

Presente y futuro de la Unión del Mercado de Capitales

SEBASTIAN ALBELLA, PRESIDENTE DE LA CNMV

Cercle Financer – Societat Econòmica Barcelonesa d'Amics del País

Barcelona, 11 de noviembre de 2019

Buenas tardes a todos.

Voy a referirme a un asunto que no solo me ocupa como presidente de la CNMV sino que me interesa mucho: al ambicioso proyecto de integración de los mercados de capitales europeos que conocemos como Unión del Mercado de Capitales (UMC), proyecto que se encuentra precisamente ahora en un momento clave, como seguidamente indicaré, en buena parte como consecuencia del Brexit.

A principios de 2015, el presidente de la Comisión Europea, Jean Claude Juncker, lo anunció como proyecto estrella de su mandato, junto a un ambicioso plan de inversiones. La finalidad del proyecto era, y sigue siendo, promover un mercado de capitales europeo (no sólo para la eurozona) profundo, integrado y diversificado, que entre otras cosas aproximara la realidad de los mercados financieros europeos a la de los Estados Unidos.

Cuando se compara el sistema financiero europeo con el de los Estados Unidos se pueden identificar algunas características diferenciales.

- En primer lugar, el peso de la financiación bancaria es en Europa mucho mayor. Mientras que aquí el sector privado no financiero se financia en un 75% vía bancos y en un 25% a través de los mercados, en los Estados Unidos la proporción es la contraria: sólo el 25% de la financiación de la economía productiva es financiación bancaria.
- En segundo lugar -y esto es algo que guarda relación con lo anterior- el peso relativo de los instrumentos de deuda frente al de los de capital es también distinto: a finales de 2015 la financiación neta de las empresas no financieras en los Estados Unidos era en tres cuartas partes instrumentos de capital (acciones y reservas), mientras que en Europa no llegaba al 50%.

Por tanto, en la UE existe, respecto de los EEUU, una mayor dependencia de la financiación bancaria y un menor peso de los fondos propios o capital en la financiación, lo cual tiene implicaciones relevantes, especialmente en fases de crisis y en momentos como el actual, de grandes transformaciones en la economía relacionadas con la innovación y las nuevas tecnologías.

Una mayor diversificación de las fuentes de financiación del sector privado, además de más profesionalidad y sofisticación en las entidades financieras y más competencia, con las consiguientes mayores posibilidades y mejores condiciones de financiación para las empresas -lo que facilita el crecimiento económico- hace a la economía más resistente y supone protección en situaciones de crisis, no digamos en caso de graves *shocks* financieros como el que vivimos hace unos años.

Esto lo pudimos observar en la diferente velocidad de salida de la última crisis. En EEUU la economía se recuperó más rápida e intensamente que en la UE. La drástica reducción del crédito bancario afectó a una porción mucho menor de la financiación de las empresas y la disponibilidad real de fuentes alternativas de financiación permitió un proceso de sustitución temporal de la financiación bancaria.

Y, por supuesto, no hace falta que señale las ventajas de que el sistema financiero facilite en la mayor medida posible la financiación con fondos propios, con capital, lo que, además de reducir los riesgos y problemas asociados al sobreendeudamiento, es crucial en el caso de los sectores más innovadores.

El proyecto de la UMC tomó forma a raíz de una consulta pública que lanzó la Comisión Europea en febrero de 2015 y que se sustanció en un Plan de Acción en septiembre de ese mismo año.

