado 4.

folletos informativos de los emisores de valores, fondos de pensiones de empresa y el Reglamento relativo a las normas internacionales de contabilidad.

El ECOFIN informal celebrado en abril de 2002 en Oviedo analizó, entre otros asuntos, el colapso de la empresa americana Enron. Se llegó a la conclusión de que la mayoría de las medidas normativas necesarias para evitar hechos similares en el ámbito europeo están contempladas en el marco del PASF, si bien se respaldó la propuesta de la Comisión Europea de estudiar la necesidad de medidas adicionales en temas como los analistas financieros, las agencias calificadoras de riesgo *(rating agencies)* o la independencia de los auditores.

Desarrollo y estado actual

Reflejo de la importancia que los mandatarios europeos conceden a la puesta en aplicación de PASF es el hecho de que en la mayoría de los Consejos Europeos se analicen los avances conseguidos. Con este fin, cada seis meses la Comisión Europea ha ido presentando al Consejo ECOFIN un informe elaborado con la participación del GPSF donde se analiza el progreso realizado.

En su sexto informe (European Commission, 2002), presentado al Consejo ECOFIN de junio de 2002, la Comisión Europea resalta que estamos en el ecuador del PASF. Aprovecha para recordar todas las medidas que se han adoptado hasta el momento y analiza el estado de las restantes medidas que están siendo negociadas en la actualidad.

Destaca que los recientes acuerdos obtenidos en distintas propuestas en el Consejo y en el Parlamento Europeo demuestran que el compromiso político está traduciéndose en acuerdos concretos. No obstante recuerda la necesidad de continuar en esta senda si se quiere respetar los plazos fijados para la ejecución del PASF. En este sentido resalta la necesidad de alcanzar un acuerdo en las ocho propuestas enumeradas en el Consejo Europeo de Barcelona antes de fin de año.

Entre las propuestas legislativas previstas en el PASF que ya han sido adoptadas, figuran las modificaciones a la IV y VII Directiva sobre Derecho de Sociedades, que incorpora como norma de valoración el «valor justo» (*fair value*), las Directivas sobre liquidación de empresas de seguros y bancos, la Directiva sobre dinero electrónico y la modificación sobre la Directiva de Blanqueo de capitales. Bajo la Presidencia española se han adoptado la Directiva sobre Garantías Financieras, las Directivas que modifican los requisitos de solvencia de las compañías de seguros, las Directivas que modifican el régimen de los fondos de inversión (UCITS) y el Reglamento relativo a las normas internacionales de contabilidad (NIC).

Se espera que para antes de final de año se adopten la Directiva sobre intermediarios de seguros y la Directiva de Venta a Distancia de Servicios Financieros.

Por último, se espera que los acuerdos alcanzados en los ECOFIN de mayo y de junio de 2002 permitirán la rápida adopción de la Directiva de Conglomerados Financieros, de la Directiva de Abuso de Mercado, de la Directiva codificada sobre seguros de vida, y de la Directiva relativa a los Fondos de Pensiones de Empresa. Por el contrario, la propuesta de Directiva sobre los folletos informativos de los emisores continúa discutiéndose en el seno del Consejo.

Por otro lado, la Comisión publicó a principios del mes de junio la comunicación sobre Compensación y Liquidación de valores, abriendo con ello un período de consulta tras el cual se decidirá qué tipos de medidas deben adoptarse en este punto.

También, en el ámbito de la contabilidad y de la auditoría, la Comisión ha presentado en el 2002, por una lado, una propuesta para modificar las Directivas contables con objeto de eliminar toda incompatibilidad con las normas internacionales de contabilidad (NIC) y, por otro lado, ha presentado una Recomendación sobre la independencia de los auditores.

Respecto al trabajo todavía pendiente en el ámbito de los mercados financieros, el Sexto Informe destaca los siguientes proyectos:

— La revisión de la Directiva de servicios de inversión, pieza clave en la regulación de los intermediarios financieros y de los mercados de valores.

— La modernización de la Directiva relativa a los requisitos de transparencia e información de los emisores de valores.

— La presentación por parte de la Comisión de una propuesta de Directiva de OPA.

— La revisión de la Directiva que establece los requisitos de capital para las empresas de inversión, tema que está condicionado por la revisión en curso de los Acuerdos de Basilea.

