



Diego Valiante,
jefe de Mercados
Financieros e Instituciones
en el **Centro de Estudios
de Política Europea (CEPS)**



La Unión del Mercado de Capitales en Europa es más inversión, más crecimiento y más oportunidades de empleo

La maquinaria está en marcha, pero aún queda un largo recorrido hasta que la Unión Europea lo sea también de sus mercados de capitales. Más de 30 barreras impiden, entre otras cosas, que las Bolsas del Viejo Continente desarrollen todo su potencial en financiación empresarial y, por extensión, como dinamizadores de la incipiente recuperación económica. El doctor italiano Diego Valiante las ha identificado en un pormenorizado informe* que le ha valido el aplauso de la comunidad inversora y que ha presentado en la Bolsa de Madrid dentro de una escogida gira por contadas plazas europeas.

*Acceso al informe:

Europe's untapped capital market: rethinking integration after the great financial crisis.
Centre for European Policy Studies and European Capital Markets Institute. February 2016.





José Manuel Del Puerto

ELBOLETIN.COM

Hace ya 14 años que los europeos compartimos una moneda única, ¿cómo es posible que no se haya producido aún la unión de los mercados de capitales? ¿En qué debería consistir?

La Unión del Mercado de Capitales (UMC) en Europa es un plan de acción que la Comisión Europea ha lanzado con decisión desde hace solo un año, después de un discurso de su presidente Jean-Claude Juncker en el que habló con determinación de la necesidad de recalibrar el sistema financiero de la Unión Europea más allá del rol de la banca. No es una cuestión nueva, pero desde el conocido como 'Informe de los Cinco Presidentes' el tema se ha tratado con más profundidad.

El gran impedimento para la integración de los mercados de capitales reside en que, a pesar de la existencia de una moneda única, en cada país existen barreras económicas y legales internas que impiden la creación de un verdadero mercado común. A diferencia de lo ocurrido en EEUU, donde esta unión partió de cero, aquí hay 28 mercados con 28 marcos legales diferentes entre sí... se trata más que de integrar de crear un mercado que como tal no ha existido jamás.

Entonces, ¿se podría decir entonces que con la implantación del euro Bruselas empezó la casa por el tejado?

En los últimos 20 años, el mercado de bienes y servicios transfronterizo en Europa ha sido muy estrecho. Esto se debe a que así es como han sido en este tiempo los mercados de capitales a consecuencia de que la Unión Económica y Monetaria (UEM) ha comenzado por el uso de un medio común de cambio en un mercado pequeño, que en realidad estaba por desarrollar.

En otros ámbitos, como el bancario, se ha avanzado mucho en un espacio de apenas cinco años con la creación de un mercado transfronterizo que abarca toda la Unión más allá de la Eurozona en ma-

terias como un mecanismo único de supervisión, de rescate de depósitos, de resolución de entidades... Sin embargo, no basta con reformar solo donde hay problemas con los flujos de capitales, sino también donde podrían ser más eficientes. Esta es la razón de ser de la UMC.

¿Esto supone reforzar también al sector privado?

Así es, ya que ahora se habla mucho de creación de instituciones comunitarias, de un ministro europeo de Finanzas, pero si no se crea una integración fuerte del sector privado no se va a ninguna parte. Mientras se está pidiendo a Grecia que se convierta en un ejemplo de mercado abierto, Alemania, Holanda y Suecia se encuentran entre los mercados europeos más cerrados. Allí el capital circula con mayor fluidez, pero las barreras son muy pronunciadas y así se impide una mayor eficiencia.

Precisamente, su trabajo se centra en el análisis de estas barreras que hasta la fecha impiden el establecimiento de un verdadero mercado único de capitales. Usted ha identificado y clasificado más de 30, ¿no es una carrera con muchos obstáculos?

En realidad, muchas de estas barreras -no la totalidad, pero sí muchas- se conocen desde hace años. Algunas incluso se recogen ya en el 'informe Giovannini' del año 2011. La cuestión ahora es identificar las áreas en las que empezar a trabajar.

Ciertamente, la unión completa no llegará hasta dentro de años, pero hay que empezar por algún sitio. La ventaja es que el ambiente político de Bruselas es hoy mucho más conducente a la introducción de reformas que hace no tanto tiempo. Aunque la supresión de todas las barreras podría llevar hasta 15 años, muchas podrían liquidarse en un espacio de tiempo tan breve como los próximos cinco años.

