



Informe final del Foro de alto nivel sobre la Unión de los Mercados de Capitales. Boletín Internacional de noviembre de 2020.

La Comisión Europea (CE) constituyó en noviembre de 2019 el denominado “*High Level Forum on the Capital Markets Union*” (HLF), compuesto por expertos de alto nivel del área de los servicios financieros, cuyo cometido ha consistido en la redacción de un informe en el que se identifican los principales obstáculos y los pasos que hay que dar para profundizar en la Unión de los Mercados de Capitales (UMC).

Su actividad se organizó, principalmente, en tres sub-grupos centrados en las siguientes materias: (1) la creación de un ecosistema que permita una mayor captación de capitales a nivel transfronterizo, en particular prestando especial atención a las necesidades de financiación de las pymes innovadoras; (2) el desarrollo de una arquitectura para los mercados de capitales que favorezca el uso de las nuevas tecnologías y (3) la promoción de una mayor participación de los inversores minoristas en los mercados de capitales.

El informe final, publicado en junio de 2020, recoge 17 recomendaciones agrupadas en torno a los cuatro siguientes objetivos: (1) la creación de un entorno para los negocios dinámico y competitivo; (2) unas infraestructuras del mercado más sólidas y eficientes; (3) una mayor participación de los inversores minoristas en los mercados de capitales y (4) la superación de ciertas barreras en el mercado interior.

A su vez, el informe contiene un breve análisis de los factores más relevantes que afectan en la actualidad a la economía de la Unión Europea (UE) y que hacen imprescindibles unos mercados de capitales perfectamente integrados. El primero de ellos, como no podía ser de otra manera, es la pandemia provocada por el COVID-19. El HLF reconoce que el sector público carece del músculo financiero suficiente para hacer frente a todas las inversiones que la recuperación requiere. Asimismo, afirma que la concesión de préstamos por parte del sector bancario no será suficiente para cubrir las necesidades de financiación de muchas empresas afectadas por esta situación. Por ello, en su opinión, la financiación mediante capital (fundamentalmente acciones) puede ser la alternativa más adecuada para cubrir estas necesidades. El informe menciona como segundo factor a tener en cuenta el Brexit y destaca que este evento puede incrementar la dependencia de nuestra economía en mercados de capitales situados fuera de la UE, con el consiguiente coste y riesgo que ello implica.

Por último, señala que la UMC contribuirá en la consecución de algunos de los principales retos identificados por el actual equipo de la CE y que constituyen el eje central de su política como el crecimiento sostenible (Nuevo Pacto Verde), la digitalización, el fortalecimiento del papel internacional del euro, un sistema de pensiones suficientemente desarrollado o ayudar a completar la Unión Bancaria.

Creación de un entorno para los negocios competitivo y dinámico

El HLF reconoce que la financiación basada en los mercados (*market-based financing*) es reducida en la UE. Además, destaca el descenso en el número de ofertas públicas debido, entre otras razones, a que resultan

excesivamente onerosas.

Asimismo, el HLF identifica como uno de los principales obstáculos para fomentar la inversión que los inversores puedan acceder a la información de las compañías y que esta resulte comparable. Por ello, con el objetivo de facilitar su acceso, una de las propuestas más destacadas de su informe es la creación de un **punto de acceso único de la información financiera y sobre sostenibilidad de las compañías**. Además, el HLF propone encomendar a ESMA el diseño de la estructura necesaria.

En segundo lugar, el HLF opina que los **fondos de inversión europeos a largo plazo** constituyen el vehículo adecuado para hacer llegar la financiación a compañías no admitidas a negociación, pequeñas y medianas empresas cotizadas (*listed SMEs*), proyectos de infraestructura e, incluso, objetivos de inversión sostenible. Con el propósito de fomentar su desarrollo, el HLF recomienda a la CE: (1) llevar a cabo ciertas modificaciones normativas como reforzar el pasaporte ELTIF, favorecer una mayor participación de los inversores minoristas, ampliar el ámbito de los activos elegibles y dotar de una mayor flexibilidad a los reembolsos o incentivos fiscales y (2) simplificar su normativa fiscal aplicable y/o conceder un tratamiento fiscal favorable.

En tercer lugar, el HLF considera importante **facilitar que los inversores institucionales** (como los bancos o compañías aseguradoras) **inviertan en los mercados de capitales**, en particular en acciones -incluidas las de las pymes-, ya que con ello se consigue ampliar la base inversora de las compañías. En consecuencia, el HLF recomienda a la CE llevar a cabo las siguientes modificaciones normativas: 1) una revisión de la calibración de los requisitos de capital y de los riesgos en Solvencia II que libere recursos de las compañías aseguradoras para que estas puedan invertir en acciones y 2) una revisión de las disposiciones de Basilea III aplicables a la actividad de creación de mercado e inversiones a largo plazo en acciones de pequeñas empresas que realizan los bancos y otras entidades que no son bancos.