Concretamente, el Plan se estructuró en torno a 33 medidas en seis áreas prioritarias:

- Facilitar la financiación de las empresas de nueva creación (*start ups*) y en general pequeñas y medianas (por ejemplo, con medidas a favor del capital riesgo o analizando las mejores prácticas en cuanto a incentivos fiscales para inversiones en pymes o las posibilidades del crowdfunding).
- Facilitar a las empresas su acceso a los mercados organizados y la obtención de capital en ellos (por ejemplo, modernizando y simplificando la directiva de folletos).
- Fomentar las inversiones en infraestructuras, a largo plazo y sostenibles (por ejemplo recalibrando a tal efecto Solvencia II, la normativa de recursos propios de las compañías de seguros).
- Fomentar la inversión institucional y minorista (por ejemplo, con una regulación sobre planes de pensiones personales a nivel europeo o eliminando obstáculos a la distribución transfronteriza de fondos de inversión).
- Movilizar la capacidad del sector bancario para apoyar la economía (por ejemplo, con una normativa adecuada sobre titulizaciones STS o con un régimen europeo de *covered bonds* – cédulas hipotecarias, territoriales y similares).
- Y, por último, facilitar la inversión transfronteriza (por ejemplo, armonizando las normas sobre insolvencia empresarial o profundizando el sistema europeo de supervisión financiera).

En abril de 2016 la Comisión Europea publicó un primer informe para mostrar los progresos desde el lanzamiento del Plan de Acción.

En junio de 2017 la Comisión actualizó y complementó el Plan de Acción, reforzando las acciones existentes e introduciendo nuevas medidas como:

- Reforzar la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA).
- Revisar, haciéndolo más simple y proporcionado, el régimen prudencial de las empresas de servicios de inversión.
- Evaluar la posibilidad de un marco a nivel de la UE en lo relativo a licencias y pasaporte para actividades FinTech.
- Poner en marcha diversas medidas en materia de finanzas sostenibles.

En marzo de este año (2019), la Comisión Europea hizo de nuevo balance sobre el progreso de la UMC. De las 33 medidas inicialmente previstas se habían completado 20 y se había llegado a un acuerdo político sobre otras 10 de carácter legislativo, la mayor parte de las cuales se han completado en estos últimos meses de la Comisión Juncker.

Precisamente hace solo 3 días, el pasado viernes, el ECOFIN aprobó final y formalmente algunas de ellas (sobre los llamados mercados de crecimiento para Pymes; sobre “covered bonds”; sobre ESIs y en el área de las finanzas sostenibles, ámbito en el que se han aprobado dos reglamentos: uno sobre obligaciones de información y otro sobre índices de referencia relacionados con el cambio climático).

En todo caso, habrán advertido que la UMC no parece un proyecto demasiado estructurado. Se trata sobre todo de una marca, de un eslogan en el mejor de los sentidos, lanzado para impulsar mayor integración y eficiencia en los mercados financieros europeos mediante la identificación e implementación en torno a él de múltiples acciones, de diversa naturaleza y alcance, más o menos conectadas entre sí. Una técnica, más que de programación de agitación, que se ha utilizado muchas veces para impulsar la integración europea.

En definitiva, el objetivo de esa marca, del proyecto de la UMC, es galvanizar y orientar esfuerzos para que haya avances al objeto de que los mercados financieros europeos se integren de verdad, operen eficazmente al servicio de la financiación de la economía real, de la innovación y del crecimiento, y contribuyan a la estabilidad financiera.

Y, por supuesto, también se persigue que el mercado de capitales europeo esté de verdad al servicio de los ahorradores. En estos tiempos de bajos tipos de interés y de prolongación de la esperanza de vida tiene especial sentido hacer todo lo posible para que los ciudadanos europeos tengan a su disposición y utilicen las mejores posibilidades de inversión a largo plazo.

En todo caso, queda todavía mucho camino por recorrer y este es el momento en el que tenemos la necesidad de repensar y relanzar el proyecto tras haberse realizado buen número de las acciones de la primera fase y ante el “terremoto” que supone el Brexit: nada menos que la salida de la Unión del país que nos lideraba en este ámbito y del centro financiero absolutamente dominante.

El objetivo es seguir contando y reforzar en la Unión Europea unos mercados financieros eficientes y que compitan internacionalmente.

Y el momento es especialmente oportuno para repensar y relanzar el proyecto también por otras razones: ha pasado ya cierto tiempo, y tenemos ya algo de experiencia, desde que comenzaron a aplicarse MiFID II y otras importantes disposiciones del paquete normativo post-crisis financiera.