3. El sistema Lamfalussy[3]

En julio de 2000 los ministros de Finanzas de la UE, reunidos en el Consejo ECOFIN bajo presidencia francesa, consideraron necesario completar el PASF mediante una reflexión sobre la aplicación practica de las Directivas por parte de las autoridades nacionales competentes. Para ello acordaron la constitución de un comité, denominado Comité de Sabios, integrado por personalidades independientes, y asistido por la Comisión.

El citado Comité, integrado por siete miembros, estaba presidido por el Barón Alexandre Lamfalussy, ex-presidente del Instituto Monetario Europeo, e incluía entre sus miembros al Sr. Luis Angel Rojo, ex-gobernador del Banco de España.

En la fase previa a la elaboración de su informe, el Comité consultó a todas las partes interesadas su opinión sobre los principales obstáculos para la realización del mercado financiero único, sobre la transposición de las directivas, sobre los principales cambios que pueden afectar en el futuro al desarrollo de los mercados y sobre qué medidas debían adoptarse en el futuro.

El Comité de Sabios publicó un informe preliminar el 9 de noviembre de 2000 (European Commission, 2002a) y un informe final el 15 de febrero de 2001 (European Commission, 2002b). En el mismo se destaca el consenso general existente entre los operadores financieros sobre las ventajas económicas derivadas de la integración de los mercados financieros, así como sobre la necesidad de acelerar las prioridades del PASF.

[3] Para un análisis suplementario, véase BERGER y ALTEMIR (2001).

También resalta la opinión generalizada en los medios financieros de que la actual normativa europea es insuficiente y de que el actual procedimiento de adopción y aplicación de las normas comunitarias es inadecuado para seguir avanzando en la construcción de un mercado europeo integrado.

Por ello, el Comité propone un nuevo procedimiento para la elaboración y aplicación de las normas basado en cuatro niveles:

Nivel 1: Principios generales aprobados por el procedimiento legislativo normal de la UE (propuesta de la Comisión al Consejo de Ministros /Parlamento Europeo para co-decisión).

Nivel 2: Establecimiento de dos nuevos comités —Comité de Valores de la UE y Comité de Responsables de Reglamentación de Valores de la UE— que asistirían a la Comisión Europea en la decisión sobre las medidas de ejecución del marco de nivel 1.

Nivel 3: Mayor cooperación y relación entre las autoridades de reglamentación de valores de la UE para asegurar la transposición coherente y equivalente de la legislación de niveles 1 y 2 (normas de aplicación comunes).

Nivel 4: Aplicación reforzada, en particular acción más vigorosa de la Comisión Europea para hacer cumplir el Derecho comunitario, sostenida por una mayor cooperación entre los Estados miembros, sus organismos de reglamentación y el sector privado.

La ventaja de este nuevo planteamiento es que permite un proceso legislativo mas flexible y rápido, manteniendo a la vez el equilibrio inter-institucional. También se beneficia de la experiencia de las autoridades nacionales de supervisión.

El Comité de Sabios considera imprescindible que tanto la Comisión (en el nivel 1) como los dos nuevos Comités (en el nivel 2) establezcan mecanismos adecuados de consulta y transparencia. Asimismo, el Comité de Reguladores deberá 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 una aplicación

efectiva y uniforme de las normas comunitarias adoptadas en los Estados miembros. Respecto al nivel 4, el Comité reclama de la Comisión, en cuanto guardiana de la aplicación de los Tratados y del Derecho Comunitario, una actuación más firme a la hora de exigir su cumplimiento.

Por último, el informe propone establecer un sistema que permita evaluar los progresos que se hagan en la ejecución de estas propuestas, y que destaque aquellos puntos que presenten dificultades. 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.

Reacción del Consejo Europeo

El Consejo Europeo de Estocolmo, celebrado en marzo de 2001, aprobó una resolución respaldando en líneas generales el análisis contenido en el Informe Lamfalussy. Entre otras cosas, el Consejo:

- Reconoce la necesidad de una mayor convergencia entre las prácticas de supervisión y las normas regulatorias.
- Destaca la necesidad de que la regulación de los mercados de valores mobiliarios sea 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.
- Entiende que este objetivo debe alcanzarse a la vez que se respetan plenamente las disposiciones del Tratado, las prerrogativas de las instituciones interesadas y el actual equilibrio institucional.