En cuarto lugar, el HLF reconoce el importante papel que desempeña la **titulización** al reducir el riesgo de crédito que soportan los bancos, permitiéndoles liberar recursos que puedan destinarse a la financiación de pymes o a apoyar la transición hacia una economía más sostenible. En particular, el HLF propone a la CE la revisión del marco jurídico de la titulización con los siguientes fines: (1) simplificar el proceso de evaluaciones de transferencias de riesgos significativos; (2) ajustar el tratamiento prudencial de la titulización para los bancos y compañías aseguradoras; (3) apoyar el desarrollo de la titulización sintética; (4) reevaluar la elegibilidad de la titulización para objetivos relacionados con la liquidez y (5) simplificar las obligaciones de divulgación.

En quinto lugar, el HLF reconoce que la carga administrativa y el coste de cumplimiento que tienen que soportar las pymes si solicitan su **admisión a un centro de negociación** son elevados. Por ello, con el fin de facilitar el acceso de estas compañías a estos centros, este foro recomienda a la CE llevar a cabo ciertas modificaciones normativas en materia de folletos, abuso de mercado y MiFID II. En concreto, propone: (1) clarificar mejor lo que es información preliminar y lo que es información privilegiada, concretando qué tipo de información da lugar a cumplir con la obligación de divulgación así como determinar las obligaciones de divulgación aplicables a los listados de sujetos con acceso a información privilegiada o a las operaciones de los directivos (*managers' transactions*); (2) eximir a los *brokers* de la obligación de cargar por separado las tasas por ejecución de operaciones de las relacionadas con los informes de análisis financieros sobre pymes; 3) ampliar la definición de pymes; 4) introducir un régimen transitorio opcional de cumplimiento normativo aplicable a las nuevas compañías cotizadas; 5) apoyar el desarrollo de índices para pymes; 6) revisar los umbrales para requerir un folleto y 7) simplificar los IFRS aplicables a las pymes.

Por último, el HLF recomienda a la CE revisar la normativa vigente y determinar a cuáles **cripto-activos**, por tener la consideración de instrumentos financieros, resulta aplicable así como proponer nueva normativa para aquellos que queden fuera del marco jurídico existente.

La creación de unas infraestructuras del mercado más sólidas y eficientes

En materia de **infraestructuras del mercado**, el informe inicialmente identifica cuáles son los principales obstáculos para su desarrollo. En particular, el documento destaca que (1) la fragmentación de las infraestructuras de post-negociación de la UE impide el desarrollo de economías de escala; (2) los depositarios centrales de valores continúan encontrándose con obstáculos para prestar sus servicios transfronterizamente y (3) los inversores finales tienen dificultades para ejercer los derechos derivados de la propiedad de sus valores como consecuencia de la variedad de regímenes nacionales que los regulan, lo cual desincentiva la inversión transfronteriza.

En consecuencia, el HLF recomienda para superar las barreras detectadas: (1) a la CE revisar el Reglamento sobre depositarios centrales de valores en materia de pasaporte así como mejorar la convergencia en la supervisión que realizan las autoridades nacionales competentes; (2) al Banco Central Europeo y bancos centrales nacionales facilitar el acceso a monedas no domésticas dentro del Espacio Económico Europeo y (3) para facilitar el uso de las nuevas tecnologías en el ejercicio de los derechos de los accionistas, la adopción de una definición armonizada de accionista, modificar la normativa existente con el objeto de clarificar y armonizar la interacción entre inversores, intermediarios y emisores al igual que los procesos de acciones corporativas y por último, en cooperación con las ANC, facilitar el nivel de implicación de los accionistas y mejorar la eficiencia de los procesos de acciones corporativas.

El informe también señala que el avance de la **transformación digital del sector financiero** dependerá de lo seguro que resulten las infraestructuras de la tecnología de información y comunicaciones (*information and communications technology -ICT-*), en particular los servicios en la nube. Por ello, el HLF propone a la CE las siguientes medidas: (1) la redacción de cláusulas con estándares mínimos de carácter voluntario; (2) la adopción de un marco normativo que armonice el uso seguro de estos servicios y (3) favorecer el establecimiento de proveedores de servicios en la nube en la UE.

El HLF, sin embargo, manifiesta ciertas reservas en cuanto a la creación de un **proveedor de datos consolidado europeo** y señala que, previamente, sería necesario estudiar si su establecimiento favorecería una mayor captación de capital. Además, opina que su creación requeriría la obtención de más datos así como mejorar su calidad y su estandarización.

