

Hacia la Unión de los Mercados de Capitales Europeos

La crisis económica y financiera desatada en 2007 ha ocasionado en Europa una disminución de la inversión a niveles históricamente bajos. De acuerdo al Fondo Monetario Internacional, la inversión en el año 2007 representaba 23% del Producto Interno Bruto (PIB) de la región y en 2014 llegó a ser tan solo del 18%. Esta situación se ha traducido en bajas tasas de crecimiento económico y en una escasa generación de empleo, sumiendo a Europa en una prolongada situación de estancamiento¹. Lo anterior, en un contexto de altos niveles de endeudamiento público y privado, ha obligado a las autoridades económicas a adoptar medidas más innovadoras para reactivar el crecimiento económico sin que esto implique incrementar el endeudamiento.

Dentro de las estrategias planteadas, es de destacar la propuesta de la Comisión Europea (CE) de crear un Mercado Único de Capitales (MUC) para los 28 Estados miembros de la comunidad, el cual se espera entre en operación en 2019. Esta iniciativa surge, principalmente, de la necesidad de ampliar las fuentes de financiación para las pequeñas y medianas empresas (PYMES), las cuales tradicionalmente han dependido del crédito bancario. Cuando las condiciones para acceder al crédito se hacen más restrictivas, se dificulta que este tipo de empresas continúen desarrollando sus actividades normalmente lo que puede derivar rápidamente en pérdida de empleos y en una desaceleración económica, pues las PYMES del sector real en Europa emplean 2 de cada 3 personas y contribuyen con 58% del crecimiento económico².

Al tener un Mercado Único de Capitales, las empresas podrían acceder a una base más amplia de inversionistas, pues no tendrían que limitarse a los recursos disponibles en el país en el que se encuentra su operación. Esto

adquiere especial importancia para los países de la Unión que son relativamente pequeños y sus mercados de capitales aún no están suficientemente desarrollados. Por otra parte, los inversionistas tanto institucionales como retail, tendrían a su disposición mayores opciones para invertir, lo que contribuiría a una mayor diversificación en las inversiones y, por tanto, a una mejor asignación de riesgos entre los distintos actores del mercado. Asimismo, se atraería inversión de países fuera de la Unión lo que ayudaría a las PYMES a contar con posibilidades de financiación aún mayores. En síntesis, la Comisión Europea ha concebido al mercado de capitales y, por tanto también a las instituciones no bancarias, como vehículos necesarios para posicionar de nuevo a la Unión Europea en una senda estable de crecimiento.

Ahora bien, ¿cuál es el plan de trabajo que se ha trazado la Unión Europea para lograr la unificación de sus mercados de capitales? El objetivo es implementar de manera gradual distintas medidas, empezando por aquellas que revisten una menor complejidad y generarían impactos significativos. Paralelamente la Comisión estudiará aquellos temas que requieren de reformas más profundas. A continuación, se describen las acciones de corto y largo plazo que la Comisión Europea ha identificado como necesarias para lograr la construcción del MUC.

Medidas de corto plazo

1. Titularización³ de alta calidad: la Comisión Europea (CE) ha planteado la necesidad de reactivar el mercado de titularizaciones mediante la creación de instrumentos simples, transparentes y comparables para los inversionistas. Lo anterior busca facilitar la

¹ La tasa de crecimiento del PIB para la Unión Europea en 2007 fue de 3.6%, frente a 0.17% en 2013 y 1.42% en 2014. Por su parte, el desempleo pasó de 7.5% en 2007 a 11.6% en 2014. (Fondo Monetario Internacional).

² Datos para 2013 obtenidos del informe "Annual Report on European SMES 2013/2014: A Partial And Fragile Recovery" de la Comisión Europea.

³ **Titularización**: la titularización se refiere a transacciones que le permiten a un prestamista –típicamente un banco- refinanciar un conjunto de préstamos o activos (hipotecas, préstamos de vehículos,

créditos de consume, deudas de tarjetas de crédito) mediante su conversión en títulos. El prestamista reagrupa un portafolio de estos préstamos y, algunas veces los organiza de acuerdo a diferentes categorías de riesgo ajustadas al apetito o aversión al riesgo de los inversionistas. El retorno para los inversionistas se genera de los flujos de efectivos de los préstamos subyacentes. (Documento de consulta de la Comisión Europea "An EU framework for simple, transparent and standardised securitisation".)

Agosto 25 de 2015

financiación tanto de bancos como de entidades no bancarias, pero teniendo como prioridad salvaguardar la seguridad de los inversionistas y prevenir la materialización de riesgos sistémicos asociados a la comercialización de instrumentos de titularización complejos o poco comprensibles. Este mecanismo, de acuerdo a la CE, contribuye a la transferencia de riesgos y aumenta la capacidad de los bancos para conceder préstamos.

