

Reflexiones sobre la Unión de los Mercados de Capitales

SEBASTIÁN ALBELLA, PRESIDENTE DE LA CNMV

AFME European Compliance and Legal Conference

París, 3 de octubre de 2019

Buenos días a todos.

Es para mí una gran satisfacción participar en este importante evento, que se celebra en un momento tan especial para Europa y para los mercados financieros europeos, a solo unas semanas de lo que parece será la fecha efectiva del *brexit*, sin acuerdo o, como espero sea el caso, con acuerdo. Agradezco mucho a AFME la invitación.

Y es para mí un placer compartir esta sesión con el presidente de la AMF, mi colega Robert Ophele.

Quería referirme en mi exposición a algunas inquietudes o aspectos que en mi opinión deberían tenerse especialmente presentes en las próximas fases del proyecto europeo de Unión de los Mercados de Capitales (CMU en sus siglas en inglés).

Como decía, el momento es muy especial.

Tenemos la necesidad de repensar y relanzar el proyecto europeo de Unión de los Mercados de Capitales tras haberse alcanzado buena parte de los objetivos de la primera fase (que, debemos reconocer, fueron modestos) y ante el “terremoto” que supone el *brexit*, para seguir contando en la Unión Europea con unos mercados eficientes y que compitan internacionalmente.

Y el momento es especialmente oportuno 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 (del que forman parte también importantes regulaciones europeas como PRIIPS o EMIR...), y en estos momentos estamos implementando la reforma de las ESAs.

Por ello, hay que valorar favorablemente la reciente iniciativa de crear un selecto grupo de expertos de alto nivel que en estos momentos está trabajando en un informe sobre los próximos pasos de la CMU.

Desde la Comisión de valores española (la CNMV) estamos expectantes y deseosos de conocer las conclusiones de este grupo de expertos y, desde luego, estamos tratando de contribuir a sus reflexiones; por ejemplo respondiendo las preguntas que ha formulado con ocasión del proceso de consulta que ha llevado a cabo.

Unas palabras sobre el impacto del *brexít*.

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 *brexít* 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.

Nos enfrentamos incluso a un riesgo de competencia regulatoria a la baja por parte del Reino Unido una vez que esté fuera de la Unión, lo 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 un poco sorprendentes algunas voces al otro lado del canal de la Mancha, afortunadamente pocas, que están dando a entender que el *brexít* puede ser una oportunidad para el Reino Unido para liberarse del exceso de regulación en el área de los mercados de valores y los servicios de inversión, una regulación, la europea, que se consideraría demasiado pesada y mecanicista y escasamente basada en principios que puedan aplicarse de modo flexible.

(Por cierto que, en mi opinión, en algunos casos estas críticas 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 de ellos, ha criticado la regla del límite del 10% de inversión en activos no cotizados aplicable a las UCITS por ser una regla excesivamente simple y mecánica; pero está claro que dicha regla, por cierto muy tolerante, es una regla secundaria que solo fija un límite extremo; , la regla fundamental que las gestoras de UCITS deben cumplir en materia de liquidez es, siempre, mantener carteras con un grado suficiente y coherente de liquidez y contar con procedimientos que les permitan monitorizar y controlar la liquidez. Nada más lejos de una aproximación simple y mecanicista.)

Déjenme también decirles, antes de referirme a esas inquietudes o aspectos que en mi opinión deberían tenerse especialmente presentes en las próximas fases del proyecto de la CMU, 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 CMU para subrayar la relevancia del proyecto para los ciudadanos europeos; por ejemplo, que pase a llamarse “Unión para la inversión y el ahorro”.

Sin más prolegómenos, paso a exponerles esas inquietudes o ideas a tener en cuenta en la próxima fase de la CMU:

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

Pienso en mercados como el español, que tienen cierto tamaño y masa crítica.

La CMU 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.

Para ello, es necesaria capilaridad, 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”, 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. No sé exactamente qué se puede hacer pero, además de intentar buscar vías para incentivar el análisis relacionado con compañías locales, podríamos al menos modular la norma en base al principio de proporcionalidad.
- Dos, las reglas de MiFID II que tratan de promover que la mayor parte de la negociación siga realizándose de un modo transparente y a través de mercados organizados que compitan de un modo leal. Se trata de reglas que en última instancia persiguen proteger la confianza en los mercados y la calidad de los precios y que deberían aplicarse de modo riguroso e incluso que deberíamos reforzar.