El Consejo Europeo también apoya el enfoque propuesto por el informe Lamfalussy y marca unas pautas para este nuevo proceso legislativo, entre las que destacamos las siguientes:

- La Comisión debe consultar de forma amplia y sistemática a fin de mejorar la eficiencia del proceso sobre la distinción entre los elementos esenciales y las disposiciones complementarias y técnicas.
- 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.
- 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.
- Finalmente, el Consejo toma nota de que, en el marco de la Decisión sobre comitología de 28 de junio de 1999, y sin que sirva de precedente, la Comisión se ha comprometido a no oponerse a los puntos de vista predominantes que surjan en el Consejo sobre medidas reconocidas como especialmente delicadas.

Reacción de la Comisión

La Comisión Europea se congratuló por el Informe del Comité de Sabios, y en junio de 2001, de acuerdo con la Resolución del Consejo Europeo de Estocolmo, creó el Comité Europeo de Valores y el Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores.

El Comité Europeo de Valores deberá actuar como órgano consultivo, sin perjuicio de que de acuerdo con actos legislativos específicos propuestos por la Comisión y adoptados por el Parlamento Europeo y el Consejo funcione 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. Estará integrado por altos funcionarios de los Estados miembros y presidido por la Comisión. Deberá 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.

La Comisión informará periódicamente sobre las actividades de los Comités al Parlamento Europeo. Si éste resuelve que las medidas 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 Comité de responsables europeos de reglamentación de valores deberá servir como organismo independiente de reflexión, debate y asesoramiento de la Comisión. Trabajará también para contribuir a la aplicación coherente y puntual de las normas comunitarias a través de una cooperación más eficaz entre las autoridades supervisoras nacionales observando un procedimiento de valuación recíproca y promoviendo las buenas prácticas. Consultará ampliamente, de forma abierta y transparente y en una fase temprana de su reflexión, a los participantes en el mercado, consumidores y usuarios finales. Estará presidido por un representante de una autoridad nacional de supervisión y establecerá sus propios mecanismos de funcionamiento y mantendrá estrechos vínculos operativos con la Comisión y con el Comité de Valores Mobiliarios.

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

Reacción del Parlamento

El Parlamento Europeo respaldó las conclusiones y las propuestas contenidas en el informe Lamfalussy. Pero exigía para su aplicación, y en particular en lo referente al proceso de toma de decisiones en el segundo nivel, el establecimiento de ciertas medidas que asegurasen la transparencia y un control democrático de todo el proceso legislativo. En concreto, el Parlamento pedía que la Comisión asumiese el mismo compromiso que adquirió frente a los Estados miembros, al reconocer que «en sus medidas de ejecución evitará ir en contra de los puntos de vista mayoritarios entre los Estados», y que se reconozca un trato equivalente al Parlamento.

El tema fue analizado por distintos comités parlamentarios: el de asuntos económicos y monetarios, el de asuntos legales y el de asuntos constitucionales. Finalmente el Pleno del parlamento aprobaba, el 5 de febrero de 2002, una resolución donde se aprobaba el enfoque propuesto por el informe Lamfalussy. Con esto se alcanzaba uno de los objetivos fijados por la Presidencia Española de la Unión. En su resolución, el Parlamento limitaba a cuatro años desde la entrada en vigor de cada Directiva la duración de la delegación de competencias de ejecución a la Comisión, salvo prórroga propuesta por la Comisión y aceptada por el Parlamento y el Consejo.

Previamente, en la misma sesión, el Presidente de la Comisión, Sr. Romano Prodi, en una declaración oficial, recogió algunas de las pretensiones del Parlamento Europeo. Así, aseguró que la puesta en marcha de este nuevo enfoque no supondría en ningun caso una pérdida de control democrático. En este sentido, se comprometió a actuar con plena transparencia con el Parlamento a lo largo de todo el procedimiento de adopción de las medidas de ejecución, y garantizó asimismo una amplia consulta pública previa a la elaboración de los proyectos de medidas de ejecución. El Parlamento dispondrá, salvo en caso de urgencia, de un plazo de tres meses a partir de la transmisión inicial de los proyectos de medidas de ejecución para poder examinarlas y pronunciarse sobre ellas.