Por ello, hay que valorar muy favorablemente las recientes iniciativas de creación de grupos de expertos de alto nivel que aporten a esa reflexión, y que contribuyan en términos de impulso y rediseño.

- Hace sólo un mes, el 9 de octubre, publicó su informe un grupo de expertos de alto nivel (el Next CMU High-Level Group) creado en junio de este mismo año a iniciativa de los Ministros de Economía de Alemania, Francia y Holanda, grupo de expertos que finalmente incluyó también representantes de los restantes países europeos grandes o que cuentan con mercados de capitales de un cierto tamaño: Italia, Suecia, Polonia y España (en nuestro caso formó parte del grupo un ilustre barcelonés, David Vegara, ex Secretario de Estado de Economía, actualmente directivo del Banco de Sabadell).

La CNMV hizo llegar sus puntos de vista durante el proceso de consulta pública que lanzó el grupo de expertos y estamos analizando con mucha atención el informe.

- Y solo un día después, el pasado día 10 de octubre, la Comisión Europea, por su parte, lanzó una convocatoria para un nuevo grupo de expertos de alto nivel que tendrá que elaborar también un informe en un plazo de 8-10 meses sobre la nueva fase de la UMC.

Se trata de un comité que estará integrado por 28 expertos, que van a actuar a título personal y guiados por el interés europeo, representativos de los diversos segmentos de la industria y de los inversores.

Por supuesto, desde la CNMV estamos también siguiendo todo lo relacionado con este comité, que quedará constituido antes de fin de año. Hemos empezado animando a presentarse a varios posibles candidatos españoles.

Unas palabras más sobre el impacto del Brexit.

Dependiendo de cuál sea el desenlace final, de si hay acuerdo o no y de cuál sea el esquema de la relación definitiva de la Unión con el Reino Unido, es evidente que el Brexit obliga a los Estados miembros y a las instituciones de la Unión a hacer un esfuerzo adicional para asegurar un mercado de capitales europeo eficiente y capaz de competir internacionalmente con éxito.

Y está claro –cada vez más por cierto- que nos enfrentamos incluso a un riesgo de competencia regulatoria a la baja del Reino Unido una vez éste haya salido de la Unión. Algo que en cierto modo puede resultar chocante o paradójico ya que el Reino Unido ha sido el gran promotor de la regulación europea en el ámbito de los mercados de capitales.

Los aciertos y errores de la regulación europea son en gran medida un legado británico, lo que hace sorprendentes algunas voces al otro lado del canal de la Mancha, afortunadamente pocas, que están dando a entender que el Brexit puede ser una oportunidad para los británicos de liberarse de los, según esas voces, “excesos” de la regulación europea en el área de los mercados de valores y

los servicios de inversión, una regulación que algunas sería demasiado pesada y mecanicista, escasamente basada en principios que puedan aplicarse de modo flexible e inteligente.

(Por cierto que, más allá de la valoración general que puedan merecer estas críticas, está claro que en algunos casos carecen totalmente de fundamento. Pienso por ejemplo en los recientes problemas de liquidez que ha habido en ciertos fondos relevantes radicados en Reino Unido.

Ha habido quien, con ocasión ellos, ha criticado la regla del límite del 10% de inversión en activos no cotizados aplicable a las UCITS por considerarla una regla excesivamente simple y mecánica; pero resulta que dicha regla es una regla secundaria que solo fija un límite extremo, siendo lo fundamental en la normativa europea sobre UCITS en materia de liquidez la obligación de los gestores de UCITS de mantener carteras con un grado suficiente y coherente de liquidez y de contar con procedimientos que les permitan monitorizar y controlar la liquidez en todo momento. Nada más lejos de una aproximación simple y mecanicista.)

Déjenme también decirles, antes de referirme a algunas inquietudes o aspectos que en mi opinión deberían tenerse especialmente presentes en las próximas fases del proyecto de la UMC, que me parece una buena idea la expresada recientemente por algunos ministros europeos, entre ellos la ministra española Nadia Calviño, de cambiar el nombre a la UMC para subrayar la relevancia del proyecto para los ciudadanos europeos; por ejemplo, que pase a llamarse “Unión para la inversión y el ahorro”.

