



Paquete de medidas propuestas por la Comisión Europea para la recuperación de los mercados de capitales por los efectos del COVID-19. Boletín Internacional de noviembre de 2020.

La Comisión Europea (CE) ha propuesto el 24 de julio de 2020 un paquete de medidas de recuperación de los mercados de capitales, como parte de su estrategia general para la recuperación de la economía frente a la pandemia provocada por el coronavirus (COVID-19). El paquete propone cambios específicos en las reglas de los mercados de capitales que fomenten las inversiones en la economía, permitan una rápida recapitalización de empresas y aumenten la capacidad de los bancos para financiar la recuperación. En concreto, el paquete contiene ajustes específicos en la Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II), el Reglamento 2017/1129 sobre folletos, el Reglamento 2017/2402 sobre titulización y el Reglamento 575/2013 sobre requerimientos de capital de las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión. Todas las propuestas se enmarcan en el avance hacia la Unión de los Mercados de Capitales.

La versión definitiva de los textos legislativos será acordada por el Parlamento Europeo y el Consejo y, una vez que hayan entrado en vigor, los Reglamentos serán directamente aplicables en los Estados Miembros mientras que las modificaciones de MiFID II deberán ser traspuestas a las leyes nacionales.

La Comisión Europea ha publicado también el 24 de julio una consulta para la modificación de la Directiva delegada 2017/593, por la que se complementa MiFID II, en cuanto a la parte relativa al régimen aplicable a la prestación de los servicios de análisis financiero (en inglés *research*, que es traducido como investigación en el art. 13 de la Directiva delegada 2017/593) por parte de terceros sobre emisores de pequeña y mediana capitalización e instrumentos de renta fija.

1) Modificaciones en MiFID II

Las modificaciones pretenden facilitar el acceso de los inversores a los instrumentos financieros, liberar recursos de la parte de cumplimiento normativo (*compliance*) de los intermediarios financieros para que se puedan dedicar a su negocio principal y permitir la recapitalización de las empresas. También hay un conjunto de medidas que afectan a los mercados de derivados sobre materias primas, en particular a los energéticos. Los cambios se pueden agrupar en los apartados siguientes:

1.1.) Reducción de las obligaciones de información a los inversores (y clientes) y de las normas de la gobernanza de productos

1.1.1.) Eliminación gradual del método predeterminado de comunicación en papel

Las empresas de servicios de inversión (ESI) deberán facilitar toda la información requerida a sus clientes o potenciales clientes en formato electrónico, excepto si se trata de clientes minoristas que han solicitado recibir la información en papel, en cuyo caso la información se facilitará en este formato libre de costes. Las ESI

deberán informar a los clientes o potenciales clientes minoristas de que tienen la opción de recibir la información en papel. Además, deberán informar a sus clientes minoristas actuales de que recibirán la información en formato electrónico al menos ocho semanas antes de su envío en dicho formato y de que tienen la opción de, o bien continuar recibiendo la información en papel, o bien cambiar a formato electrónico (nuevo apartado 5a) del art. 24 de MiFID II).

1.1.2.) Exención de la obligación de información sobre costes y cargos a clientes profesionales y contrapartes elegibles

La CE sugiere que la obligación de proporcionar información sobre costes y cargos no se aplique en el caso de servicios prestados a clientes profesionales, excepto para asesoramiento de inversión y gestión de carteras (nuevo art. 29a de MIFID II). En el caso de contrapartes elegibles, las ESI no estarán obligadas a cumplir las obligaciones de información de los artículos 24 y 25, excepto el nuevo apartado 5a del artículo 24 sobre envío de la información en formato electrónico (modificación del apartado 1 del art. 30 de MiFID II).

1.1.3.) Transmisión diferida de la información de costes cuando se utilizan medios de comunicación a distancia

Si la compraventa de instrumentos financieros es realizada utilizando medios de comunicación a distancia, la ESI puede facilitar la información sobre costes y gastos en formato electrónico sin retraso indebido después de la finalización de la transacción siempre que: a) la ESI haya dado al cliente la opción de retrasar la conclusión de la transacción hasta recibir la información y b) el cliente haya aceptado recibir la información justo después de haberse realizado la transacción (nuevo párrafo introducido en el art. 24.4 de MiFID II).