Finalmente, el pasado abril, una vez alcanzado el acuerdo, el Comité de asuntos económicos y monetarios del Parlamento Europeo decidió dotarse de un asesoramiento externo propio, y creó un panel de expertos en servicios financieros (European Parlament, 2002). Su labor será asesorar al Comité sobre las medidas adoptadas en el marco del PASF y sobre las medidas de desarrollo de segundo nivel propuestas de la Comisión. También se pronunciará sobre los documentos puestos a consulta por el Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores.

Posible extensión del sistema Lamfalussy

El sistema Lamfalussy fue concebido desde un principio para ser utilizado exclusivamente en el sector de los valores mobiliarios, dado que se suponía que es en este sector donde los cam-

bios tienen lugar con más frecuencia, lo que requiere un sistema de adaptación del sistema regulatorio más rápido y eficaz.

Sin embargo, dado el creciente dinamismo de todos los sectores financieros, el sistema Lamfalussy podría extenderse a otros sectores, tales como la banca y los seguros. A fin de estudiar en profundidad esta posibilidad, el ECOFIN del 7 de mayo de 2002 invitó a la Comisión a preparar un informe a este respecto. El informe será presentado en septiembre de 2002, y deberá tener en cuenta la recomendación favorable en este sentido contenida en el documento presentado al EFC (Economic and Financial Committee) por un grupo de trabajo especializado presidido por el Sr. Kees Van Dijkhuizen (Director del Tesoro holandés) (European Commission, 2002).

4. Plan de Acción del Capital Riesgo (PACR)

El PACR es un programa de acción especializado que tiene como objetivo la eliminación de las barreras de orden legislativo o administrativo, tanto a nivel nacional como europeo, que impidan la consecución de un mercado único de capital riesgo. Tiene como origen formal la petición del Consejo Europeo dedicado al empleo, celebrado en Luxemburgo los días 20 y 21 de noviembre de 1997. Es, además, una pieza fundamental para completar los cambios estructurales necesarios para alcanzar un mercado único moderno y eficiente.

Efectivamente, los mercados de capital riesgo se habían consolidado poco a poco durante la década de los ochenta y noventa como fuentes fundamentales para la creación y desarrollo de pequeñas y medianas empresas de alto potencial de crecimiento, y generalmente activas en los sectores de alta tecnología, lo que favorecía no solamente el crecimiento de esos sectores, sino la creación de puestos de empleo de alto valor añadido. Sin embargo, el retraso, sobre todo con Estados Unidos, ponía de manifiesto la existencia de una serie de barreras, de diferente naturaleza, que habría que eliminar para alcanzar todo el potencial presente en el mercado europeo.

El PARC fue desarrollado por la Comisión en los primeros meses de 1998, y presentado en abril de 1998 (Comisión Europea, 1998). La Comisión consideró que existían seis categorías de obstáculos, que habría que eliminar: *i)* fragmentación de los mercados; *ii)* obstáculos institucionales y reglamentarios; *iii)* fiscalidad; *iv)* escasez de PYME de alta tecnología; *v)* recursos humanos; y *vi)* barreras culturales. El PACR fue adoptado por la cumbre de Cardiff (15 y 16 de junio de 1998) y ha sido respaldado en diferentes ocasiones por el Parlamento Europeo. Por otra parte, la Comisión publica cada año un informe de progreso donde se especifica el avance realizado en las diferentes áreas, así como la situación de los mercados nacionales, europeo y americano. El último fue publicado en octubre de 2001 (Comisión Europea, 2001).

La cumbre de Lisboa, dedicada especialmente a la Nueva Economía, dio el espaldarazo definitivo al PACR. Por una parte en vista del incesante cambio tecnológico que estaba teniendo lugar en todos los sectores innovadores, los Jefes de Estado y de Gobierno consideraron que había que acelerar la puesta en aplicación del plan, y fijaron el 2003 como fecha límite para su consecución[4]. Por otra parte, al fijarse en la cumbre la fecha del 2010 como límite para que la UE llegase a ser la economía, a nivel mundial, más competitiva y dinámica, y basada en el conocimiento, se estaba indirectamente reafirmando el papel clave que debían jugar en los próximos años los mercados de capital riesgo. Efectivamente, para que la UE alcance el ambicioso objetivo fijado por el Consejo Europeo, el sector innovador europeo deberá alcanzar un grado de desarrollo muy superior al actual, lo cual no será posible sin la existencia de unos mercados de capital riesgo a la altura de esa ambición.

