Nota de debate del Fondo Monetario Internacional sobre una Unión del Mercado de Capitales para Europa. Octubre 2019.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) **ha publicado una nota de debate sobre una Unión del Mercado de Capitales** (UMC) **en Europa**. Este documento, partiendo de un análisis de la situación en Europa y de la cuantificación de algunos de los costes de la fragmentación de los mercados de capitales, así como de los resultados de una encuesta entre supervisores, participantes de los mercados y asociaciones, sopesa los beneficios que una UMC tendría para esta zona, identifica los principales obstáculos o problemas que existen para, en su opinión, lograr la Unión mencionada y recomienda un conjunto de iniciativas dirigidas a superar dichos obstáculos.

La nota de debate, redactada por el personal técnico del FMI, tiene como finalidad generar comentarios y **fomentar el debate** sin que las opiniones expresadas en la misma representen necesariamente a este organismo.

I. PLANTEAMIENTO INICIAL

LA SITUACIÓN EN EUROPA

Los mercados de capitales son **relativamente pequeños en tamaño** en la Unión Europea (UE) con una fuerte dependencia de la financiación bancaria. Los hogares europeos han preferido tradicionalmente los depósitos bancarios sobre la inversión en valores lo que, junto con los sistemas públicos de pensiones, han dejado un estrecho margen al desarrollo de la gestión de carteras de valores privada. El sector más grande del mercado de capitales en la UE son los fondos de inversión, en particular los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (*hedge funds* y fondos de *private equity* tienen menor relevancia), seguido de seguros de vida y fondos de pensiones privados. Además, los mercados de capitales europeos están fragmentados entre los distintos Estados miembros y los ahorradores e inversores focalizados principalmente en los mercados domésticos.

El ***Brexit*** va a tener un impacto en la estructura de los mercados de capitales europeos: la migración de actividad desde Londres a la UE va a requerir la actualización de las infraestructuras financieras y la inevitable reducción del tamaño del mercado europeo puede afectar a la liquidez y al funcionamiento de los mercados así como aumentar los costes.

COSTES DE LA FRAGMENTACIÓN DEL MERCADO

La fragmentación del mercado de capitales tiene unos costes económicos importantes y cuantificables. **El coste** (tipo de interés de la deuda o de los préstamos) **y la posibilidad de financiación de las empresas depende en gran medida de su país de constitución**, lo que deja a las empresas en algunos países en grave desventaja frente a otras. La dependencia bancaria impide la financiación de empresas dinámicas que, en algunos casos, **no pueden aportar garantías sobre bienes tangibles** (inmuebles u otros activos) para la obtención de un préstamo, con el consiguiente perjuicio para la innovación y el crecimiento. **La limitada inversión en carteras de valores transfronterizas** provoca que el inversor local sea muy sensible a las condiciones económicas locales.

La **integración** traería la **posibilidad de beneficios macroeconómicos poderosos**: más opciones de financiación en condiciones de competencia e igualando los costes en la UE, mayor acceso al capital riesgo y mayores posibilidades de diversificación de las inversiones.

BARRERAS PARA LA INTEGRACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES

El personal técnico del FMI realizó una **encuesta entre 21 reguladores y algunos de los más relevantes participantes de los mercados** cuyas respuestas permitieron identificar **tres obstáculos principales** para la UMC cuya eliminación traería beneficios económicos medibles: la **insuficiente transparencia de los emisores** cotizados y no cotizados, la **deficiente y desigual calidad normativa** en distintos Estados Miembros así como los

deficientes regímenes de insolvencia en algunos de ellos. **Otras debilidades** identificadas en la encuesta son: la **débil calidad de las auditorías**, la **excesiva complejidad de los procedimientos para recuperar la retención de impuestos** y **las tasas impositivas excesivamente altas sobre intereses y ganancias de capital**. En cuanto a la **mejor manera de actualizar la supervisión**, la opción de la supervisión centralizada (quizá influida por el precedente en el ámbito bancario) tuvo bastante apoyo, al igual que el establecimiento de un organismo único de protección del consumidor para el área del euro.

Previamente a esta nota, se llevó a cabo un **análisis empírico que cuantifica el impacto de reducir las barreras identificadas** en la encuesta. Uno de los hallazgos del análisis es que unas mejores tasas de recuperación (tanto para deuda como para capital) sirven de estímulo a las reclamaciones transfronterizas.

II. CUESTIONES NORMATIVAS Y EL PLAN DE ACCIÓN DE LA UNIÓN EUROPEA

Para la creación de una UMC, el FMI considera clave una **mejora en la regulación del sector**, especialmente de los procedimientos de insolvencia **sobre la base del principio de proporcionalidad**. Entre las ideas clave que recoge la nota de debate se mencionan las siguientes:

.- El **enfoque normativo** en la UMC **no debería centrarse en la supervisión prudencial**, a diferencia del sector bancario donde se prioriza esta, **sino en la supervisión de la conducta y del cumplimiento normativo** (*market discipline*) para garantizar la protección de los inversores. Sin embargo, algunas entidades son sistémicas y exigen una estricta supervisión prudencial como, por ejemplo, las entidades de contrapartida central (CCPs, por su acrónimo en inglés). Asimismo, la normativa también garantiza cierta supervisión prudencial dirigida a los principales inversores institucionales.