Para lograr el objetivo anterior, la CE publicó en febrero de 2015 una consulta para los distintos miembros de la Unión mediante la cual indaga sobre aspectos tales como: i) cuáles deben ser los criterios relacionados con la simplicidad, transparencia, estandarización y características de riesgos para catalogar los distintos tipos de titularizaciones de mediano y corto plazo, ii) quién debe asumir la responsabilidad de identificar los riesgos asociados al producto, iii) cómo verificar el cumplimiento de los criterios básicos para categorizar las diferentes clases de titularizaciones, iv) evaluación de la necesidad de construir un único régimen regulatorio para las titularizaciones a nivel de toda la Unión Europea, v) divulgación de información para los inversionistas, vi) requerimientos de infraestructura de mercado, y vii) requerimientos de capital para bancos y firmas de inversión. A partir de los resultados de la consulta, la CE determinará cuál será la mejor manera de promover la reactivación de este segmento del mercado.

2. Revisión de la Directiva sobre el Prospecto⁴: el prospecto es un documento estandarizado, de carácter obligatorio para toda compañía que emite deuda o acciones en los mercados de valores europeos y contiene toda la información que le permite al inversionista hacer un juicio informado sobre el emisor y sus valores. Sin embargo, recientemente la Comisión ha cuestionado la efectividad de este formato como un medio efectivo para informar a los inversionistas, pues se ha convertido en un elemento de difícil construcción y supremamente extenso. Su elaboración, además, es compleja y consume tiempo, por lo que ha resultado

ser un proceso oneroso para las firmas. Adicionalmente, se ha identificado que su proceso de aprobación difiere entre los Estados miembros de la Unión. Por las razones anteriores, la Comisión considera necesario revisar la Directiva 2003/71/EC para asegurar que el prospecto sólo sea requerido cuando sea realmente necesario, que su proceso de aprobación sea sencillo y estándar y logre cumplir eficazmente con su fin informativo y de protección a los inversionistas. De esta manera, al simplificar el prospecto se busca evitar que las PYMES se abstengan de participar en el mercado de valores por no tener que surtir un procedimiento complicado y costoso. La Comisión ya sometió a consulta las posibles modificaciones a la Directiva relativa al prospecto.

3. Mejorar el acceso a la información crediticia de las PYMES: la Comisión ha identificado que la información crediticia de las PYMES está normalmente en manos de los bancos y es de difícil acceso para el público en general, lo cual se constituye como una dificultad adicional para que estas empresas puedan encontrar financiación proveniente de otros inversionistas diferentes a los bancos. Debido a esto, la CE considera necesario trabajar en la definición de un estándar de información financiera y de calificación crediticia de las PYMES que sea comprensible y de fácil acceso, para así facilitar su financiación a través de inversionistas no bancarios.
4. Impulso al desarrollo de ofertas privadas de valores: para continuar impulsando las colocaciones privadas de deuda como un mecanismo alternativo para la financiación de las PYMES y que el mismo funcione de manera estándar en todos los países de Europa, la Comisión ha señalado la necesidad de remover ciertos obstáculos. Ejemplo de los mismos son las diferencias entre las legislaciones sobre insolvencia de los distintos países así como las divergencias en cuanto a procedimientos, documentación y requerimientos de información exigidos en cada uno ellos. Esta sería otra manera de facilitar la recuperación de las PYMES después de la crisis y además, se evitaría que deban salir a buscar recursos

⁴ Se refiere a la Directiva No. 2003/71/EC del 4 de noviembre de 2003 relativa al prospecto y sus posteriores enmiendas.

de inversionistas en el extranjero. De acuerdo a la Asociación Internacional del Mercado de Capitales, en 2013 las PYMES europeas obtuvieron en el mercado norteamericano US\$15.3 billones de financiación.

5. Promoción del desarrollo de fondos de inversión a largo plazo: otra de las estrategias para reactivar el crecimiento de la Unión Europea ha sido la puesta en marcha de los *Fondos de Inversión a Largo Plazo Europeos* –FILPEs. Estos fondos fueron diseñados para atraer inversión hacia proyectos de largo plazo, por lo cual deben invertir mínimo el 70% de sus recursos en compañías no listadas en bolsa y que concentren su actividad en el desarrollo de infraestructura de transporte, energía y comunicaciones, infraestructura social (colegios, hospitales, vivienda), proyectos de investigación, entre otros. También podrán invertir en cierta clase de PYMES listadas en bolsa que requieran financiación de largo plazo.

Podrán aportar recursos a estos fondos tanto inversionistas institucionales como retail. Sin embargo, el monto mínimo para la inversión es de €10.000 y se exige a los inversionistas una permanencia prolongada. No obstante, para los inversionistas retail existen cláusulas que permitirán la redención de aportes cuando se trate de FILPEs con suficientes activos líquidos. La norma que regula a los FILPEs es la Regulación No. (EU) 2015/760 publicada el 19 de abril de 2015 y que será efectiva a partir del 9 de diciembre del mismo año.

Adicional a las medidas mencionadas, la Comisión reconoce que para lograr la unificación de los mercados de capitales europeos se requiere trabajar en reformas de mayor envergadura que trascienden las ya mencionadas. A continuación, se mencionan algunos de los aspectos de mayor relevancia identificados por la CE.