1.1.4.) Aligeramiento de la obligación de proporcionar informes sobre los servicios prestados y nueva obligación de análisis de costes y beneficios en el marco de la evaluación de idoneidad en relación con la práctica denominada “switching” de instrumentos financieros para clientes profesionales y contrapartes elegibles

Las ESI no estarán obligadas a proporcionar a clientes profesionales, a menos que estos lo soliciten por escrito a la ESI (*opt-in*), la información siguiente:

a) informes adecuados sobre el servicio prestado (también informes de pérdidas) que incluyan los costes de las operaciones y servicios realizados por cuenta del cliente (nuevo art. 29a.1 de MiFID II) y b) análisis de costes y beneficios de un cambio (*switching*) de instrumentos financieros en cartera en el marco de la evaluación de idoneidad en caso de prestación de servicios de asesoramiento de inversión o gestión de carteras (nuevo art. 29a.2 de MiFID II). Las ESI guardarán un registro de todas las solicitudes por escrito de los clientes profesionales para la no recepción de esta información (nuevo art. 29a.3 de MiFID II).

En el caso de contrapartes elegibles, ver el punto 1.1.2.

1.1.5.) Exención de aplicación de las normas sobre gobernanza de productos a bonos corporativos con “make-whole clauses”

Las normas sobre gobernanza de productos no se aplicarán a bonos corporativos con “*make-whole clauses*” que se definen en el nuevo apartado 50a del artículo 4.1 de MIFID II como aquellos bonos con una cláusula que obliga al emisor, en caso de reembolso anticipado, a devolver al inversor el principal más el valor actualizado neto de los cupones que hubiera recibido en caso de que no hubiera reembolso anticipado (nuevo párrafo en el art. 24.2 de MiFID II).

Esta exención específica permitirá a los inversores minoristas sofisticados acceder a una mayor variedad de emisores y viceversa con más facilidad. Se considera parte esencial de este paquete que los inversores minoristas puedan acceder al mercado de bonos ya que estos permiten la diversificación y reducción de riesgos.

1.1.6.) Suspensión de la obligación de publicación de los informes de mejor ejecución

Se añade un párrafo en el artículo 27.3 de MiFID II donde se contempla la suspensión de la publicación de estos informes para los centros de negociación e internalizadores sistemáticos cuando se trate de instrumentos financieros sujetos a las obligaciones de negociación de acciones y derivados así como los centros de ejecución para otros instrumentos financieros durante dos años a partir de la entrada en vigor de la presente Directiva *quick-fix* de modificación de MiFID II. En el contexto de la revisión completa de MiFID II en 2021, la Comisión evaluará si esta obligación debe eliminarse permanentemente o mantenerse una vez revisada.

1.2.) Medidas que afectan a los mercados de derivados sobre materias primas

Las medidas pretenden reactivar los mercados de materias primas emergentes denominados en euros mediante la supresión del régimen de límites de posición excepto para los derivados sobre materias primas críticos o de productos agrícolas. La aplicación del régimen de límites de posiciones a los mercados de materias primas más desarrollados tiene como consecuencia una menor necesidad de invocar la exención de cobertura (*hedging exemption*).

1.2.1.) Límites de posiciones en los mercados de derivados sobre materias primas críticos o significativos y sobre productos agrícolas

El límite de posiciones sobre el volumen de una posición neta que pueda mantener una persona en cualquier momento se aplicará a derivados sobre productos agrícolas y a derivados sobre materias primas críticos o significativos negociados en centros de negociación y contratos extrabursátiles equivalentes económicamente. ESMA desarrollará normas técnicas de regulación para especificar las características de los derivados sobre materias primas significativos o críticos y los derivados sobre productos agrícolas sujetos al régimen de límites de posición así como la metodología para calcular los límites de posiciones al contado mensuales y otras limitaciones de posiciones mensuales para los derivados sobre materias primas liquidables en especie y en efectivo sobre la base de las características del derivado correspondiente. Los criterios que ESMA tendrá en cuenta para especificar los derivados significativos y críticos son los siguientes: el tamaño del interés abierto de 300.000 lotes de media durante un año, el número de participantes activos en el mercado y la materia prima subyacente del derivado (modificaciones de los apartados 1, 3 y 4 del art. 57 de MiFID II).

1.2.2.) Ampliación de la exención de cobertura (hedging exemption)

La exención de cobertura se amplía a: a) las posiciones mantenidas por una entidad financiera que es parte de un grupo no financiero y está actuando en nombre de este grupo no financiero que reduzcan de una manera objetivamente mensurable los riesgos relacionados directamente con la actividad comercial de esa entidad no financiera y b) las contrapartes financieras y no financieras para posiciones objetivamente mensurables resultado de transacciones realizadas para cumplir con las obligaciones de proporcionar liquidez en un centro de negociación. Asimismo, los límites de posiciones no se aplicarán a los valores mencionados en el artículo 4.1.44.c) que se refieran a una materia prima o a un subyacente que consista en alguno de los instrumentos financieros mencionados en el Anexo I.C.10 (modificación del art. 57.1 de MiFID II).

