

## La supervisión de valores en Europa

### 1. Introducción

La finalidad de este trabajo consiste en analizar la regulación y supervisión (1) de los mercados de valores europeos, comenzando con una breve exposición de los modelos teóricos, de su aplicación histórica en la Unión Europea, para después describir las estructuras reguladoras existentes en la actualidad y el sistema de fuentes que le sirven de sustento. En el último apartado intentaré sentar conclusiones y aventurar algunas previsiones, y en especial discutiré la “*quaestio vexata*” del sistema supervisor europeo: ¿existiendo en Europa un mercado financiero único, con una moneda única, es conveniente (o incluso necesario) dar el siguiente paso y crear un supervisor único, una SEC europea (2)?

Los mercados de valores precisan de regulación y supervisión, de normas que organicen su funcionamiento y de organismos administrativos encargados de exigir el cumplimiento de esa regulación; sin ellas los mercados no son justos, eficientes y transparentes, los inversores no están suficientemente protegidos y la falta de solvencia de los intermediarios terminará creando un riesgo sistémico (3). Ahora bien: esta intervención administrativa supone también un coste para el sistema financiero, al exigir actuaciones que comportan gastos e imponer restricciones que reducen la eficiencia. Por ello, en general, las soluciones proporcionadas por las propias fuerzas del mercado, y sujetas simplemente al control *ex posteriori* de los jueces, son preferibles; la regulación pública solo se justifica si se produce un fallo del mercado, cuando el mercado por sí solo es incapaz de producir un óptimo social o económico (4). Y aun en este caso, es preciso poner en relación los costes que implica la regulación pública con los eventuales beneficios que se esperan de ella (5). Para definir en cada caso cuál es el instrumento más apropiado y decidir si las ventajas de su aplicación compensan los costes que genere, es preciso que exista un organismo supervisor, independiente y responsable, con poderes suficientes y que aplique procedimientos transparentes y consistentes (6).

Lo hasta aquí dicho no genera hoy, en ningún ordenamiento ni en ningún foro jurídico o económico, la más mínima controversia. No se puede decir lo mismo sobre los modelos estructurales de regulación y supervisión financiera. Tradicionalmente, la supervisión se articuló distinguiendo tres tipos de mercados financieros y de intermediarios - el mercado bancario, el de valores

y el del seguro – y asignando a cada uno un supervisor especializado. Ese es el modelo seguido aun hoy por la normativa española: el Banco de España regula la banca, la CNMV los mercados de valores y la Dirección General de Seguros el mercado asegurador.

A nivel internacional, sin embargo, este esquema tradicional está siendo objeto de revisión: algunos países están optando por una estructura unificada, y otros por una estructura dual, en la que un supervisor se responsabilice de evitar el riesgo sistémico, y otro de proteger a los inversores y garantizar la justicia y transparencia del mercado (estructura que se conoce en la jerga de los supervisores como “*twin peaks*” (7)).

La estructura supervisora integrada fue introducida a finales de los años 80 en los países escandinavos. Noruega unificó la supervisión de banca y seguros en 1986, seguida de Dinamarca en 1988 y Suecia en 1992. El ejemplo más importante, sin embargo, fue sin duda la creación en 1997 de la FSA británica, que agrupó las competencias de siete autoridades supervisoras, entre ellas el *Bank of England*, la institución decana en estas tareas y una de las más prestigiosas a nivel internacional. El Banco de Inglaterra únicamente retuvo la responsabilidad de garantizar la estabilidad global del sistema y de actuar de prestamista de última instancia. Fue necesario establecer un “*Memorandum of Understanding*” entre *Bank of England*, FSA y el Tesoro para clarificar las responsabilidades de cada uno en caso de crisis bancaria (8).

El modelo británico ha sido seguido en Alemania (aunque dado el carácter federal de Alemania, los “*Länder*” mantienen sus competencias) y Austria, que han creado sendas agencias especializadas. Francia ha anunciado recientemente la decisión política de seguir el mismo camino. En Bélgica e Irlanda, por el contrario, la supervisión financiera se ha centralizada bajo el mandato del Banco Central.

Se ha esgrimido una razón principal para justificar la unificación en un solo organismo de toda la supervisión financiera: el surgimiento entre las entidades supervisadas de grandes conglomerados financieros, que combinan la actividad bancaria, la intermediación de valores y el negocio asegurador. Para controlar adecuadamente este tipo de instituciones, es preciso que no existan varias autoridades, cuya descoordinación abra resquicios a posibles ineficiencias. Ahora bien, también ha habido voces que han resaltado los riesgos de la unificación reguladora: en un sistema integrado, cuando se produzca una crisis que afecte a una determinada empresa, el supervisor se

encontrará invariablemente ante un conflicto de intereses. O bien da prioridad a los intereses del sistema en su conjunto, perjudicando a los inversores concretos acreedores de ese intermediario, o bien protege preferentemente los intereses de esos inversores, a costa de incrementar los riesgos sistémicos.

Evitar este conflicto de intereses es la razón fundamental de los sistemas reguladores del tipo “*twin peaks*”: aquí coexisten dos organismos públicos, uno responsable de la supervisión prudencial de todo tipo de instituciones financieras, cuya única misión es evitar un riesgo sistémico, y otro encargado de proteger a los inversores y de garantizar la justicia y transparencia de todos los mercados financieros (banca, bolsa, seguros).

Una estructura supervisora de este tipo fue introducida en Australia en 1997. El sistema italiano tradicional – en el que la supervisión prudencial de entidades de crédito y de valores está en manos del Banco d’Italia y la de normas de conducta de los intermediarios financieros en las de la CONSOB – tiene elementos que recuerdan a la estructura “*twin peaks*”. Y los Países Bajos han introducido en 2002 una estructura de supervisión que responde a los mismos objetivos (9).

## **2. La supervisión de valores en la UE**

El objetivo primordial de la Unión Europea ha sido crear un mercado único – entre otras cosas en servicios financieros. Este objetivo debía haberse alcanzado ya en 1993, pero por una pléyade de razones el término inicialmente previsto no se pudo cumplir (10), y aun hoy la Comisión europea sigue embarcada en un “Plan de Acción para Servicios Financieros”, cuyo fin último es la supresión (en el año 2005) de las persistentes barreras que impiden que Europa sea un vasto mercado financiero unificado. La Unión Europea ha venido y sigue luchando por un mercado financiero unificado – no por una supervisión única. Unificar la supervisión nunca ha sido un objetivo en sí mismo, sino únicamente un objetivo instrumental: se ha pretendido igualar los niveles y estructuras de supervisión únicamente en la medida en que fuera imprescindible para alcanzar el objetivo final, la unificación de los mercados.