Desde 1998 los mercados de capital riesgo se han expandido en Europa de forma acelerada, y sus participantes son más profesionales y están mucho mejor organizados que en el pasado. Sin embargo, habrá que redoblar esfuerzos para su continuo desarrollo, dado que el retraso con Estados Unidos no sólo no está disminuyendo, sino aparentemente aumentando de forma casi exponencial. Como dato positivo alentador, conviene desta-

[4] Esta fecha, como se ha indicado anteriormente, fue ratificada en las cumbres de Estocolmo y Barcelona.

car que el uso de instrumentos de capital riesgo se está extendiendo en Europa a nuevos ámbitos, como son la investigación y desarrollo y la política regional.

5. Impacto económico del PASF y el PACR

Como se ha indicado al comienzo de este artículo, existe un consenso generalizado entre los académicos, profesionales y autoridades sobre el impacto positivo de un mercado financiero integrado en términos de crecimiento del PIB, tasa de empleo, y otras variables macroeconómicas. Esta conclusión se basa, principalmente, en modelos teóricos y consideraciones intuitivas.

En el Anexo número 4 del informe preliminar del Comité Lamfalussy (European Commission, 2000) ya se llevó a cabo una evaluación de las conclusiones de los análisis empíricos realizados por distinguidos académicos[5] que parecen confirmar las predicciones de los modelos teóricos.

Más recientemente, según un informe (Heineman y Jopp, 2002) encargado por el *European Financial Services Round Table,* foro que reúne a los principales prestadores de servicios financieros de los 15 Estados miembros, y elaborado por el *Institut für Europzishe Politik* (IEP) y el *Zentrum für Europeische Wirtschaftsforschung,* la integración de los mercados financieros europeos en 2005 podría aportar un crecimiento económico adicional de al menos un 0,5 por 100 anual, recortar los costes de financiación de las empresas y abaratar los costes de los servicios financieros a los consumidores.

Por su parte, la Comisión, como promotora y responsable del desarrollo del PASF, está también muy interesada en la cuantificación (a través de un sistema de indicadores de convergencia) del grado de integración de los mercados financieros europeos, y en conocer de forma aproximada las ganancias netas macroeconómicas derivadas del mercado único de servicios financieros. A este respecto ha encargado sendos estudios a instituciones especializadas, los cuales se estima que estén finalizados en el cuarto trimestre del año 2002.

En lo que se refiere al PACR, también ha aumentado el interés por conocer de forma aproximada su impacto en la creación de empleo, que es una de las razones fundamentales para su lanzamiento y desarrollo.

Hasta hace poco tiempo se consideraba en medios académicos como un verdadero desafío el poder demostrar mediante modelos fiables una relación inequívoca de causa a efecto entre inversión en capital riesgo y crecimiento del empleo en los correspondientes sectores. Sin embargo, por primera vez en un reciente artículo publicado por Belke, Fehn y Foster (Belke, Fehn y Foster, 2001), en el que se utilizan datos de 20 países de la OCDE para el período 1987-1999, parece demostrar la existencia de tal relación utilizando un modelo econométrico más representativo.

La industria de capital riesgo también está muy interesada en poder demostrar la existencia de un vínculo inequívoco entre capital riesgo y creación de empleo. A este respecto, la asociación americana del sector, la NVCA (*National Venture Capital Association*), publicó en octubre de 2001 (NVCA) los resultados de un estudio que demostraban, entre otras cosas, que durante las tres últimas décadas las inversiones en capital riesgo fueron resposables de la creación de 7,6 millones de empleos en los Estados Unidos. En Europa, la EVCA (*the European Private Equity and Venture Capital Association*) también está llevando a cabo las correspondientes investigaciones, las cuales podrían mostrar resultados equivalentes[6] a los americanos.

6. Conclusiones

El mercado integrado de servicios financieros es un ingrediente básico del Mercado Unico Europeo. Por su propia naturaleza afecta a todos los operadores económicos incluyendo los consumidores, y su impacto se deja sentir más allá de las fronte-

[5] Los cuales se muestran cada vez más interesados en este fenómeno.