En su informe habla de repensar el camino de integración trazado hasta ahora. ¿Eso quiere decir volver sobre los pasos ya enfilados o establecer un nuevo sendero en lo sucesivo?

En primer lugar, hay que repensar qué es la integración y cómo se hace. En los inicios del euro se ha visto una convergencia de precios y tipos de interés que se ha definido como unión financiera y no lo es. Si no se avanza hacia la facilidad para que un inversor alemán pueda tener acciones de empresas españolas, o al revés, se trata de una integración ficticia que desaparece en lo que llega una crisis, como de hecho ha ocurrido.

Leyes se han hecho ya muchas buscando la integración. Ahora, hay que ver cómo aplicarlas. La Comisión Europea ha desarrollado mucho papel escrito, pero se necesitan estrategias y directrices a largo plazo que marquen dónde hay que llegar en diez años. Si no se adopta este pensamiento estratégico, al final las normas se convierten en listas de la compra donde cada estado miembro escoge lo que le interesa y lo que no con base en intereses nacionales, no con miras europeas.

Quizá un primer punto de partida sería la creación de mostradores especializados en negociación

transfronteriza dentro de cada operador de los mercados de valores nacionales. El Parlamento Europeo debe dejar a un lado las pequeñas reformas legales para plantear discusiones serias de largo plazo. Asimismo, debería reforzarse el papel de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), para que asumiese en primer término las cuestiones relacionadas con la negociación entre países, ya que no puede continuar habiendo 28 autoridades nacionales que decidan con sus propios criterios sobre estas operaciones.

¿Debería ser este refuerzo de la ESMA una de las primeras medidas a implementar para alcanzar la UMC?

Definitivamente, sí; ya que el objetivo de la UMC no puede ser crecimiento económico y del empleo de por sí. Hay que clarificar cómo conseguir esos fines mediante objetivos instrumentales. Existen al menos otros tres puntos de mayor urgencia y que podrían resolverse en un reducido espacio de tiempo.

Uno de ellos, y antes que los demás, toca a los procedimientos de insolvencia. No debería buscarse una armonización total, porque este empeño ha fracasado hasta ahora y seguirá fallando. Se trata más de una aproximación quirúrgica en la que analizar hasta dónde se puede unificar. En segundo lugar, ciertas contradicciones entre sistemas legales vigentes y, por último y extensión, la reforma de los requisitos y criterios contables, donde las enormes áreas de discrecionalidad de cada mercado hacen a veces muy difícil comparar la información disponible y exigible de las empresas de cada país miembro.

Ha hablado usted de la creación de empleo como uno de los grandes objetivos del proyecto. ¿Será fácil comprobar su impacto en la llamada economía real?

La Unión del Mercado de Capitales tiene un beneficio real y tangible para todos: inversores y de-





positantes. El que se den las condiciones para que la empresa cuente con un mayor y fácil acceso a la financiación y a un coste menor generará un mayor capital disponible para inversión. Esto se traduce en crecimiento y oportunidades laborales. No es algo positivo solo para quien tiene fondos para invertir, sino también para el que no los tiene, puesto que tendrá más posibilidades de acceder al mercado laboral o a unas mejores condiciones.

Además, la participación del particular en el mercado será mayor porque la integración fomentará una mayor transparencia y la publicación de información inteligible también para el pequeño inversor. Al haber más competencia entre intermediarios habrá de darse una mayor educación financiera que hará que la asesoría gane cada vez más peso en unos despachos que hasta la fecha estaban cerrados para las carteras de inversión más modestas.

Esto ayudará también a evitar crisis como la de las preferentes en España. El inversor estará más capacitado para comprender convenientemente los riesgos que asume con cada operación debido a la mayor disponibilidad de información. Las nuevas reglas de juego comunitarias deben proveer los instrumentos idóneos para transmitir la adecuada idea de riesgo para cada caso, más en un entorno en el que queda patente que si no se asumen ciertos riesgos no se puede esperar un retorno considerable.

Y, ¿qué puede decir del plano de la empresa?

El peso del crédito bancario en los balances de financiación de las compañías europeas frente a otras fuentes de recursos ha quedado en evidencia en la actual crisis. Mientras que las empresas y el conjunto de la economía de EEUU han salido del bache más rápido, la dependencia de la banca ha pasado una mayor factura a Europa.