El resultado es que cada una de las 15 jurisdicciones que hoy integran la Unión mantiene su propio sistema de supervisión de valores. Aunque la regulación en todos los países está basada en las mismas normas comunitarias

y en los mismos conceptos e ideas (y sobre todo en el concepto de “reconocimiento mutuo”), la recepción del sistema presenta grandes diferencias de un país a otro – muchos Estados han trasladado las Directivas comunitarias a su propio sistema jurídico de acuerdo con sus propios intereses y predilecciones (11).

Por razones políticas la Unión europea ha intentado crear un mercado financiero limitando la armonización normativa al mínimo estrictamente necesario, imponiendo el principio de reconocimiento mutuo y otorgando el control al supervisor del país de origen (12).

El principio de reconocimiento mutuo, como fórmula para evitar duplicidad de regulación y de supervisión, fue introducido por primera vez en 1985 en la Directiva de Fondos de Inversión (13). Para los Estados miembros era políticamente inaceptable promulgar una normativa que impusiera en toda Europa un régimen regulador idéntico. Se buscó y alcanzó una solución de compromiso: cada Estado mantuvo su prerrogativa de otorgar las autorizaciones y verificaciones, pero se impuso que las autorizaciones y verificaciones otorgadas en cualquier Estado de la Unión y que reunieran unos requisitos mínimos, serían reconocidas de forma más o menos automática en todos los demás. Así se podía prescindir de una normativa unificada hasta el último detalle, y además se lograba crear una sana competencia entre regulaciones y supervisores. El sistema se fue extendiendo a todo el ámbito del mercado de valores (admisión a cotización, folletos, empresas de servicios de inversión, mercados...).

Desde el punto de vista de la estructura de supervisión, y fiel al principio de mínima armonización, la normativa europea dejó amplísima discreción a los Estados. Las Directivas únicamente exigían la existencia de una “Autoridad” nacional dotada de poderes autorizantes (14). Si se creaban una o varias autoridades, si éstas formaban parte de la estructura del Estado o eran organismos públicos especializados, si tenían o no competencia de inspección o sanción – todos estos aspectos quedaban a la discreción de cada país, y cada país actuó como estimó más pertinente, de acuerdo con sus necesidades y tradiciones. La normativa europea incluso permitía que las responsabilidades de autorización se encomendaran a una organización privada de autorregulación (una SRO) – así, por ejemplo, en varios países europeos, la admisión de valores al mercado o la aprobación de folletos es una labor realizada por las propias bolsas (15).

El sistema europeo, basado en los principios descritos, sin duda ha producido efectos muy positivos. Ahora bien, como ha dicho un comentarista, “lo alcanzado dista de ser despreciable, pero pudiera haber sido más y en todo caso debía haber sido mejor” (16). Las críticas se centran sobre todo en la normativa comunitaria sobre admisión a cotización y folletos, que no ha logrado que las empresas europeas puedan, con un mínimo de costes y dificultades, apelar al ahorro en todo el mercado europeo, y en las normas de conducta, diferentes en cada país, que han impedido a los intermediarios ofrecer productos financieros idénticos a todos los inversores europeos. A nivel de supervisión, cada Estado la ha organizado en la forma y con los cometidos y poderes que ha estimado más apropiado – con el resultado que en Europa en este momento existe un abigarrado mosaico de organismos supervisores, cada uno de ellos con sus especialidades y particularidades.

### **3. El “Plan de Acción de Servicios Financieros” y el “Informe de los Sabios”**

Consciente de que el objetivo último de un mercado de valores europeo plenamente integrado distaba de haber sido alcanzado, la Comisión lanzó en mayo de 1999 su “Plan de Acción de Servicios Financieros” (“FSAP” en el acrónimo inglés) (17), en el que se detallaban los 42 pasos legislativos que en su opinión se debían adoptar para alcanzar un mercado financiero único, meta para la que se fijó como horizonte el año 2005. Las principales reformas propuestas se concretaban en una revisión a fondo de la Directiva de Servicios de Inversión, la introducción de un folleto unificado para los emisores y la creación de un régimen único de información privilegiada y manipulación de mercados.

Para justificar su propuesta, la Comisión encargó un estudio académico que cuantificara las ventajas que para las empresas europeas supondría la desaparición de las barreras financieras. Este estudio, publicado en noviembre de 2002, llega a la conclusión que el coste de los recursos propios podría reducirse en aproximadamente 40 puntos básicos (es decir un 0,4%) si se lograra integrar el mercado financiero europeo (18).

Al tiempo de escribir este artículo, la Comisión ha cumplido cinco de las 42 propuestas originalmente previstas (19), está negociando con los Estados otras 34 y sigue estimando que se podrá cumplir el objetivo temporal del 2005 – lo que exige que las últimas propuestas legislativas tendrán que ser aprobadas a

más tardar en abril de 2004, de forma que los Estados miembros tengan 18 meses para recepcionar las Directivas (20).

Las dificultades que está teniendo el cumplimiento del FSAP son reflejo de los problemas generales que afectan al sistema de supervisión y regulación de la Unión Europea. Para abordar una reforma general de este sistema, el Consejo Europeo de Ministros de Economía y Finanzas (Ecofín) de Julio de 2000 designó un “Comité de Sabios”, bajo la dirección de Alexander Lamfalussy. Este Comité, después de un extenso proceso de audiencia de todas las partes interesadas, entregó su Informe final en Febrero de 2001 (21), que fue aceptado por el Ecofin de Marzo de ese mismo año, celebrado en Estocolmo. El Informe, en su esencia, recomienda una serie de reformas estructurales en la supervisión de valores a nivel europeo (creando dos nuevos Comités) y sobre todo propugna un nuevo sistema de generación y jerarquización de las fuentes reguladoras, creando un sistema de cuatro niveles normativos (que en realidad son únicamente tres).

Las propuestas del Informe Lamfalussy se han ido incorporando al proceso legislativo del FSAP que la Comisión tenía en marcha, y han resultado en la creación de los dos Comités propuestos – el Comité Europeo de Valores (*European Securities Committee* – ESC) y el Comité Europeo de Reguladores de Valores (*Committee of European Securities Regulators* – CESR) y en la promulgación de una Directiva que recoge sus planteamientos: la 2003/6 reguladora del abuso de mercado.