2) Modificaciones en el Reglamento de folletos

Las medidas pretenden facilitar a los emisores la obtención de capital en los mercados públicos para evitar un endeudamiento excesivo y facilitar la obtención de fondos por parte de los intermediarios financieros que desempeñan un papel esencial en la financiación de la recuperación de la economía real.

2.1.) Folleto de recuperación de la UE (EU Recovery prospectus)

El objetivo de este nuevo tipo de folleto es facilitar a los emisores que cotizan en bolsa las nuevas emisiones mediante una simplificación de la obligación de publicación del folleto que se adapte mejor a sus necesidades

específicas en un entorno post-crisis COVID-19. Este folleto, de formato corto, pretende ser fácil de producir para los emisores, fácil de entender para los inversores y fácil de aprobar para las autoridades nacionales competentes (ANC).

Podrán elegir este tipo de folleto para ofertas públicas y admisiones a negociación según el nuevo artículo 14a, apartado 1: a) los emisores que tengan acciones ya admitidas a cotización en un mercado regulado de forma continua durante al menos los últimos 18 meses anteriores y que emitan acciones fungibles con las acciones existentes previamente emitidas y b) los emisores, que tengan acciones ya admitidas a cotización en un mercado de PYMES en expansión de forma continua y hayan publicado un folleto para la oferta de tales acciones, que emitan acciones fungibles con las acciones existentes previamente emitidas.

El folleto se redactará y presentará de forma concisa, comprensible, que resulte fácil de analizar y permita a los inversores tomar una decisión de inversión informada. Es un documento único con la información mínima establecida en el anexo Va y una longitud máxima de 30 caras de papel de tamaño A4 cuando se imprima, sin que la información incorporada por referencia se tenga en cuenta en lo que respecta a la longitud máxima, pudiendo los emisores decidir el orden de la información mencionada en el anexo Va (nuevo art. 14a.2 del Reglamento de folletos).

El folleto incluirá un resumen de dos caras de papel de tamaño A4 con una introducción e información clave sobre el emisor, los valores y la oferta o admisión a negociación (nuevo apartado 12a del art. 7 del Reglamento de folletos). El tiempo para el examen del folleto por las ANC se reduce a cinco días hábiles y el emisor informará a la autoridad competente al menos con cinco días hábiles de antelación de la presentación de una solicitud de aprobación de folleto (nuevo apartado 6a del art. 20 del Reglamento de folletos).

Esta medida tiene carácter temporal ya que la posibilidad de emisión de este folleto expira 18 meses después de la fecha de aplicación de la presente modificación del Reglamento de folletos (nuevo art. 47a del Reglamento de folletos).

La modificación del apartado 2 del artículo 48 del Reglamento de folletos, sobre el informe de revisión de la aplicación del Reglamento de folletos a elaborar por la Comisión Europea, incluye un análisis de la aplicación del folleto de recuperación de la Unión Europea (número de folletos aprobados, evolución de dicho número, coste comparado y ahorro de gastos y análisis de si supone un adecuado equilibrio entre protección del inversor y reducción de burocracia).

2.2) Menores obligaciones para los intermediarios financieros: publicación de suplementos y valores no participativos (distintos de acciones) emitidos por entidades de crédito

2.2.1.) Publicación de suplementos

Los intermediarios financieros tendrán un plazo de 1 día hábil, para cumplir con la obligación de informar de la publicación de un suplemento a aquellos inversores que hayan comprado y suscrito valores a través de ellos, a contar desde su publicación siempre que la compra o suscripción haya sido realizada entre el momento en que se aprobó el folleto y el momento del cierre del periodo de oferta o del inicio la negociación en un mercado regulado, lo que ocurra más tarde. Los inversores que hayan aceptado la adquisición o suscripción de valores antes de la publicación del suplemento tendrán un plazo de 3 días hábiles a partir de la publicación del suplemento para retirar su aceptación (modificación de ciertos párrafos del art. 23.2 y 3 del Reglamento de folletos).

Estas modificaciones no tienen carácter temporal dado que solucionan de forma permanente las dificultades de cumplimiento y libera recursos de los intermediarios al tiempo que mantiene un alto nivel de protección de los inversores.