Medidas de largo plazo

6. Eliminación de barreras legales: si bien hay normas que rigen para toda la Comunidad Europea, hay aspectos en los cuales las legislaciones nacionales aún predominan. La Comisión ha encontrado que existen diferencias entre las regulaciones de los países miembros en aspectos tan importantes como: régimen de insolvencia, requisitos relativos al

gobierno corporativo, impuestos aplicables a los diferentes tipos de inversionistas o de financiación (deuda o acciones), normas para sociedades, regulaciones relacionadas con la tenencia de títulos, derecho contractual, marco de protección y derechos de los inversores en valores, entre otros. La divergencia entre regulaciones entre países obliga a los inversionistas a evaluar en qué jurisdicción es más o menos riesgoso invertir; ejercicio que es muy complejo y al final desincentiva la inversión transfronteriza entre los miembros de la Unión.

7. Convergencia en la actividad de supervisión: aunque a nivel general la Comisión Europea ha encontrado un nivel satisfactorio en la actividad de supervisión de las agencias a cargo de esta tarea en los países de la Unión, insiste en la importancia de que la efectividad de la misma sea igual en cada uno de ellos. Lo anterior evitaría obstáculos a las inversiones transfronterizas, garantizaría el mismo nivel de protección a los inversionistas en todos los países miembros y, en consecuencia, facilitaría la puesta en marcha y operación del Mercado Único de Capitales (MUC). En buena medida, lograr una integración de todos los mercados de valores dependerá de que la supervisión, además de la regulación, sea igual o al menos muy similar en cada uno de ellos.

8. Homogenización de la información financiera de las PYMES: además de la necesidad de facilitar el acceso a la información financiera y crediticia de las PYMES para atraer financiación de inversionistas no bancarios, la Comisión considera importante evaluar si se requiere implementar un marco contable simple y homogéneo para esta clase de empresas a nivel de todos los países de la Unión. Esta propuesta surge debido a que la implementación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) para las PYMES representaría altos costos adicionales. Esta sería una medida complementaria que ayudaría a ampliar aún más la base de inversionistas para estas empresas y dinamizaría el funcionamiento del MUC.

9. Facilitación de la inversión de institucionales: la Comisión Europea consultará a los distintos miembros de la Unión sobre las medidas que podrían incentivar la inversión de actores institucionales en proyectos de largo plazo y en una mayor diversidad

Agosto 25 de 2015

de activos para así contrarrestar la tendencia de portafolios conformados en su mayor parte por activos de alta liquidez. En el caso de los fondos de pensiones, existe además la dificultad de que sus regímenes de inversión varían entre los 28 países de la Unión, por lo cual se estudiará la posibilidad de crear un régimen de inversión homogéneo para todos los países que sea adicional y no sustituya a los existentes.

10. Impulso a la inversión retail: la Comisión estudiará diferentes alternativas para aumentar la participación de los hogares en el mercado de capitales a través, principalmente, de los fondos de inversión colectiva conocidos como UCITS⁵. Actualmente, de acuerdo a la CE, esta participación es del 26% de los hogares. Por otra parte, la Comisión busca, además, promover la adquisición de este tipo de fondos a nivel transfronterizo. Para esto es importante que los costos y procedimientos asociados a la operación de los UCITS sean homogéneos entre los países de la Unión. Otra alternativa que está evaluando la Comisión es disminuir los intereses de las cuentas de ahorros bancarias para así direccionar el ahorro de los hogares hacia el mercado de capitales. Por último, una mayor promoción de la inversión minorista exigirá el desarrollo de medidas complementarias de educación financiera que contribuyan a mejorar la comprensión de los inversionistas de los distintos productos financieros y, por tanto, también ayude a recuperar la confianza en el mercado de valores que se vio seriamente afectada después de la crisis de 2007.

Fuentes:

1. Comisión Europea. Libro Verde. *Construir una unión de los mercados de capitales*. Febrero de 2015.
2. Comisión Europea. *Consultation Document. Review of the Prospectus Directive*. Febrero de 2015.
3. Comisión Europea. *Consultation Document. An EU Framework for Simple, Transparent and Standardised Securitisation*. Febrero de 2015.

⁵ La Directiva UCITS es la que regula en toda la Unión Europea los fondos que, por los requisitos de su política de inversión y de liquidez, están

4. Comisión Europea. *Annual Report on European SMEs 2013 / 2014: a Partial and Fragile Recovery*. Julio de 2014.
5. Mayer Brown. Legal Update. *A European Capital Markets Union: What? Why? How?* Marzo de 2015.
6. Parlamento Europeo. *MEPs Vote to Channel Funds towards Long Term European Investment*. Marzo de 2015.
7. Pfaff, Nicholas. Asociación Internacional del Mercado de Capitales. *Pan-European Private Placement Market*. Enero de 2015.
8. Richards, Paul. Asociación Internacional del Mercado de Capitales. *Capital Markets Union: a Discussion Paper*. Julio de 2014.

concebidos principalmente para pequeños inversionistas, aunque los inversionistas profesionales también invierten en ellos.