Pero es más: aunque Lamfalussy hizo sus propuestas centradas exclusivamente en el mercado de valores, el Consejo del Ecofín de diciembre de 2002 decidió extenderlas a los restantes sectores del mercado financiero (banca y seguros).

#### **4. La nueva estructura de supervisión**

Hasta el Informe de los Sabios, la normativa comunitaria no se había esforzado en poner en marcha una convergencia de las estructuras de supervisión de valores en los diferentes países de la Unión. El principio de subsidiariedad abogaba por dejar a los Estados plena libertad en materia de estructura de supervisión: el número de organismos, su naturaleza jurídica, sus poderes, el sistema de inspección, la existencia o inexistencia de un sistema de sanciones, la amplitud de la autorregulación son aspectos en los que no incidía

la normativa europea. El resultado ha sido una total falta de uniformidad, que ha motivado una nada halagüeña descripción en el Informe de los Sabios: “existen 40 organismos públicos en la Unión Europea con funciones en la supervisión o regulación de valores (22). Las competencias están mezcladas. Las responsabilidades son diferentes. El resultado a nivel europeo es fragmentación y frecuentemente confusión” (23).

Ante esta situación, el grupo dirigido por Lamfalussy se planteó dos alternativas, una “federalista” y la otra “centralista”:

- la primera consistía en proponer el desarrollo de una red (“network”) integrada por un único supervisor por país, todos ellos coordinados a través de un Comité central,
- y la segunda en la creación de un supervisor único europeo, a imagen y semejanza de la SEC americana.

En su Informe, los Sabios se decantaron por la primera solución; en su decisión sin duda influyó que la segunda alternativa necesariamente exigía una modificación de los Tratados, con las dificultades políticas y jurídicas que un proceso de este tipo genera.

Ahora bien: la decisión del Informe está sujeta a un *caveat*, pues los Sabios recomiendan que en el año 2004 la Unión Europea revise los resultados alcanzados. Y si en su aplicación real los resultados no son satisfactorios, el Informe estima que “podría ser apropiado considerar un cambio en el Tratado, incluyendo la creación de una autoridad regulatoria europea única para los servicios financieros en general” (24). La solución “federal” propuesta para la supervisión de valores en Europa debe pues considerarse como provisional – si funciona tal y como sus diseñadores esperan, se mantendrá, y si no da los resultados apetecidos, será necesario sustituirla por el otro sistema barajado: un gran supervisor único, centralizado y con poderes que abarquen todo el territorio de la Unión.

Los parámetros principales del sistema “federalista” de supervisión propuesto por el Informe Lamfalussy son dos: la red de supervisores nacionales y el Comité de coordinación.

Quizá lo más sorprendente sea que estos elementos no están (ni estarán) definidos de forma sistemática y general en un único Reglamento marco, que sienta los grandes principios reguladores del mercado de valores. La Unión

Europea ha renunciado a tener – al menos por el momento – un marco legislativo global al estilo de la *Securities Exchange Act* americana o de la LMV española. El sistema se ha diseñado en el Informe Lamfalussy y las propuestas han encontrado plasmación legislativa en una simple Directiva sectorial, la 2003/6. Esta Directiva *stricta lege* solo es aplicable en el marco de la lucha contra el uso de información privilegiada y el abuso de mercado. Sin embargo, está previsto que el sistema se copie miméticamente en los Proyectos de Directiva de Folletos, de Transparencia y de Servicios de Inversión (25), y posteriormente en las distintas Directivas que se vayan promulgando, con el resultado final que el sistema se irá extendiendo a todas las áreas del mercado de valores.

La Directiva 2003/6 impone a los Estados miembros la obligación de crear un organismo supervisor que cumpla los siguientes requisitos:

- el organismo debe adoptar la forma de una autoridad administrativa única por cada Estado (art. 11), de naturaleza independiente (Exp. 36 y 43) y adecuadamente financiada (Exp. 36); en la práctica, la mayoría de los Estados ha designado a los organismos que venían realizando estas tareas, y que ya cumplían con estos requisitos;
- esta “autoridad reguladora independiente” (26) debe tener como misión “la aplicación de las disposiciones adoptadas”, inicialmente en materia de abuso de mercado (art. 11), pero con la posibilidad que se amplíen a otras áreas si las futuras Directivas, tal como está previsto, así lo establecen;
- esta autoridad única puede delegar sus facultades en otras autoridades u organismos de mercado, pero manteniendo siempre la responsabilidad (art. 12.1.c);
- los Estados deben otorgar a esta autoridad un elenco mínimo de poderes de supervisión e inspección, que está detalladamente descrito en el art. 11.2 de la Directiva (27);
- además, los Estados miembros deben prever que la autoridad supervisora (28) pueda imponer sanciones administrativas que tengan “carácter efectivo, proporcionado y disuasorio” (art. 14); la Directiva no impone más precisiones sobre la naturaleza y la cuantía de las sanciones, limitándose a autorizar a la Comisión para que promulgue (mediante legislación secundaria) una lista informal, no vinculante, de las sanciones recomendadas (art. 14.2) (29);



- las decisiones sancionadoras adoptadas por la autoridad reguladora independiente deben en todo caso ser susceptibles de recurso ante los Tribunales (art. 15) (30).

La Directiva da un paso más, ya que obliga a las autoridades reguladoras de todos los países a que cooperen entre sí para el cumplimiento de sus funciones, y constituyan un “network” de supervisores (cfr. art. 16, que desarrolla con mucho detalle los procedimientos de cooperación). En el vértice de este sistema está un Comité, CESR (31), en el que se integran los supervisores de todos los países que integran la Unión (y solamente ellos – no son miembros ni la Comisión, aunque puede asistir a las reuniones, ni los Ministerios de Economía de los Estados miembros). El Comité fue formalmente creado por una decisión de la Comisión (32) y se rige por su Carta fundacional, aprobada por los propios supervisores (33). Está constituido por representantes de alto nivel de cada autoridad, es presidido por uno de sus miembros (no por el representante de la Comisión), siendo el mandato presidencial de dos años de duración (art. 2 Carta), se financia exclusivamente con contribuciones de sus socios y dispone de su propio Secretariado, con sede en París (art. 7 Carta). Las funciones de CESR son fundamentalmente de cuatro tipos (cfr. art. 4 Carta):