2.2.2.) Valores no participativos (distintos de acciones) emitidos por entidades de crédito

La emisión de valores no participativos emitidos de forma continua o repetidamente por una entidad de crédito, cuando la contraprestación total agregada en la Unión por los valores ofertados sea inferior a 150 000 000 EUR calculada durante un periodo de 12 meses no está sujeta a la obligación de publicación de folleto, siempre que dichos valores: a) no sean subordinados, convertibles o canjeables y b) no den derecho a suscribir o adquirir otros tipos de valores y no estén vinculados a un derivado. Esta medida, directamente relacionada con la fase de recuperación del COVID-19, tiene duración limitada de 18 meses (nuevo apartado k del art. 1.4 del Reglamento de folletos).

3) Modificaciones en el Reglamento por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada y en el Reglamento de requerimientos de capital de las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión

Las modificaciones pretenden aumentar la capacidad de los bancos de conceder préstamos a hogares y empresas (en particular, PYMES) al permitir la titulización simple, transparente y estandarizada (STS) en el balance así como facilitar la titulización de préstamos no rentables.

3.1.) Modificaciones específicas de las normas de titulización

La CE propone, por un lado, crear un marco específico para extender la titulización simple, transparente y estandarizada (STS) a la titulización sintética en el balance de forma que los bancos transfieran a los mercados el riesgo de crédito de los préstamos que conceden a las compañías (entre ellas, PYMES) mediante derivados crediticios y otras garantías financieras y, por otro, eliminar los obstáculos para la titulización de exposiciones no rentables o dudosas (*Non Performing Exposures* -NPE-) que se espera que crezcan por la crisis del COVID-19. Estos cambios se basan en el amplio análisis llevado a cabo por EBA en 2019 y 2020.

3.1.1.) Creación de un marco específico para las titulizaciones STS sintéticas en balance

Al igual que en las titulizaciones STS tradicionales o “*true-sale*” (con transferencia de propiedad de las exposiciones), la etiqueta STS sintética no debe entenderse como que está libre de riesgo sino en el sentido de que la titulización respeta una serie de criterios supervisados por una ANC.

La propuesta incluye una nueva sección 2a (arts. 26 a-e) con los requisitos para la nueva titulización STS sintética en balance en la que las exposiciones titulizadas siguen siendo propiedad de la originadora y figuran en su balance. Además de los requisitos para tener la etiqueta STS, se establecen los requisitos para la protección del riesgo de crédito a través de un acuerdo de protección del crédito celebrado entre el originador (que será también inversor en el tramo preferente) y el inversor (que será principalmente un inversor institucional). Este acuerdo permite transferir el riesgo crediticio de las exposiciones titulizadas del originador al inversor mediante el uso de derivados crediticios o garantías financieras, de forma que el originador se compromete a pagar una prima (*credit protection premium*) al inversor por la protección y el inversor, a su vez, a pagar una cantidad al originador en caso de que ocurra uno de los eventos crediticios definidos en el contrato.

El originador designará a un agente de verificación externo antes de la fecha de cierre de la transacción que verificará, para cada una de las exposiciones para las que se notifica un evento crediticio, una serie de hechos como que el evento crediticio notificado está especificado en el contrato de protección, que la exposición formaba parte de la cartera de referencia cuando se produjo el evento crediticio o la asignación de pérdidas a los inversores cuando se paga la protección crediticia (art. 26e.4 del Reglamento 2017/2402).

El originador puede asignar una cantidad (*synthetic excess spread*) disponible como mejora crediticia para los

inversores cuando se cumplan una serie de condiciones como que la cuantía sea un porcentaje fijo del saldo pendiente total de la cartera al inicio del periodo de pago relevante y que la cantidad que no se utilice para cubrir pérdidas se devuelva al originador.

3.1.2.) Abordar las deficiencias del marco regulatorio para la titulización de exposiciones no rentables o dudosas (non-performing exposures)

La propuesta facilita la titulización de exposiciones no rentables o dudosas (NPE) que se espera que crezcan por la crisis del COVID-19. Para ello define estas exposiciones, en el nuevo punto 24 del artículo 2 del Reglamento 2017/2402, como aquellas que cumplen las condiciones establecidas en el artículo 47 bis, apartado 3, del Reglamento 575/2013 y cuyo valor constituye al menos el 90% del conjunto de exposiciones en el momento de la originación. La propuesta establece un régimen especial para el cumplimiento del requisito de retención del riesgo en el que esta no será inferior al 5% del valor neto de las exposiciones titulizadas (art. 6.3a del Reglamento 2017/2402). Además, el administrador en la transacción NPE puede asumir la obligación de retener el interés económico neto significativo (nuevo párrafo añadido en el art. 6.1 del Reglamento 2017/2402).