En este mismo sentido, en el informe del grupo de expertos al que me he referido, el publicado el 9 de octubre, se propone que el nombre del proyecto pase a ser “*Savings and Sustainable Investment Union*” (algo así como “Unión para el ahorro y la inversión sostenible”).

Sin más prolegómenos, paso a exponerles algunas inquietudes o ideas que en nuestra opinión deberían tenerse muy en cuenta en la próxima fase de la UMC:

- En primer lugar, un punto general de filosofía: la UMC no puede ser un proyecto que debilite los mercados financieros locales.

Pienso en concreto en mercados como el español, que tienen cierto tamaño y masa crítica. La UMC tiene como objetivo que la financiación a través de los mercados aumente en cuota y que llegue al mayor número posible de empresas, incluidas las pymes (concepto que por cierto el informe del grupo de expertos al que acabo de referirme propone acertadamente ampliar a efectos de las acciones dirigidas a facilitar la mayor participación de las empresas en los mercados financieros, hasta los 500 millones de euros de valor estimado de capitalización).

Para ello, es necesaria capilaridad y penetración; es necesario, desde luego, que en Europa haya un mercado de capitales integrado pero también que siga habiendo una pluralidad de mercados con masa crítica y ecosistemas completos (es decir, una pluralidad de centros financieros o mercados locales con un nivel significativo de actividad en todas o en la mayoría de los segmentos de la industria de servicios financieros, y capaces de atraer y retener un número suficiente de buenos profesionales en todas las áreas).

Esta idea es relevante pensando en cualquier nueva regulación y, en particular, a efectos de la revisión que habrá que hacer, tras un primer periodo de aplicación, de MiFID II, PRIIPS y otras normas.

Dos ejemplos.

Uno, la regla de “*unbundling*”, es decir, la regla de pago separado del análisis por los gestores a los bancos o empresas de servicios de inversión intermediarias, una regla que es muy difícilmente discutible en el plano de los principios pero que está reduciendo la oferta de análisis, especialmente la relativa a empresas medianas y pequeñas, y dificultando el desarrollo e incluso la supervivencia de buen número de *brokers* y entidades especializadas locales.

Dos, las reglas de MiFID II que tratan de promover que la mayor parte de la negociación siga realizándose de un modo especialmente transparente a través de las plataformas de negociación de los mercados organizados, de unos mercados que compitan de un modo leal. Se trata de reglas que en última instancia persiguen proteger la confianza en el mercado y la calidad de los precios y que deberían aplicarse de modo riguroso y que incluso que deberíamos reforzar.

La experiencia enseña, además -pensemos en el Brexit-, que no es prudente confiar en un centro financiero único o dominante. No es prudente tener todos los huevos en la misma cesta. En contra de algunas voces, creo firmemente que es posible una verdadera integración sin necesidad de que tengamos de nuevo en Europa uno (o quizás solo dos) centros financieros muy dominantes.

Y ni que decir tiene que, como parte de esos ecosistemas locales que la regulación debe fomentar, está también lo que me gusta llamar el factor supervisor. Una supervisión más integrada de los mercados de capitales en Europa no necesariamente significa más centralización. Es importante que países como España sigan contando con un supervisor robusto y con competencias relevantes a nivel local.

ESMA está haciendo un gran trabajo como regulador común o central en la Unión Europea y estamos de acuerdo en que debería ejercer algunas funciones adicionales de supervisión directa, como las que acaban de atribuírsele de supervisión de índices de referencia críticos o de reconocimiento y supervisión de infraestructuras, principalmente cámaras de contrapartida central, de terceros países declaradas equivalentes, pero en mi opinión debe centrarse, aún más y sobre todo, en promover la coordinación y la convergencia supervisora, no en supervisar más áreas de modo directo.