.- **Unos procedimientos de insolvencia eficientes son importantes** para permitir maximizar el valor de recuperación y la reorganización eficiente de las empresas así como la capacidad de los acreedores de ejecutar sus garantías y establecer una prelación de créditos clara. Es preferible una intervención temprana antes de que el patrimonio se agote.

.- **Un marco jurídico general sólido para realizar actividades mercantiles es también relevante**: adecuada protección del derecho de propiedad, derecho contractual y corporativo sólidos, protección de los accionistas minoritarios, estándares sólidos de contabilidad y auditoría, normas tributarias transparentes y robustos procedimientos de ejecución forzosa de las obligaciones.

En cuanto a la situación concreta de la UE, el FMI destaca lo siguiente:

.- **La supervisión** del mercado de capitales en la UE **es principalmente tarea de las autoridades nacionales competentes** (ANC) mientras que la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por su acrónimo en inglés) tiene la tarea de promover la convergencia supervisora entre estas y la supervisión directa de ciertas entidades (agencias de calificación crediticia y registros de operaciones). No todas las ANC tienen la misma capacidad y los mismos poderes para llevar a cabo la supervisión. Por ejemplo, el *self-placement* (venta por los bancos de sus propios valores) o la administración pasiva de fondos son dos casos recientes en los que se ha detectado la falta de actuación supervisora por parte de algunas ANC.

.- **El *single rule book* es el nombre por el que se conoce al compendio normativo que comprende normas de nivel 1** (directivas y reglamentos), **nivel 2** (actos delegados) **y nivel 3** (directrices no vinculantes emitidas por las Autoridades Europeas de Supervisión – ESAs, por su acrónimo en inglés – para garantizar una aplicación nacional coherente de las medidas de nivel 1 y nivel 2) aplicable en el ámbito del mercado de capitales de la UE. **Sin embargo, las diferencias normativas significativas entre los Estados Miembros persisten** por las opciones y discrecionalidades que permiten las directivas y por el silencio en algunas cuestiones. Además, solo la mitad de los Estados Miembros de la UE han transpuesto todas las directivas relevantes.

.- **Las relaciones con terceros países se basan en un proceso de equivalencia** en virtud del cual la Comisión Europea (CE) evalúa si la regulación, supervisión y aplicación de esta por los terceros países cumplen con los estándares de la UE.

.- El **Plan de acción** (2015) de la UE para el desarrollo de la UMC, revisado a mediados de 2017, ha supuesto algunos avances. **Los progresos más notables son** los siguientes: 1) el **Reglamento de folletos**, que pretende facilitar el acceso al mercado para emisores pequeños otorgando un pasaporte al folleto para su distribución en toda la UE; 2) el **Reglamento sobre titulización** simple, transparente y estandarizada, que facilita la obtención de financiación no bancaria por las pymes; 3) el **Reglamento sobre capital riesgo**, que abarca a los gestores cuyos activos bajo administración exceden el límite anterior de 500 millones de euros y considera como "inversión

cualificada" a entidades no cotizadas con hasta 500 empleados y 4) la **Directiva sobre reestructuración preventiva e insolvencia**, que regula las suspensiones de ejecución para preservar el negocio y la adopción de planes de reestructuración aunque, según el FMI, guarda silencio sobre un tema clave como es la prelación de créditos.

.- Otros proyectos del Plan de acción en curso pendientes de publicación son: 1) la **Directiva y Reglamento relativos a la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión** (ESI), que exige que las que tengan activos de más de 30 mil millones de euros (incluidas las filiales) deben obtener una autorización bancaria y, si se encuentra en la zona del euro, estar bajo la supervisión del Mecanismo Único de Supervisión (MUS); 2) el **Reglamento sobre un producto paneuropeo de pensiones individuales** (PEPP, por su acrónimo en inglés), que proporciona más opciones para ahorrar en el momento de la jubilación y facilita la movilidad laboral dentro de la UE; 3) la modificación de los **Reglamentos relativos a la creación de las Autoridades Europeas de Supervisión** que fortalece las herramientas de convergencia supervisora (entre ellas, la determinación de hasta dos prioridades supervisoras de importancia para toda la UE) y amplía las áreas en las que ESMA tiene supervisión directa (coordinación en relación con órdenes, operaciones y actividades sospechosas con efectos transfronterizos y autorización y supervisión de administradores de índices de referencia críticos de la UE y de administradores de índices de terceros países al igual que de proveedores de servicios de suministros de datos que operen a nivel transfronterizo). Algunos aspectos clave de las propuestas originales de la CE no se han mantenido en la versión final de la revisión de las ESAs, en particular, la independencia de los miembros de los consejos de administración o la aprobación de ciertos folletos de la UE y de terceros países y 4) la modificación del **Reglamento EMIR sobre los procedimientos de autorización de las CCPs** (EMIR 2.2) para fortalecer los poderes de ESMA respecto a las de la UE y las de terceros países. (A fecha de este número del Boletín todas estas iniciativas normativas han sido aprobadas, faltando su publicación oficial).