- por un lado, CESR constituye el vértice de la red de supervisores, con la misión de garantizar su funcionamiento efectivo y la aplicación análoga de la normativa en todo el espacio europeo (art. 4.4 Carta);
- por otro, CESR es, por expreso mandato de la Directiva 2003/6, garante del buen funcionamiento de la red de cooperación entre supervisores: si un supervisor no recibe la información o cooperación que ha solicitado de otro, puede denunciar este incumplimiento ante CESR “donde se debatirá el asunto con objeto de encontrar una solución rápida y eficaz” (art. 16.2 Directiva);
- además, CESR puede promulgar recomendaciones, estándares y códigos, de carácter voluntario (art. 4.3. Carta);
- finalmente, el Comité asesora a la Comisión europea, bien a petición de ésta o a su propia iniciativa (art. 4.1 Carta), siendo obligatorio que la Comisión solicite este asesoramiento antes de promulgar normas de desarrollo reglamentario.

## **5. La nueva estructura de fuentes**

El Informe Lamfalussy no solo ha tenido gran influencia en el diseño de una nueva estructura reguladora, al crear un “network” formado por un único supervisor independiente en cada país y un Comité europeo de coordinación, sino también en el sistema de fuentes.

No existe discusión alguna que el sistema tradicional de producción de normativa europea para el mercado de valores no constituye un paradigma de eficiencia y rapidez. El mercado se regula a través de Directivas, calificadas por el informe inicial del Comité de Sabios como “de ambigüedad legendaria”, resultado de “procedimientos kafkianos” en los que muchas normas tardan docenas de años en ser aprobadas. La opinión es compartida por todos los comentaristas (34).

Este procedimiento tradicional solo tiene una única fórmula para su puesta en marcha: una propuesta de la Comisión europea. Una vez iniciado, la aprobación de la norma corresponde conjuntamente al Consejo europeo, en el que están representados los países miembros, y al Parlamento europeo, por el procedimiento de co-decisión del art. 251 del Tratado. El necesario acuerdo entre las tres instituciones implica que en los puntos contenciosos las normas europeas desembocan en un compromiso político, alcanzado tras un largo proceso de negociación e incluso chaloneo. Ocurre con frecuencia que, para alcanzar ese consenso, los artículos se vacían de contenido, se introducen excepciones casuísticas para contentar a determinados intereses nacionales o se complica innecesariamente su redacción.

Existen dos problemas adicionales:

- aunque de acuerdo con el Tratado la Comisión podría haber propuesto la promulgación de Reglamentos de aplicación directa, en la práctica se ha utilizado exclusivamente el instrumento de la Directiva, que precisa de traslación al Derecho propio de cada país; la razón hay que buscarla en la presión de los Estados miembros, que prefieren guardarse en la manga la carta de la recepción de la Directiva y su transformación en Derecho nacional: no solo es que esta recepción crea una *vacatio legis* de al menos 18 meses, es que además permite a los Estados adaptar e interpretar la normativa comunitaria de la forma en que más beneficie a sus intereses;

- el segundo problema es que la normativa europea tradicional carece de una estructura jerarquizada; no distingue entre principios generales de carácter inmutables y normas de desarrollo detalladas y cambiantes, que puedan ser fácilmente modificadas a medida que cambian las circunstancias del mercado; para utilizar el símil del sistema de fuentes español, es como si a nivel europeo todas las normas tuvieran el rango de ley, sin que existieran reglamentos que las desarrollen.

Para atacar estos problemas, el Informe Lamfalussy ha propuesto un innovador sistema regulador con cuatro niveles:

- el Nivel 1 serán las leyes marco, que adoptarán la forma de Directivas o preferentemente Reglamentos, y que se limitarán a definir los principios generales y los objetivos de la normativa, y que – de acuerdo con lo previsto en el Tratado – continuarán siendo elaboradas por el procedimiento tradicional: propuesta de la Comisión y aprobación conjunta por el Consejo y el Parlamento;
- el Nivel 2 lo constituirán las normas de desarrollo reglamentario, que podrán adoptar la forma de Directiva o de Reglamento, siendo posible que una Directiva Nivel 1 sea desarrollada por un Reglamento Nivel 2 (35); serán promulgadas por la Comisión en virtud de una delegación contenida en la norma de Nivel 1 y elaboradas de acuerdo con un nuevo procedimiento simplificado; este proceso se inicia por la Comisión, que está obligada a solicitar el asesoramiento técnico de CESR, y pasa por la aprobación de un *European Securities Committee* (“ESC”) de nueva creación (constituido por el acuerdo de la Comisión 2001/1493), en el que están representados los Estados miembros; el ESC estará presidido por un representante de la Comisión, sus miembros serán altos funcionarios, preferentemente con rango de Secretarios de Estado, y el procedimiento de aprobación de las propuestas elaboradas por la Comisión será por mayoría cualificada de votos, ponderados como en las votaciones del Consejo, garantizándose de esta forma la participación de los gobiernos de los Estados miembros en el proceso de aprobación (36); nótese que en este proceso no hay intervención directa del Parlamento;
- el Nivel 3 estará formado por las interpretaciones comunes, recomendaciones y códigos voluntarios aprobados por CESR; estamos aquí ante un nuevo fenómeno, que progresivamente va ganando fuerza: la utilización por los supervisores de “normas blandas”, es decir de recomendaciones y códigos voluntarios de buenas prácticas, que

señalen a las entidades supervisadas cuáles son, en opinión del supervisor, las pautas de comportamiento apropiado y las interpretaciones correctas de la normativa; estos instrumentos, que vienen siendo utilizados por los supervisores nacionales desde hace tiempo, reciben ahora el respaldo del Informe de los Sabios, que recomienda su uso como instrumento para unificar la aplicación e interpretación de la normativa comunitaria (37);

- el Nivel 4 consistirá en un mayor control por parte de la Comisión Europea de que los Estados miembros están cumpliendo con sus compromisos de aplicar el Derecho comunitario (38).

El sistema diseñado por Lamfalussy (39) en general ha recibido una acogida favorable, pues se ha visto como una solución factible para mejorar unos procedimientos legislativos que, en opinión de todos, eran totalmente inoperantes. Ello no obstante, el sistema no deja de plantear bastantes problemas y cabos sueltos.

