

El futuro que viene: las diecisiete propuestas del Grupo de Expertos de Alto Nivel para alcanzar la unión del mercado de capitales

Reyes Palá Laguna

Catedrática de Derecho Mercantil de la Universidad de Zaragoza.

Consejera académica de Gómez-Acebo & Pombo Abogados

El Grupo de Expertos de Alto Nivel ha hecho público un informe en el que se recogen pormenorizadamente diecisiete propuestas que plantea a la Comisión Europea para alcanzar una verdadera unión de los mercados de capitales en la Unión Europea.

1. Introducción

El Grupo de Expertos de Alto Nivel (*High Level Forum*) sobre la unión de los mercados de capitales, creado por la Comisión Europea en octubre del 2019, ha hecho público en junio su informe final, de ciento veintinueve páginas, en donde se recogen una serie de recomendaciones para alcanzar una verdadera unión de los mercados de capitales en la Unión Europea. El grupo ha tenido muy en cuenta en sus propuestas la situación generada por la pandemia, así como la salida de la Unión Europea del mayor mercado de capitales que había en el seno de la Unión (el Reino Unido).

El informe parte de que el sistema bancario de la Unión Europea, aunque mejor capitalizado y más resistente, no es suficiente a la hora de otorgar la necesaria financiación a las empresas para salir de la crisis —la mayor crisis, se indica, en tiempos de paz, de los últimos noventa años—; es necesario fomentar el recurrir a la financiación vía mercado de capitales, mercados de capitales, aún fragmentados en veintisiete en el seno de la Unión, muchos de los cuales son

Advertencia legal: Este análisis sólo contiene información general y no se refiere a un supuesto en particular. Su contenido no se puede considerar en ningún caso recomendación o asesoramiento legal sobre cuestión alguna.

N. de la C.: En las citas literales se ha rectificado en lo posible —sin afectar al sentido— la grafía de ciertos elementos (acentos, mayúsculas, símbolos, abreviaturas, cursivas...) para adecuarlos a las normas tipográficas utilizadas en el resto del texto.

de pequeño tamaño. Un verdadero mercado único europeo de capitales no sólo aceleraría la recuperación económica, sino que también minimizaría los costes de transición, mejoraría la estabilidad financiera y mantendría los esenciales flujos de inversión a lo largo de la Unión Europea.

A la vista del creciente retraimiento económico, es necesaria una mayor intervención pública incluso a través del presupuesto de la Unión. Los bancos continúan prestando y concediendo moratorias de pago a los deudores; sin embargo, no hay certeza de que sean capaces de continuar con esta actividad a este ritmo durante mucho tiempo. Todas las economías asisten a un incremento de sus niveles de deuda pública y privada; muchos negocios que han cerrado temporalmente requerirán nuevas formas de inyección de capital. El sistema financiero actual, demasiado centrado en la financiación bancaria, es un «cuello de botella» para el desarrollo económico en la Unión Europea desde el momento en el que las entidades de crédito no son capaces de ofrecer la variedad y profundidad de instrumentos financieros necesarios para una sana y rápida recuperación.

Se considera fundamental permitir el acceso transfronterizo a los productos financieros de manera sencilla, comparable, transparente y eficiente con respecto a los costes.

Por otra parte, se afirma que el cambio climático es una de las principales preocupaciones del grupo: un mercado de capitales dinámico y profundo tanto desde el sector público como desde el privado facilitará una «transición verde» en beneficio de la sociedad. Junto con este reto, la sostenibilidad de las pensiones requiere un complemento al sistema público con pensiones complementarias en el sector privado.

2. Las propuestas presentadas a la Comisión Europea

A continuación se describen las diecisiete propuestas del grupo de expertos clasificadas, como se refleja en el informe, en cuatro grandes categorías. Todas ellas requieren reformas legales del derecho europeo y en todas ellas se establecen plazos para que la Comisión presente sus propuestas de reforma, con la colaboración en ocasiones de organismos europeos (ESMA, EIOPA) o internacionales (IASB). En el informe se detalla pormenorizadamente cada una de estas propuestas, las cuales tratan de ofrecer soluciones a los problemas que —según el grupo de expertos— impiden un verdadero mercado único de capitales en la Unión Europea.

2.1. La financiación de la empresa por medio de los mercados de valores

- 1) Establecimiento de un punto único europeo de acceso a la información financiera y no financiera de obligada difusión pública por determinadas empresas, como las sociedades cotizadas (propuesta de la Comisión a mediados del 2021; desarrollo por la Autoridad Europea de Valores y Mercados —ESMA— desde el segundo trimestre del 2023).