III. PASOS ULTERIORES PARA LA INTEGRACIÓN

El FMI parte de que la armonización tributaria está, por el momento, fuera del alcance de los Tratados de la UE, por lo que es un tema que no se plantea en el corto plazo. Sin embargo, para maximizar el impacto del estudio este organismo considera **tres conjuntos específicos de iniciativas centradas en los principales obstáculos identificados en la encuesta y en el análisis empírico.** Estos son los siguientes:

1) Propuestas para mejorar la transparencia y la divulgación de información

.- **Requerir informes centralizados, estandarizados y obligatorios para todos los emisores, independientemente de su tamaño, de forma continua** en tres pasos: 1) ESMA pondría la información recopilada de los registros nacionales en una plataforma central; 2) ESMA recibiría los estados financieros directamente de los emisores y 3) ESMA revisaría la información remitida conforme a estándares contables comparables. Este aumento de transparencia tendría un impacto directo sobre la formación de precios y la eficiencia del mercado.

.- **Aumentar la transparencia de las empresas no cotizadas**. Para ello, el Sistema de Interconexión de Registros Mercantiles es un buen esfuerzo conjunto del que forman parte 25 registros mercantiles nacionales que se han vinculado desde 2016 a través del portal europeo de justicia electrónico. En este punto debería revisarse la prohibición de MIFID II de agregar los costes de los estudios/análisis de inversiones (*blunding research*) en las comisiones de ejecución para evaluar si dicha prohibición puede desincentivar los análisis sobre emisores pequeños y pymes.

.- **Simplificar los procedimientos de devolución de la retención de impuestos transfronterizos mediante las tecnologías digitales**. Un solo portal de procesamiento electrónico y una mayor estandarización de formularios podrían simplificar las devoluciones de impuestos.

2) Propuestas para mejorar la regulación y la supervisión basadas en el principio de proporcionalidad

.- **Establecer una supervisión mixta entre la nacional y la centralizada o una especie de MUS para las entidades sistémicas como las CCPs y las ESI de mayor tamaño**. En el caso de las CCPs, ESMA y el BCE deberían compartir poderes de supervisión conjuntamente con las ANC pertinentes para garantizar la aplicación rigurosa de EMIR y la contención del riesgo sistémico. Por otro lado, las CCPs, tengan o no autorización bancaria, deberían disfrutar de acceso a los servicios de los Bancos Centrales para colocar depósitos y obtener liquidez. Adicionalmente, en el caso de las ESI sistémicas para el área del euro, el BCE también debería tener poderes de supervisión y ESMA podría tener una función de coordinación.

.- **Actualizar las herramientas de convergencia supervisora de ESMA para mejorar la protección a los inversores en toda la UE**, debiendo explorarse la opción de un consejo de administración independiente para la toma de decisiones en materia de convergencia normativa y supervisora.

.- Introducir cambios para **mejorar la portabilidad y la rentabilidad del nuevo PEPP** paneuropeo.

.- **Mantener una estrecha cooperación con terceros países**, especialmente con el Reino Unido posterior al *Brexit*, dada la naturaleza global de los mercados de capitales.

3) Propuestas para mejorar los procedimientos de insolvencia

.- **Garantizar, como primer paso, que las posibles reformas se basen en la recopilación y análisis de datos fiables**, utilizando la información de que se disponga, en virtud de la Directiva sobre reestructuración e insolvencia, sobre ejecuciones de deuda e insolvencia corporativa.

.- **Desarrollar unos estándares mínimos para los procesos de insolvencia corporativa y ejecución de las deudas**, en los que se estableciera una prelación de créditos unificada para toda la UE o mejores mecanismos de ejecución de garantías reales.

.- **Realizar un seguimiento sistemático del cumplimiento de tales estándares por la CE**, lo que permitiría conocer el progreso de cada Estado Miembro (*name and shame*).

IV. CONCLUSIONES

En opinión del FMI el avance hacia la UMC requerirá voluntad política para superar la diferencia entre la retórica política de apoyo de los Estados Miembros y su irregular disposición a actuar. La UMC debe complementar (no desplazar) la Unión bancaria y ambas lograr la Unión financiera en la UE.

Además, propone que la integración financiera vaya acompañada de responsabilidad fiscal y reformas estructurales que permitan avanzar en la convergencia de la productividad y del ingreso per cápita en toda la UE, siendo necesarios ajustes fiscales y reformas en el mercado laboral y de los productos financieros en algunos Estados Miembros para mejorar su atractivo como destinos de inversión.

Finalmente, concluye que aunque la UMC ofrece la promesa de facilitar los flujos de capital es la relación riesgo/rendimiento de la inversión lo que determinará la decisión de los inversores.

Enlace de interés:

Nota de debate del Fondo Monetario Internacional sobre una Unión del Mercado de Capitales para Europa