La experiencia enseña, además -pensemos en el *brexit*, que no es prudente confiar en un centro financiero único o dominante. Como decimos en España -creo que se dice en todas partes- no es prudente poner todos los huevos en la misma cesta. *Don't put all your eggs into the same basket*.

En contra de algunas voces, creo firmemente que es posible una integración máxima sin necesidad de que tengamos de nuevo un centro financiero absolutamente dominante.

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.

Está claro que ESMA está haciendo un trabajo fantástico como regulador común y central en la Unión Europea y que debería ejercer algunas importantes funciones adicionales de supervisión directa como los índices de referencia críticos o las infraestructuras de terceros países, pero en mi opinión ESMA debe centrarse sobre todo, en promover de manera eficaz la coordinación y la convergencia supervisora.

- Una segunda inquietud es que el proyecto de la CMU no debe prestar solo atención al ámbito estricto de la regulación financiera. Debería entrar también en el área fiscal, que es como “el elefante en la habitación”. Si queremos unos mercados realmente interconectados e integrados, hay que atacar el ángulo fiscal. 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 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 de ahorro e inversión a largo plazo en toda la Unión, o al menos, una más similar

- En tercer lugar, es necesario que el proyecto de la CMU 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 actúen de manera muy diferente. El nivel de la supervisión debe ser 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 dispone: infracción del Derecho de la Unión; creación y funcionamiento eficaz de colegios y redes de supervisores; revisiones inter pares (*peer reviews*), en los que ESMA deberá tener un papel predominante; 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 firmas 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 CFD (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.

Creo que el principio del “home country” está configurado en la legislación europea y opera 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 simplemente mencionar dos temas que, en mi opinión, deberían estar también presentes en la agenda de reforma de la Unión en este ámbito de los mercados de capitales en la próxima fase:

- En primer lugar, la necesidad de fomentar el acceso de las empresas a los mercados de capitales. Pienso en particular en el mercado de acciones, en las salidas a bolsa. En la primera fase de la CMU se han hecho algunos esfuerzos para simplificar la regulación en puntos concretos con este objetivo, pero no es suficiente.

Hay muchas razones a favor de que las empresas coticen desde el punto de vista de los intereses generales

Es deseable, y a ello responde el proyecto de la CMU, un mayor desarrollo del mercado de capitales y un mix más equilibrado entre financiación bancaria y a través de los mercados (aspecto en el que Europa va muy por detrás de los EEUU), y todos sabemos que la cotización de las empresas en mercados organizados, regulados o MTN, 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 dación de cuenta de 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... 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 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, *bretxit*, negociaciones comerciales entre China y Estados Unidos, incertidumbres geopolíticas, etc.).
- La competencia del capital riesgo y en general del capital privado, un fenómeno que tiene aspectos muy positivos, que ha tenido, también en Europa, un gran desarrollo en los últimos años y que determina que muchas empresas no opten por cotizar o retrasen el momento.

El private equity compite en precio (entre otras cosas porque tiende a valorar incluyendo como componente la expectativa de una gestión más radicalmente centrada en la creación de valor), pero también 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 europeas 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.

En mi opinión, este debería ser un objetivo relevante en la nueva fase de la CMU.

- Y en segundo lugar, otro “elefante en la habitación”: la necesidad de mayor apertura y armonización, no solo de las normas y de las prácticas supervisoras, sino también de la actitud de los Gobiernos en lo que se refiere al mercado de control societario, que, parece que nos hayamos olvidado de ello, es parte importante de un mercado de capitales realmente integrado. Carecen de sentido las políticas y actitudes restrictivas, de defensa de la propiedad nacional de las grandes empresas, dentro de la Unión.

La Directiva de OPAs de 2003 fue un paso adelante, pero está claro que se quedó corta.

En el contexto de un ambicioso proyecto de CMU es necesario retomar este dossier.

Muchas gracias de nuevo a AFME y muchas gracias por su atención.