[6] Guardando, evidentemente, las correspondientes proporciones.

ras comunitarias. Por lo tanto, la consecución de un mercado financiero único eficiente debe ser considerado no sólo como un objetivo político de primer orden, sino como un objetivo estratégico a tener siempre en cuenta en las prioridades comunitarias.

La introducción del euro en gran parte del área comunitaria refuerza y requiere un mercado único financiero. En los apartados anteriores se ha descrito el contenido y desarrollo actual de los dos planes de acción fundamentales en el sector financiero (el PASF y el PACR). Estos planes deben ser dinámicos para que justifiquen su plena validez. El panorama de actuación y las necesidades de los mercados están en perpetua evolución. La próxima extensión de la Unión Europea hacia los países del Este europeo, las actuaciones derivadas del caso ENRON, las repercusiones asociadas a los acontecimientos del 11 de septiembre de 2001, las nuevas negociaciones del GATS, etcétera requieren una continua evaluación de las prioridades. Conforme los planes de acción actuales avanzan en su desarrollo, el centro de gravedad del interés de los agentes comunitarios se desplaza de la fase de diseño y negociación de nuevas leyes (directivas, reglamentos, etcétera) hacia la fase de transposición, puesta en marcha, y supervisión. En este nuevo escenario el nuevo sistema Lamfalussy deberá mostrar toda su potencialidad.

El mercado único financiero se deberá perfeccionar y adaptar continuamente como parte de la consecución de los cambios estructurales óptimos. El gran impulso dado en los últimos años, en especial bajo las presidencias Belga y Española de la Unión, debe dejar sentir sus efectos a corto plazo[7]. Será responsabilidad de todos, autoridades nacionales y comunitarias, mantener y profundizar el actual esfuerzo modernizador e integrador a fin de conseguir un impacto sostenido y durable en el tiempo.

[7] Por ejemplo, los intermediarios financieros están adoptando de una forma creciente una perspectiva pan-europea en sus actuaciones, y varios mercados financieros, tales como el mercado monetario, están ya largamente integrados a nivel europeo.

Referencias bibliográficas

[1] BELKE, A., FEHN, R. y FOSTER, N. (2001): «Venture Capital Investment and Labor Market Performance: A panel Data Analysis». Universidad de Viena. Departamento de Economía, *Working Paper* número 0112, noviembre.

[2] BERGER, N. y ALTEMIR, M. (2001): «Le Nouveau Système de Régulation Communautaire des Marchés de Valeurs Mobilières dans l'Union Européenne». *Revue du Marché Commun et de l'Union Européenne*, número 451, septiembre.

[3] COMISION EUROPEA (1998): «El capital riesgo: clave de la creación de empleo en la Unión Europea»; *Comunicación* SEC(1998)552 final, 31 marzo.

[4] COMISION EUROPEA (1998): «Servicios Financieros: establecimiento de un Marco de Actuación», *Comunicación* COM(1998)625 final, 28 octubre.

[5] COMISION EUROPEA (1999): «Servicios Financieros: aplicación del Marco para los Mercados Financieros: Plan de Acción», *Comunicación* COM(1999)232 final, 11 mayo.

[6] COMISION EUROPEA (2001): «Aplicación del Plan de Acción sobre Capital Riesgo». *Comunicación* COM(2001)605 final, 25 octubre.

[7] EUROPEAN COMMISSION (2000): «Financial Services: Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets», http://europa.eu.int/comm/internal_market/, (*financial services, securities section*) 9 noviembre.

[8] EUROPEAN COMMISSION (2001): «Final report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets», http://europa.eu.int/comm/internal_market/, (financial services, securities section, 15 febrero.

[9] EUROPEAN COMMISSION (2002a): «Report by the Economic and Financial Committee (EFC) on EU Financial Integration». *European Economy*, número 171, mayo.

[10] EUROPEAN COMMISSION (2002b): «Financial Services, An Improving Climate-but Quite Some Way to Go», *Comunicación* COM(2002)267 final, 3 junio.

[11] EUROPEAN PARLIAMENT (2002c): «Advisory Panel of Financial Services Experts Established», *ECON online*, http://www.europarl.eu.int/committees/econ_home.htm, 24 abril.

[12] HEINEMAN, F. y JOPP, M. (2002): «The Benefits of a Working European Retail Market for Financial Services», *European Financial Services Round Table*, febrero.

[13] NVCA: http://www.nvca.org