- 2) Modificación del régimen de los fondos de inversión a largo plazo europeos (*European Long Term Investment Funds*, ELTIF) e introducción de incentivos fiscales para sus inversores (propuesta de la Comisión a finales del 2020).
- 3) Modificación de Solvencia II para fomentar la inversión a largo plazo de las entidades aseguradoras en los mercados de capitales, especialmente en acciones (propuesta de la Comisión a mediados del 2021 y posteriores desarrollos por la Junta de Normas Internacionales de Contabilidad —IASB, *International Accounting Standards Board*— en el 2021).
- 4) Implementación de Basilea III: actividad de creadores de mercado de las entidades de crédito y fomento de la inversión a largo plazo en empresas por estas entidades (propuesta de la Comisión a finales del 2020).
- 5) Revisión del régimen de titulaciones para fomentar su difusión (propuesta de la Comisión en la segunda mitad del 2021).
- 6) Simplificación del régimen de admisión a negociación y fomento de las ofertas públicas de suscripción de valores (IPO) (propuesta de la Comisión de reforma de la MiFID II a finales del 2020 y de otras normas —reglamento de folletos, Reglamento sobre el abuso de mercado— a finales del 2021).
- 7) Criptoactivos y activos digitales como vía de captación de financiación: reforma de la legislación vigente a finales del 2020 para su inclusión y, en su caso, propuesta de la Comisión de nueva normativa a finales del 2021.

2.2. Infraestructuras de mercado

- 8) Frente a la fragmentación nacional de las operaciones de compensación y liquidación, reforma de la postcontratación (armonización del pasaporte europeo para los depositarios centrales de valores en aras de un mercado único de capitales, de la convergencia en materia de supervisión y acceso en los bancos centrales nacionales a moneda distinta de la propia dentro el Espacio Económico Europeo para estas operaciones; propuesta de la Comisión a finales del 2021).
- 9) Fomento del ejercicio transfronterizo de los derechos que confieren las acciones de las sociedades cotizadas: modificación de la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo del 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (propuesta de la Comisión a finales del 2023).
- 10) Estandarización de los términos contractuales para la prestación y uso de servicios en la nube por los operadores financieros de la Unión Europea y nuevas normas que

permitan a los proveedores de estos servicios y a las autoridades supervisoras el control del riesgo (desarrollo por la Comisión de cláusulas contractuales de inclusión voluntaria y propuesta de régimen sobre ciberresiliencia a finales del 2020).

2.3. Fomento de la inversión minorista en los mercados de capitales

- 11) Desarrollo de un sistema de medición del progreso por parte de los Estados miembros acerca de la adecuación y sostenibilidad de las pensiones y de un sistema de seguimiento de las pensiones de las personas físicas, y establecimiento de mejores prácticas para la inscripción obligatoria de los trabajadores en los planes de pensiones de empleo (esta última medida se adoptaría a finales del 2021 y las dos anteriores, a finales del 2022).
- 12) Dada la falta de comprensión y confianza del inversor minorista en los mercados de capitales, así como su baja participación, la Comisión y los Estados miembros establecerán medidas para paliar esta situación entre los años 2022 y 2024.
- 13) Modificaciones de las directivas sobre distribución de seguros y MiFID II y del Reglamento sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros (PRIIP) para mejorar la información que suministrar, el régimen de conflictos de intereses y el de incentivos; creación de un sello distintivo de calidad paneuropeo para los asesores financieros (diversas propuestas de la Comisión entre finales del 2020 y el 2022).
- 14) Marco normativo para el intercambio de datos (*open financial approach*), sobre la base del sistema establecido para las entidades de crédito y los proveedores de servicios de pago, en otros productos financieros (propuesta de la Comisión para finales del 2021).

2.4. Obstáculos a la inversión transfronteriza

- 15) Ante la lentitud y los costes asociados en materia de retenciones fiscales a la inversión transfronteriza, se recomienda que la Comisión presente una propuesta normativa a mediados del 2022 para armonizar definiciones e introducir un sistema estandarizado de retención fiscal.
- 16) Los diferentes regímenes de los Estados miembros en materia de insolvencia son también un obstáculo a la inversión transfronteriza. Se propone que la Comisión presente una propuesta a principios del 2022 para armonizar en la Unión Europea los puntos fundamentales del derecho de la insolvencia empresarial.

- 17) Fomento de la convergencia supervisora con base en un código único europeo: se propone que la Comisión presente a mediados del 2021 la reforma legal que incremente las competencias supervisoras de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y de la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA).

El informe puede consultarse aquí: https://ec.europa.eu/info/news/cmu-high-level-forum-final-report_en.