3.2) Modificaciones específicas de los requerimientos de capital para realizar las modificaciones propuestas

La propuesta permite un tratamiento prudencial del que se beneficiarían las entidades que refleje el riesgo real de los instrumentos de la titulación STS sintética en el balance al establecer un tratamiento preferencial específico y de alcance limitado (para el tramo senior o preferente) calculando el importe del riesgo ponderado de la exposición de una titulación STS sintética que cumplan una serie de requisitos como los de mitigación de riesgo de crédito de contraparte que conllevan estas estructuras sintéticas (art. 270 del Reglamento 575/2013).

También establece un tratamiento específico para las titulaciones de exposiciones dudosas (NPE): las entidades asignarán una ponderación del riesgo del 100% al tramo senior o preferente en una titulación NPE tradicional siempre que las exposiciones a la cartera que respalda la titulación se hayan transferido a un vehículo especializado en titulaciones (*Securitisation Special Purpose Entity* –SSPE–) con un descuento del precio de, al menos, el 50% del nominal de las exposiciones. El resto de tramos estarían sujetos al marco general con ajustes específicos (art. 269a del Reglamento 575/2013).

Por último, se propone introducir un tercer párrafo en el artículo 249 del Reglamento 575/2013, en el marco del cálculo estandarizado de los requisitos de capital de las exposiciones titulizadas ponderadas por riesgo, de tal manera que solo se exigirá una calificación crediticia de 3 o superior por una *External Credit Assessment Institution* (ECAI) a los proveedores admisibles de cobertura del riesgo de crédito mediante garantías personales (*unfunded credit protection*) que sean las empresas mencionadas en la letra g del artículo 201.1 del Reglamento 575/2013.

4) Consulta sobre posibles cambios en la Directiva Delegada 2017/593 para la no aplicación del unbundling en los servicios de análisis financiero sobre PYMES e instrumentos de renta fija

La consulta sobre la modificación de la Directiva Delegada 2017/593 de MiFID II se celebró entre el 24 de julio y el 11 de septiembre. Los cambios propuestos, que parten del análisis previo realizado en la consulta pública sobre MIFID II/MiFIR que ha tenido lugar a principios del 2020, pretenden aumentar el análisis financiero sobre PYMES e instrumentos de renta fija para atraer nuevos inversores.

La propuesta añade dos nuevos párrafos 10 y 11 al artículo 13 de la Directiva Delegada 2017/593. El primero (art. 13.10) permite a una ESI optar por no cumplir la regla del *unbundling* (separación del coste del análisis financiero del coste de la ejecución en el centro de negociación y otros costes de intermediación) en los casos

siguientes: a) el análisis se realiza sobre emisores que no exceden de un billón de euros de capitalización de mercado en el periodo de 12 meses anterior a la investigación y b) el análisis se realiza exclusivamente sobre instrumentos de renta fija. El segundo (art.13.11) establece el pago conjunto del análisis de los servicios de intermediación siempre que se den las condiciones siguientes: a) existe un acuerdo previo entre la ESI y el proveedor del análisis que identifique qué parte del pago conjunto es atribuible a dicho análisis; b) la ESI informe al cliente del pago conjunto y c) en el caso de análisis sobre emisores, los servicios de intermediación sobre los que se hace el pago conjunto se refiera exclusivamente a aquellos que no excedan de mil millones de euros de capitalización de mercado en el periodo de 12 meses anterior a la emisión del análisis financiero.

Enlaces de interés:

[Enmiendas en MiFID II: propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica la Directiva 2014/65/UE en lo relativo a los requerimientos de información, gobierno de productos y límites de posiciones para ayudar a la recuperación por la pandemia del COVID-19](#)

[Enmiendas en el Reglamento de folletos: propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica el Reglamento 2017/1129 en lo relativo al folleto de recuperación de la UE y los ajustes dirigidos a los intermediarios financieros para ayudar a la recuperación por la pandemia del COVID-19](#)

[Enmiendas en el Reglamento de titulización: propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica el Reglamento 2014/2402 financieros para ayudar a la recuperación por la pandemia del COVID-19](#)

[Enmiendas en el Reglamento sobre requerimientos de capital: propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica el Reglamento 575/2013 en lo relativo al marco de titulización para ayudar a la recuperación por la pandemia del COVID-19](#)

[Enmiendas a la Directiva delegada 2017/593: propuesta de Directiva Delegada de la Comisión Europea que modifica la Directiva Delegada 2017/593 en cuanto al régimen de investigación sobre pequeños y medianos emisores y sobre instrumentos de renta fija para ayudar a la recuperación por la pandemia del COVID-19](#)