En primer lugar, el Informe Lamfalussy obvia la recomendación de que la Unión Europea promulgue una ley general del mercado de valores, que fije los objetivos de la normativa, las obligaciones generales de los supervisores, los conceptos de uso común y los grandes ejes de la regulación. En este punto el documento presenta una cesura: por un lado reconoce que toda la normativa debe estar basada en una “estructura conceptual de principios de aplicación general”, algunos de los cuales el Informe llega a esquematizar (p. 22), pero al mismo tiempo desecha la posibilidad de que se promulgue una ley general, limitándose a proponer que esos principios se vayan plasmando en las futuras normas sectoriales del mercado de valores, a medida que sean promulgadas (40).

El enfoque adoptado por los Sabios tiene la ventaja de ser pragmático, pues evita el esfuerzo de que Europa se dote de una ley general del mercado de valores – tarea sin duda complicada por la resistencia de los Estados miembros y por las dificultades técnicas que conllevaría. Esta ventaja debe ser puesta en relación con las desventajas: la legislación siempre será fragmentaria y deslavazada, de conocimiento y consulta más difícil para los usuarios y existirá el riesgo que los “Principios Lamfalussy” sean recogidos de forma diferente en cada una de las normas sectoriales que se promulguen – y ya existen indicios que las reglas de la Directiva 2003/6 no serán recogidas de forma idéntica en las siguientes.

Un segundo tipo de problemas lo plantea la distinción entre los principios generales de cada sector, que se contendrán en las futuras normas del Nivel 1, y los aspectos de detalle, que conformarán los desarrollos Nivel 2. El Informe Lamfalussy ha hecho un gran esfuerzo en definir qué ha de entenderse por principios generales (“los principios políticos básicos, los elementos esenciales de cada propuesta”) e incluso ha dado una serie de ejemplos para casos concretos hasta dónde deben ir los principios generales, y qué áreas pueden ser objeto de desarrollo reglamentario Nivel 2. La distinción es de gran importancia, pues para que la Comisión pueda promulgar una norma de desarrollo, es preciso que la disposición de Nivel 1 defina el principio general y contenga una delegación específica de desarrollo en su favor (41).

Ya se ha promulgado el primer ejemplo de delegación de este tipo, el contenido en la Directiva 2003/6. La norma otorga a la Comisión poderes de desarrollo reglamentario en cinco áreas: concepto de abuso de mercado, medidas preventivas, “puertos seguros”, sanciones y cooperación entre supervisores (art. 1, 6, 8, 14, y 16). Han surgido ya las primeras voces que alertan sobre un posible riesgo de que la normativa de Nivel 1 sea demasiado detallada, y la delegación de facultades excesivamente concreta (42). Además, en una de las autorizaciones – el desarrollo de las sanciones administrativas a imponer a los que cometan abuso de mercado - la delegación solo permite la promulgación de normas de Nivel 2 que tengan un carácter “informativo” (43). Finalmente, la delegación es a término: caducará a los cuatro años, salvo que el Consejo y el Parlamento la renueven (44).

La estrechez de las delegaciones y su carácter temporal son expresión de un problema más amplio: el de la legitimidad democrática de todo el procedimiento de elaboración de la normativa de desarrollo, o, dicho en palabras más claras, el riesgo de que la Comisión y el ESC abusen de las delegaciones y que amplias áreas normativas se sustraigan para siempre al control del Parlamento. Éste fue un problema que el Parlamento puso sobre la mesa desde que, en su informe inicial, los Sabios abogaron por la delegación de facultades legislativas. En el Informe final, los Sabios intentaron vencer los resquemores del Parlamento (45) con una serie de medidas y argumentos:

- en primer lugar, el Informe propone la creación de dos órganos – el ESC y el CESR – que necesariamente deben participar en el proceso: CESR asesorando a la Comisión y el ESC dando su visto bueno; de esta

forma se crea un sistema de “*checks and balances*”, que dificulta el abuso;

- en segundo lugar, el Informe resalta la obligación de la Comisión de mantener al Parlamento plenamente informado durante todo el proceso de preparación de las normas de desarrollo, de forma que el Parlamento, si estimara que la Comisión y el ESC están sobrepasando los límites del mandato conferido en la norma de Nivel 1, pueda aprobar una resolución declarando el abuso – y con algo de ingenuidad el Informe añade que, si esto se produjera, sería “inconcebible” que la Comisión continuara con el procedimiento;
- finalmente el Informe impone tanto a la Comisión como muy especialmente a CESR una extensa obligación de consulta pública y razonada a todas las partes afectadas por la futura normativa (46).

En principio estas cautelas deberían haber sido suficientes para disipar las dudas sobre el control democrático de la normativa delegada (47). Sin embargo, cuando el Parlamento se enfrentó con la Directiva 2003/6, la primera que recoge estas previsiones, los resquemores continuaron sin aplacarse. Para obtener la aprobación del Parlamento al proyecto de Directiva, fue necesario limitar el ámbito de las delegaciones, circunscribiéndolo a los cinco supuestos específicos ya mencionados, establecer una condición genérica prohibiendo que como consecuencia de la delegación “se afecten las disposiciones fundamentales de la presente Directiva” (art. 17.2) e introducir un término final que conlleve la extinción automática de la delegación transcurridos cuatro años (art. 17.3) – si la Comisión no se comporta de acuerdo con las expectativas del Parlamento, éste podrá negarse a renovar la delegación. El sistema sin duda ha ganado en control parlamentario y se han insertado múltiples barreras a un hipotético abuso de sus poderes por la Comisión y el ESC – la contrapartida es que es mucho más complejo, es menos definitivo, está más sujeto a interferencias por diferentes instituciones, factores todos ellos que no facilitarían el cumplimiento del ambicioso marco temporal previsto en el FSAP.

El Nivel 3 propuesto por el Informe Lamfalussy también plantea problemas. La idea subyacente es que los supervisores europeos, actuando a través de CESR, aprobaran por unanimidad “normas blandas”, que carecieran de fuerza jurídica vinculante, pero que unificaran la interpretación y aplicación de la normativa formal en toda la Unión. La idea sin duda es positiva, y el trabajo realizado por FESCO (el antecesor de CESR) ha demostrado que los supervisores europeos son capaces de alcanzar amplios consensos a la hora de

definir recomendaciones o estándares de buenas prácticas. El procedimiento de aprobación de estas “normas blandas” parece, sin embargo, dominado en exceso por la idea del consenso. No es solo que su aprobación exija la unanimidad de todos los supervisores, tal como determina el Informe de los Sabios, sino que aun después de su unánime aprobación los supervisores solo están obligados a aplicarlos “sobre una base voluntaria” (art. 4.3 Carta). Este exceso de consenso y falta de obligatoriedad conlleva el riesgo de que las recomendaciones de Nivel 3 de CESR degeneren en poco más que una simple reflexión, con una fuerza similar a los informes de las asociaciones internacionales de supervisores (como p.e. IOSCO) (48).