Otro factor del Viejo Continente es que hoy en día existe mucho capitalismo familiar que, por lo general, rehúye los mercados de capitales por miedo a la



Las nuevas reglas de juego comunitarias deben proveer los instrumentos idóneos para transmitir la adecuada idea de riesgo para cada caso, más en un entorno en el que queda patente que si no se asumen ciertos riesgos no se puede esperar un retorno considerable. ”

pérdida de control y los requisitos de transparencia. Sin embargo, el establecimiento de la UMC generaría tal flujo de liquidez que atraería de por sí a estas grandes empresas nacionales que también son reacias a salir a Bolsa por temor a una mayor identificación con el riesgo-país cuando sus partidas de facturación son en buena medida extracomunitarias.

Este mismo razonamiento se extiende también hacia empresas de fuera de la Unión Europea. Hoy en día, grandes empresas internacionales se fijan en Nueva York y Hong Kong para el listado de sus acciones, mientras que desestiman el hacerlo en plazas europeas. Un marco bursátil europeo más armonizado, legislativa y operativamente, permitiría a la industria de la Bolsa en Europa ofrecer costes de capital más competitivos y conjugar de manera integrada el apetito de los miembros –más formados– de cada mercado nacional.

De regreso a la economía más cotidiana, ¿en qué lugar quedarían las pequeñas cotizadas dentro de esta integración europea?

Las *small caps* tienen, por lo general, poquísima liquidez a nivel nacional, por lo que en este sentido su situación no debería empeorar. Al contrario, la conexión europea debería crear una mayor masa inversora para la pequeña y mediana empresa, pues si bien un ciudadano medio de cualquier país miembro no se plantearía en la actualidad la entrada en pequeñas cotizadas de otro mercado –ya que tampoco cuenta con conocimientos para ello–, sería mucho más sencilla la entrada en fondos especializados que sí repartan sus carteras entre compañías de distinta bandera nacional. Este modelo de economía de escala también afecta positivamente a la liquidez de las empresas, pues ya no sería cada mercado nacional el que crease la liquidez para sus propias compañías.

Por otra parte, la reforma del gobierno corporativo no forma parte estrictamente de la UMC porque los modelos de gobernanza no tienen en ningún caso garantía de éxito mundial. La estructura societaria puede ser muy diferente, porque la gobernanza está ligada al sistema económico nacional, que es distinto y debe permanecer distinto; lo que se debe cambiar es la facilidad de acceso a la financiación y la búsqueda de este flujo terminará por impulsar una mejor aplicación del buen gobierno en el capitalismo familiar.

¿Están las Bolsas bien preparadas para afrontar esta reforma? ¿Hay alguna que lleve la delantera?

Ciertamente, algunas Bolsas han anticipado movimientos ya desde los años 90. La necesidad de buscar beneficio, la eficiencia en costes, la mayor competencia y la concurrencia en acceso al mercado han forzado esta lucha por ganar en competitividad dentro del todavía fragmentado mercado europeo.

Sin embargo, ni hablando de mercados concretos ni de países se puede establecer un ranking de preparación para la UMC. Cada cual tiene sus puntos fuertes y débiles en distintas áreas y lo que debe hacer la normativa europea es nivelar, no decir lo que debe hacer cada uno en cada materia. Se trata de armonizar y crear un tablero de juego común para todos en Europa. En cada mercado hay además intereses de todo tipo.

Según lo plantea, el rol de actores de primer nivel en los mercados nacionales debe cambiar, como es el caso de la banca

Así, es. Si se cambia el sistema en el que se distribuyen y venden los activos financieros, cambiará también el papel de aquellos que hasta el momento se dedicaban a esta actividad. Las industrias financieras nacionales se verán ante una mayor competencia que forzará una mayor apuesta por la educación financiera y el asesoramiento, también en materia de aseguramiento, pensiones y previsión. No se trata de dividir la tarta en porciones más pequeñas, sino de ir hacia una más grande, de entrar en nuevos mercados, en nuevas bolsas de liquidez que implican que los operadores no deben pensar ya en ser campeones nacionales, sino en ser uno más a escala europea.

De vuelta a las pymes, considero que estas son las que verán una mayor oportunidad para reducir su dependencia del crédito bancario. Hasta la fecha no se da una estructura de mercado líquido en Europa que facilite la creación de más fondos de inversión y capital riesgo enfocados hacia este nicho. 