Fomentar la participación de los inversores minoristas en los mercados de capitales

El informe final reconoce que la implicación de los inversores en los mercados de capitales es limitada, fundamentalmente por su aversión al riesgo así como por su falta de cultura financiera y de confianza.

Igualmente, el HLF muestra su preocupación por la limitada inversión de los europeos en **planes de pensiones**, aunque espera que el nuevo producto de pensiones personales pan-europeas cambie esta trayectoria. Además, considera que los fondos de pensiones constituyen una pieza clave para el desarrollo de la financiación basada en los mercados. Por ello, con el fin de promover el desarrollo de estos productos recomienda a la CE: (1) crear un panel (*dashboard*) para medir el progreso de los Estados miembros en la adecuación y sostenibilidad de las pensiones; (2) el desarrollo de sistemas de seguimiento personal para los individuos (*pension tracking systems for individuals*) y (3) introducir sistemas de auto-inscripción (*auto-enrolment systems*).

Adicionalmente, en opinión del HLF, un elemento clave para mejorar la confianza de los inversores en los mercados de capitales y fomentar su participación es la **educación financiera**. En consecuencia, recomienda a la CE la adopción de medidas en apoyo de las iniciativas que lleven a cabo los Estados miembros en esta materia como, por ejemplo, mediante la creación de un marco en competencia financiera. Asimismo, recomienda revisar los procedimientos de reclamaciones colectivas o fomentar el uso de los *employee share ownership schemes*.

Otro elemento que, en opinión del HLF, aumentaría la confianza de los inversores en los mercados de capitales es la mejora de la calidad del asesoramiento. Para ello, este grupo recomienda a la CE: (1) adoptar iniciativas que alineen las normas sobre incentivos en la normativa sectorial así como mejorar su transparencia; (2) estudiar el papel de los incentivos en el asesoramiento y las ventas, incluido el impacto de los incentivos en los servicios de solo ejecución; (3) introducir un certificado y una etiqueta de calidad pan-Europea para los asesores financieros; (4) crear una nueva categoría de inversores cualificados no-profesionales; (5) la revisión del Reglamento de PRIIPs así como la revisión en profundidad de las normas que tratan la divulgación de información y (6) considerar medios para promocionar el desarrollo de instrumentos de comparación digital independientes.

Por último, el HLF reconoce que una de las principales ventajas que el *open finance* aporta a los consumidores es el permitirles tener una visión de conjunto de su situación financiera y pide que el intercambio de información que está teniendo lugar en la actualidad entre bancos y proveedores de servicios de pagos se extienda también a otros productos. En particular, el HLF solicita a la CE introducir un marco normativo armonizado con relación al *open finance*.

La superación de ciertas barreras del mercado interior

En cuanto a la actividad transfronteriza del mercado interior en el ámbito de los servicios financieros, el HLF idéntifica el régimen fiscal y los regímenes de insolvencia y supervisión como principales obstáculos para alcanzar un mercado de capitales integrado.

En **materia fiscal** recomienda a la CE que realice una propuesta normativa mediante la que introduzca un sistema estandarizado único de derechos de retención en la fuente (*relief at source of withholding tax*). En materia de **insolvencia** el HLF propone a la CE la adopción de una propuesta normativa que contenga la armonización de ciertos aspectos del régimen aplicable a las compañías que no sean bancos así como la adopción de otras iniciativas en colaboración con EBA.

En el ámbito de la **supervisión**, el HLF recomienda a la CE aumentar la competencia de ESMA y EIOPA en materia de convergencia supervisora, reformando para ello su gobernanza y reforzando los poderes y herramientas que actualmente tiene a su alcance. También propone atribuirles más poderes para la gestión de crisis. Incluso, el informe sugiere reflexionar sobre cuáles directivas conviene que pasen a ser reglamentos.

Otras medidas

Otras medidas que, en opinión del HLF, ayudarían a profundizar en la UMC son: (1) un régimen de activos seguros (*safe assets*); (2) medidas para reforzar el marco legal de blanqueo de capitales y evasión de impuestos; (3) la creación de un mecanismo de resolución de disputas pan-europeo; (4) medidas para fomentar la cooperación regional de operadores de infraestructuras del mercado de pequeño tamaño; (5) medidas para mejorar la buena gobernanza corporativa; (6) reconsiderar el tratamiento preferencial que tiene actualmente la deuda respecto de las acciones y que limita las inversiones en estas últimas y (7) el establecimiento por parte de la CE de indicadores de rendimiento clave (*key performance indicators*) que evalúen si se está avanzando en la UMC.

Enlace de interés:

[Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union](#)