- Una segunda inquietud es que el proyecto de la UMC no debe prestar solo atención al ámbito estricto de la regulación financiera. Debe entrar de verdad también en el área fiscal, que es como “el elefante en la habitación”. Si queremos unos mercados realmente interconectados e integrados, hay que atacar con seriedad el ángulo fiscal, un aspecto en el que hasta ahora no se ha pasado de análisis preliminares y declaraciones.

Es necesaria armonización fiscal en el ámbito de los productos y servicios financieros y en general en la tributación del ahorro. Es

impresionante cómo influye la normativa fiscal en la estructura del mercado en los diferentes países europeos y en particular en el modo en el que se comercializan en cada uno de ellos los productos de inversión.

En Francia, por ejemplo, más del 80% de los fondos de inversión se distribuyen a través de productos con componente de seguro lo que supone una gran diferencia del mercado francés, por ejemplo, con el español. Y las diferencias en cuanto al tratamiento fiscal de las inversiones en pymes o del capital riesgo, capital privado o inversiones alternativas son enormes.

Por no mencionar las dificultades que ha habido para armonizar mínimamente desde el punto de vista fiscal el nuevo producto paneuropeo de pensiones individuales (PEPP) contemplado en el reciente Reglamento UE de junio de 2019, un instrumento que está todavía pendiente de detalles e implementación y que podría ser muy interesante para promover más inversión en los mercados por parte de los ciudadanos europeos, y que también puede contribuir a crear una cultura común o, al menos, una cultura más parecida de ahorro e inversión a largo plazo en toda la Unión.

El informe del grupo de expertos al que me he referido llama la atención afortunadamente también sobre la importancia de estas cuestiones de fiscalidad, refiriéndose por ejemplo a la necesidad de un procedimiento común que asegure el rápido y eficiente abono de cantidades retenidas a los inversores que tengan derecho a su devolución.

- En tercer lugar, es necesario que el proyecto de la UMC ponga el acento en la convergencia de las prácticas de supervisión.

Por un lado, en un mercado verdaderamente integrado, no puede haber autoridades supervisoras que compitan a la baja de un modo desordenado o desleal. El nivel de la supervisión debe ser suficientemente alto y similar en toda la Unión.

Aquí es crucial el papel de coordinación y de promoción de la convergencia supervisora de ESMA y el uso efectivo y desarrollo de las herramientas de que disponemos: el mecanismo de infracción del Derecho de la Unión (que permite a ESMA, con la intervención de la Comisión Europea, dirigirse directamente a cualquier participante del mercado obligándolo a cumplir las normas europeas); los colegios y redes de supervisores; las revisiones inter pares (*peer reviews*); las directrices, opiniones y preguntas y respuestas, etc.

Por otro lado, es necesario prestar más atención a la prestación transfronteriza de servicios de inversión, en particular a inversores minoristas, para que sea objeto de supervisión efectiva, como lo son los servicios financieros que se prestan a nivel local.

La regulación europea vigente atribuye en exclusiva la competencia para supervisar a la autoridad del país de origen, que está afectada por un claro problema de incentivos cuando supervisa la actividad de sus entidades fuera de su territorio y que muchas veces no cuenta siquiera con la capacidad adecuada para ello.

Pienso en ámbitos como el de la comercialización de CFDs (contratos por diferencias), que como saben se realiza en gran medida, telefónicamente o principalmente a través de internet, por entidades radicadas en Chipre y otros países.

Yo creo que el principio del “*home country*” está configurado y opera en la legislación europea de un modo demasiado radical en el ámbito de los servicios de inversión y que probablemente habría que modularlo, pero, en todo caso, este principio, incluso si es entendido de un modo radical, es perfectamente compatible con que haya un amplio y continuo intercambio de información y cooperación entre el home y el host country. Se trata de asegurar igualdad en las condiciones de competencia y siempre un nivel de supervisión adecuado.

- Por último, creo que hay áreas en las que es urgente, no solo deseable, regulación unificada a nivel europeo. Por ejemplo, en relación con el crowdfunding, que por esencia y vocación es transfronterizo, o en el ámbito de los criptoactivos.