## **6. A modo de conclusión**

La Unión Europea ha realizado, gracias al Informe Lamfalussy, una profunda reflexión sobre sus estructuras de regulación y supervisión de valores. Las propuestas están siendo llevadas a la práctica, y ya se ha anunciado que soluciones análogas se aplicarán a los sectores de banca y seguros.

El punto de partida es el Tratado de la Unión, que no contiene previsión alguna sobre la posible unificación de la supervisión y regulación del mercado de valores – es más, el Tratado no ha otorgado al Banco Central Europeo funciones de supervisión sobre el mercado bancario (49). Con estos mimbres, a propuesta de los Sabios, la Comisión, el Consejo y el Parlamento (aunque éste algo a regañadientes), se han decantado por un sistema

- de supervisión, basado en una red de organismos administrativos independientes, con funciones y poderes similares en cada Estado miembro, sobre los que pesa una obligación legal de cooperar y coordinarse a través de un Comité central (CESR);
- de regulación, basado sobre una distinción entre principios generales (contenidos en normas Nivel 1, de elaboración tradicional por Comisión, Consejo y Parlamento) y reglas de desarrollo (contenidas en normas Nivel 2, promulgadas por la Comisión aplicando un sistema simplificado), con un tercer nivel de “normas blandas” interpretativas y recomendaciones aprobadas por CESR.

Las claves del sistema siguen siendo una armonización regulatoria únicamente en la medida en que sea indispensable para conseguir un mercado unificado, un reconocimiento mutuo de autorizaciones y verificaciones y la competencia entre los sistemas de supervisión y regulación de cada Estado miembro.

El anuncio de este nuevo sistema debía de haber acallado las voces que reclamaban una reforma más radical, y en especial la creación de un gran supervisor unificado europeo (50). En la realidad no parece que así esté sucediendo, pues se multiplican las opiniones que abogan a su favor (51). El hecho de que el propio Informe Lamfalussy recomiende revisar a fondo la cuestión en 2004, y deje abierta la posibilidad de decantarse por el supervisor unificado (52), indudablemente ha dado fuerza a estas opiniones.

Es demasiado pronto para hacer una valoración definitiva del “Sistema Lamfalussy”. En lo que atañe a la estructura orgánica de la supervisión, el sistema puesto en marcha se enfrentará a varios riesgos. El primero sería el de falta de una coordinación y cooperación suficientes; esta descoordinación se podría poner de manifiesto en la incapacidad para dismantelar las barreras que impiden el mercado unificado, o – lo que sería peor – en una crisis prudencial de un intermediario, que afectara a inversores en diversos Estados miembros, y en la que la opinión pública percibiera una falta de coordinación. Otro riesgo imaginable sería el que ciertos supervisores nacionales de facto asumieran las tareas de supervisar por sí solos los mercados transnacionales y los operadores que en ellos operan, arrinconando a los supervisores de los restantes países. Los países excluidos nunca admitirían que un supervisor controlado por otro Estado deviniera la autoridad que controla sus mercados, sus empresas cotizadas y la actividad de sus intermediarios, y sin duda presionarían para que se creara un supervisor único, controlado por todos (53).

Una desventaja clara de la inexistencia de un regulador unificado se vislumbra a nivel internacional: la SEC americana ejerce una gran influencia, que no puede ser contrapesada por los supervisores de los diferentes Estados europeos, actuando separadamente (54).

El sistema de fuentes puesto en marcha tras el Informe de los Sabios, aun constituyendo un significativo avance, adolece de ciertas debilidades. Para empezar, la renuncia a promulgar una norma general reguladora de los mercados de valores europeos (con rango de Reglamento), que sentara los principios generales y normativizara las recomendaciones de los Sabios, constituye un serio revés. Mucho es de temer que la introducción del “Sistema



Lamfalussy” a través de normas sectoriales lleve a una pérdida de coherencia y a que ciertas recomendaciones nunca lleguen a convertirse en realidad.

Un ejemplo de este fenómeno es el incumplimiento de la recomendación de los Sabios de utilizar preferentemente el instrumento del Reglamento. Ante la insistencia de los Estados miembros, la Comisión ha reulado y en la práctica el uso de Directivas es general. La consecuencia serán retrasos en la efectiva aplicación de las normas, y divergencias en su traslación al Derecho nacional – factores que no facilitarán el cumplimiento en plazo y en plenitud de los ambiciosos objetivos del FSAP.

Finalmente, la normativa Nivel 3, el “*soft law*” aprobado por CESR, que podría constituir un contrapeso a las divergencias en la transposición de las Directivas, y un vector que impulsara eficientemente la convergencia regulatoria, se ha ido desdibujando. Sin apoyo normativo, sofocada por unos excesivos requisitos de consenso, no será fácil que cumpla eficazmente el objetivo que los Sabios le adscribieron.

Todas estas cuestiones plantean la gran duda final: ¿será suficiente un cambio gradual – como el propuesto inicialmente por el Informe Lamfalussy – o en algún momento la necesidad de una reforma radical, con modificación del Tratado y creación de un gran supervisor europeo, devendrá inevitable – posibilidad que los Sabios no excluyen a partir de 2004? En mi opinión, y al día de hoy, la creación de un supervisor europeo no es la solución adecuada, ni desde el punto de vista técnico, ni menos desde el político (55). Europa siempre ha avanzado por la vía de los pequeños pasos, del compromiso que favorezca el consenso, aun a costa de aparentemente no maximizar la eficiencia. Lo recomendable, y también lo previsible, es que CESR vaya asumiendo crecientes responsabilidades de coordinación, que esa cooperación entre supervisores garantice que las prácticas y exigencias – y muy especialmente las prudenciales – se vayan igualando, y que la competencia entre los diferentes sistemas regulatorios genere una dinámica tal que termine deshaciendo las barreras nacionales que vienen impidiendo un verdadero mercado unificado.