Finalmente, me gustaría mencionar un tema que, en mi opinión, debería estar también presente en la agenda de reforma de la Unión en este ámbito de los mercados de capitales en la próxima fase: la necesidad de fomentar el acceso de más empresas a los mercados organizados de valores.

Pienso en particular en el mercado de acciones, en las salidas a bolsa, aspecto en el que insiste también el reciente informe del grupo de expertos.

En la primera fase de la UMC se han hecho algunos esfuerzos para simplificar la regulación en puntos concretos con este objetivo, pero no han sido suficientes.

Desde el punto de vista de los intereses generales hay muchas razones a favor de que las empresas coticen:

- Es deseable, y a ello responde el proyecto de la UMC como ya he dicho, un mayor desarrollo del mercado de capitales y un *mix* más equilibrado entre financiación bancaria y financiación a través de los mercados, y todos sabemos que la cotización de las empresas en mercados organizados, regulados o SMNs, es en gran medida la base de todo lo demás.
- Salir a cotizar implica también, además de más y mejor financiación, más transparencia y más *accountability* (es decir, más explicación o rendición de cuentas sobre lo que uno hace) incluso desde un punto de vista social; es un factor de profesionalización de la gestión que impulsa el crecimiento y ambición de las empresas...
- E incluso hay un elemento democrático en que las empresas coticen: hacer posible que pueda invertir en ellas directamente cualquier ciudadano.

En la actualidad estamos atravesando, desde luego en España pero también en el resto de Europa, una fase de escasez de salidas a bolsa, que parece claramente relacionada con dos factores:

- La situación de los mercados, especialmente afectados en estos tiempos por incertidumbres (ambiente de fin de ciclo, *Brexit*, negociaciones comerciales, incertidumbres geopolíticas, etc.).
- La competencia del capital riesgo y en general del capital privado, que determina que muchas empresas no opten por cotizar o retrasen el momento.

Lo que no quita para reconocer que el desarrollo del capital riesgo y en general del *private equity* es un fenómeno que tiene aspectos muy positivos. De hecho, una de las principales recomendaciones del grupo de expertos al que me vengo refiriendo ha sido también que tenemos que promover el capital riesgo y el capital privado con más ambición, destacando que sería muy positivo contar en Europa con muchos más fondos grandes, a imagen y semejanza de los EEUU, donde el capital riesgo es considerado una de las causas de la proliferación y consolidación de nuevas empresas tecnológicas y en general de la innovación.

Pero el capital privado, el *private equity*, compite fuertemente con la opción de salir a bolsa. Compite

- en precio (entre otras cosas porque tiende a considerar al poner precio la expectativa de una gestión más radicalmente centrada en la creación de valor),
- y en aspectos de proceso: los procesos de salida a bolsa, sobre todo los que se refieren a compañías de cierto tamaño, son demasiado complejos y duran demasiado, lo que es una gran desventaja competitiva frente al capital privado especialmente en un contexto de mercados afectados por grandes incertidumbres como el actual.

A pesar de este panorama, es importante buscar fórmulas para hacer más atractivo y animar a las empresas a salir a cotizar, incluidas pequeñas y medianas. Lo que incluye, por supuesto, evitar toda regulación que vincule sin necesidad a la condición de empresa cotizada el deber de cumplir requisitos u obligaciones.

Comparto plenamente que este debería ser un objetivo muy relevante en la nueva fase de la CMU.

Concluyo. La salida del Reino Unido de la Unión Europea supone un gran desafío desde el punto de vista de la fortaleza y del proceso de integración de los mercados financieros en Europa, como también lo suponen la prolongada situación de incertidumbre debida a causas como la guerra comercial o algunos efectos todavía no superados de la crisis financiera.

Pero hay que hacer de la necesidad virtud. Es el momento, más que nunca, de impulsar una verdadera Unión del Mercado de Capitales.

Muchas gracias de nuevo al Cercle financiero y a todos ustedes por su atención.