Juan Fernández-Armesto

Profesor Ordinario, Universidad Pontificia Comillas – ICADE, Madrid

Presidente de la CNMV 1996-2000

## NOTAS

- (1) En puridad, regulación/regulador y supervisión/supervisor son actividades e instituciones diferenciadas. La función del regulador es preparar y promulgar la normativa que sirva para estructurar un sector, mientras que la del supervisor consiste en inspeccionar, investigar y sancionar el incumplimiento de las reglas. La primera función en principio corresponde a los parlamentos y subsidiariamente a los gobiernos, mientras que la segunda está normalmente encomendada a una autoridad independiente. Sin embargo, es frecuente que esta autoridad supervisora también tenga poderes para promulgar normas de desarrollo (cfr. para el caso español el art. 15 LMV, que autoriza la promulgación de Circulares por la CNMV), y quizá sea ésta la razón por la que en la práctica ambos conceptos se usan como sinónimos: el Comité en el que participan los supervisores europeos se llama “*Committee of European Securities Regulators*”.
- (2) El primero en plantear esta cuestión fue Lannoo, K. en su conocido artículo: “Does Europe need an SEC?”, European Capital Markets Institute, Occasional Paper No. 1, (1999).
- (3) Cfr. apartado 4 de los “Objectives and Principles of Securities Regulation”, aprobados por IOSCO en 2002 (“IOSCO Principles”).
- (4) Sobre los aspectos económicos generales de la regulación puede cfr. Alexander, K.: “Establishing a European Securities Regulator”, ESCR Centre for Business Research, Cambridge University, Working Paper No. 7, (2002), p. 10 ss, y Niemayer, J.: “An economic Analysis of Securities Market Regulation and Supervision: Where to go after the Lamfalussy Report?”, SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance No. 482, Stockholm School of Economics, (2001), ambos con amplia bibliografía económica.
- (5) Castilla, M.: “Regulación y competencia en los mercados de valores” (2001), p. 379.
- (6) Ap. 6 IOSCO Principles.

- (7) El concepto (“Doble pico”) fue acuñado por Taylor, M: “Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century”, Centre for the Study of Financial Innovation, Londres, (1995).
- (8) Lanoo, K.: “Supervising the European Financial System”, CEPS Policy Brief No. 21, (2002), p. 4.
- (9) En el sistema español, por el contrario, la supervisión prudencial de los intermediarios que operan en el mercado de valores corresponde a la CNMV – art. 84 LMV.
- (10) Thieffry, G.: “The Case for a European Securities Commission (ESC)” en AAVV: “Regulating Financial Services and Markets in the 21<sup>st</sup> Century”, Ferran, E./Goodhart, A.E (eds.) (2001), p. 213.
- (11) Wymeersch, E.: “Regulating European Markets: The Harmonisation of Securities Regulation in Europe in the New Trading Environment”, en nota 10, p.191.
- (12) Alexander, K., nota 4, p. 6.
- (13) Conocida como Directiva UCITs en la jerga comunitaria: Directiva 85/611.
- (14) Castilla, M., nota 5, p. 385.
- (15) Wymeersch, E., nota 11, p. 196.
- (16) Wymeersch, E., nota 11, p. 190.
- (17) Com. (1999) 232.
- (18) “Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets”, London Economics, (2002), p. 3. El informe también hace un estudio de los beneficios para las empresas de cada país. Las españolas son de todas las que menos se beneficiarían (23 p.b.), mientras que las alemanas lo harían en 56 p.b. y las francesas en 59 p.b. Esto demuestra claramente que el mercado financiero español es con diferencia el más abierto de los europeos.
- (19) Las medidas más importantes son la Directiva sobre Abuso de Mercado (Directiva 2003/6 de 28.1.2003), la Directiva sobre Fondos de Pensiones, adoptada el 13.5.2003, y la modificación de la 4<sup>a</sup> y 7<sup>a</sup> Directiva sobre Derecho de Sociedades, adoptada el 6.5.2003.
- (20) Eighth Report on the FSAP, June 2003.
- (21) “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15.2.2001.
- (22) La proliferación de organismos supervisores ha llevado a que Euronext, el mercado de valores francés, belga y holandés,

esté supervisado por 11 supervisores pertenecientes a los tres países, que tuvieron que firmar un “Memorandum of Understanding” en Febrero de 2001 para hacer posible el funcionamiento del mercado; cfr. Grundmann-van de Krol, Ch.: “The New Lamfalussy Legislative Procedure”, Tilburg University Paper, (2002), p. 9.

- (23) n. 21, p. 15.
- (24) n. 21, p. 41.
- (25) Comisión Europea, 8º Informe sobre el FSAP, Junio 2003, p. 10.
- (26) La expresión aparece en el Exp. 43; probablemente sería más correcto denominarla “autoridad supervisora independiente”.
- (27) Las facultades son básicamente las siguientes: (i) realizar requerimientos de información y de todo tipo de documentos, así como interrogatorios, dirigidos a cualquier persona; (ii) inspecciones in situ; (iii) solicitar registros sobre tráfico de datos y datos telefónicos; (iv) solicitar el cese de una práctica o la comercialización de un instrumento financiero; (v) solicitar la congelación y el secuestro de activos, así como la prohibición temporal para ejercer una actividad. Los Estados pueden atribuir directamente facultades ejecutivas al supervisor o permitir que solicite la medida de una autoridad judicial.
- (28) El art. 14 al utilizar la expresión impersonal “se” no deja totalmente claro si el órgano que impone las sanciones debe ser necesariamente la autoridad reguladora independiente, o si puede ser otra autoridad administrativa; el art. 15, sin embargo, clarifica la cuestión, al establecer que la decisión tomada por la “autoridad competente” debe ser objeto de recurso ante los tribunales; y “autoridad” para la Directiva solo hay una: la autoridad administrativa única definida en el art. 11. Esta exigencia de la Directiva exigirá una reforma de la LMV española, ya que ésta establece que en el caso de sanciones por infracciones muy graves la competencia corresponde al Ministro de Economía (art. 97.1 LMV).
- (29) La Directiva no ha armonizado plenamente las sanciones, porque la Comisión entendió que en el Tratado no existía base suficiente para imponer un régimen único, a pesar de que la Comisión entendía que era “inaceptable en un mercado financiero integrado que una conducta punible reciba una

sanción grave en un país, una ligera en otro y ninguna sanción en un tercero” (Explanatory Memorandum Com. (2001) 281, p. 5). De ahí la solución de una “lista informativa” de sanciones. Los Estados miembros en todo caso pueden también imponer sanciones penales en casos de abuso de mercado – art. 14 *in initio*.

- (30) Las resoluciones de la CNMV en general ponen fin a la vía administrativa y son recurribles en vía contencioso-administrativa; se exceptúan, sin embargo, las resoluciones sancionadoras, que pueden ser objeto de recurso ante el Ministro de Economía (art. 16 LMV). Será necesario modificar este precepto para adaptarlo a la Directiva.
- (31) El embrión de CESR debe buscarse en el “Forum of European Securities Regulators” (FESCO), fundado en Diciembre de 1997, con composición y funciones similares, pero de naturaleza oficiosa; el Informe Lamfalussy recomendó que sobre la base de FESCO se creara una institución de naturaleza más formal.
- (32) De 6 de junio 2001, Com. (2001) 1501; esta decisión de la Comisión no está relacionada directamente con la Directiva 2003/6, que solo menciona CESR de pasada al regular la cooperación, sino que viene a cumplir la recomendación de los Sabios.
- (33) De 10 de septiembre de 2001; el ámbito competencial de CESR no está limitado a las disposiciones sobre abuso de mercado, sino que cubre todo el espectro del mercado de valores.
- (34) P.e. Grundmann-van de Krol, Ch., n. 22, p. 3; Wymeersch, E., n 11, p. 192; Thieffry, G., n. 10, p. 215; Alexander, K., nota 4, p. 38.
- (35) La Comisión pretende utilizar un Reglamento para desarrollar el art. 8 de la Directiva 2003/6; cfr. “First Interim Report of the Inter-Institutional Monitoring Group”, Mayo 2003, p. 8 y 29.
- (36) En el caso de que el ESC rechace la propuesta de la Comisión, ésta puede someterla al Consejo.
- (37) Las reglas de Nivel 3 corresponden, en cuanto a su naturaleza, a las Cartas Circulares que en su momento utilizó la CNMV.

- (38) El Nivel 4 realmente presenta una cesura con respecto a los otros tres niveles: los dos primeros constituyen fuentes tradicionales del Derecho; el tercero recoge el fenómeno, cada vez más extendido en la regulación financiera y de las empresas cotizadas, del “*soft law*”, de las normas blandas de naturaleza voluntaria; el Nivel 4, en cambio, tiene una naturaleza totalmente diferente, al constituir una simple admonición a que la Comisión sea más diligente en su tarea de supervisar el comportamiento de los Estados miembros.
- (39) La idea de dividir la normativa europea en principios generales y normas de desarrollo ya había sido propuesta previamente por FESCO en “FESCO’s response to the call of views from the Securities Regulators under the EU’s Action Plan for Financial Services”, de 29.6.2000.
- (40) El primero que abogó por la promulgación de unos principios marco fue Davies, H. Presidente de la FSA británica, en su conferencia en el European Banking Congress, 17.11.2000.
- (41) La delegación es posible de acuerdo con el artículo 202 del Tratado, que prevé que se pueda delegar en la Comisión competencias de ejecución de las normas.
- (42) “First Interim Report of the Inter-Institutional Monitoring Group”, Mayo 2003, p. 8.
- (43) Art. 14.2 Directiva 2003/6; la pirueta jurídica – una norma de desarrollo en forma de Directiva o Reglamento, pero de carácter no vinculante – se debe a que según la interpretación predominante del Tratado la fijación de las sanciones es competencia de los Estados miembros.
- (44) Esta “*sunset clause*” está contenida en el art. 17.4.
- (45) Los resquemores frente a la delegación de facultades también alcanzaron al Consejo, que al aprobar el sistema en su reunión de Estocolmo, obligó a la Comisión a comprometerse a no promulgar normas de desarrollo “en contra de posiciones predominantes que puedan surgir en el Consejo sobre su conveniencia”; cfr. “First Interim Report of the Inter-Institutional Monitoring Group”, Mayo 2003, p. 10.
- (46) CESR ha publicado en Diciembre de 2001 un “*Public Statement of Consultation Practices*”, comprometiéndose a una amplia audiencia de todos los interesados en todos sus procedimientos.

- (47) En un área tan compleja y cambiante como la regulación financiera, la tradicional “*parliamentary accountability*” tiene que ser progresivamente sustituida por una difusión de los poderes normativos, por obligaciones de amplia y pública consulta a todos los interesados y por una transparencia total del proceso legislativo; cfr. Lastra, R./Shams, H.: “Accountability of the FSA” en AAVV “Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century”, Ferran, E./Goodhart, A.E (ed.) (2001), p. 188.
- (48) El “Interim Report on the Activities of CESR”, sometido a la Comisión y al Parlamento en Julio de 2003 prácticamente no refleja ninguna actividad de CESR en el Nivel 3.
- (49) El art. 105.5 y 6 solo prevén que el Ecofin pueda encomendar al BCE ciertas tareas en materia de supervisión prudencial bancaria, cosa que no ha ocurrido.
- (50) Como argumenta Lanoo, K., n. 8, p. 17.
- (51) P.e. Pan, E.: “The case for a single European Securities Regulator” en AAVV: ”Financial Markets in Europe”, Adenas, M./Avgerinos, Y. (eds) (2003) ; Thygesen, N.: “Is there a case for European Financial Services Regulator?”, Briefing Paper for Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament, 30.8.2001; Thieffry, G., n. 10, p. 233; Watson, J.: “Does Europe need an SEC?”, International Bar News, 6.2003, p. 6.
- (52) Lamfalussy mismo ha declarado: “Terminaremos con un solo regulador al cabo del tiempo”; cfr. Watson, J., n. 51, p 6.
- (53) Como ha argumentado convincentemente Thieffry, G., n. 10, p. 232.
- (54) Pan, E., n. 51, p. 42, tras un riguroso estudio llega a la conclusión que la SEC de facto se está convirtiendo en el regulador de las emisiones de valores transnacionales realizadas en Europa.
- (55) ¿Debería crearse una SEC europea, con funciones limitadas al mercado de valores? ¿O una FSA europea, que supervisara y regulara banca, bolsa y seguros? ¿O mejor una estructura “*twin peaks*”? Esta primera cuestión ya de por sí no tiene una contestación técnica clara. ¿Y cuál sería la relación entre esa autoridad central, y las autoridades nacionales, que según los casos son sectoriales, unificadas o “*twin peaks*”?