europeG
Grup d'Opinió i Reflexió en Economia Política

La unió de mercat de capitals davant del Next Generation EU

Ángel Berges, Ricardo Pedraz i Emilio Ontiveros (a títol pòstum), *Afi*

***Policy Brief* núm. 19**
2023

ISSN 2014-7457

En l'anàlisi dels sistemes financers comparats, es reforça la tesi que l'europeu (i l'espanyol en particular) presenta un predomini clar de la intermediació bancària com a principal mecanisme de finançament de l'activitat econòmica, comparat amb el model anglosaxó (i molt especialment el nord-americà), amb un gran protagonisme dels mercats de capitals en aquest finançament.

A partir d'aquesta constatació, el marc institucional europeu és clarament favorable a una diversificació de les fonts de finançament empresarial, que redueix el biaix bancari excessiu que té actualment, especialment a la zona euro. En aquest sentit hi ha l'absolut convenciment que la configuració financera diferent és un dels motius del dinamisme empresarial i de l'actitud innovadora dels Estats Units, que és més gran que a Europa. Per descomptat, no és l'única raó, ja que la taxa d'emprenedoria més baixa a Europa és un altre element clau.

Sobre aquestes bases (diversificació de les fonts de finançament i major recurs als mercats de capitals , des de la percepció que són més proclius a finançar activitats innovadores i amb una major assumpció de risc), la Comissió Europea impulsa des del 2015 la construcció d'una unió de mercat de capitals (UMC) a Europa. La data escollida per a aquest llançament no és casual, ja que coincideix amb la posada en marxa (encara que d'una manera incompleta) de la unió bancària (UB), a la qual la UMC afegiria la baula necessària per a una integració financera completa a la zona euro.

El projecte de la UMC, en la seva configuració inicial, se centrava en tres línies d'actuació:

- El desenvolupament de fonts alternatives de finançament.
- El suport a les pimes, especialment a les de caràcter més innovador.
- L'enfortiment dels nivells de capital de les empreses.

Aquests objectius fundacionals de la UMC tenen molta més validesa i justificació en el context de l'ambiciós pla de recuperació i reorientació productiva que la Unió Europea va aprovar el juliol del 2020 com a resposta a la pandèmia: el Next Generation EU (NGEU).

Els dos grans focus sectorials del pla (sostenibilitat i digitalització/innovació) requeriran inversions en les quals el finançament bancari –i, en general, el que descansa en recursos aliens amb un cost i venciment explícits– és menys apropiat i, en canvi, ho és molt més un finançament basat en recursos propis, que comparteixen els riscos i els beneficis derivats d'aquestes inversions.

En aquest context, l'objectiu d'aquest *Policy Brief* és revisar el grau de desenvolupament que ha assolit fins ara la UMC i, més concretament, la necessitat de potenciar i alinear les seves prioritats i els eixos estratègics amb el màxim efecte amplificador del NGEU. En el context actual d'augment de costos de finançament i de canvi en la política monetària, una anàlisi com la que es fa aquí també es considera rellevant per si contribueix a minimitzar riscos futurs, sempre que el plantejament no comporti un augment de la regulació.

1. La unió de mercat de capitals (UMC): fonaments i avenços aconseguits

1.1. La UMC com a complement de la unió bancària (UB)

Un cop posada en marxa la unió bancària (UB) (de manera gradual i encara incompleta), la integració financera europea intenta fer un pas endavant important amb l'altra gran construcció que ha de complementar la UB: la unió de mercat de capitals (UMC).

Potser la diferència principal entre l'una i l'altra rau en el grau de concreció dels objectius respectius. La UB neix com a solució a un problema molt definit, la fragilitat dels sistemes bancaris de la zona euro, i l'autoalimentació que aquesta vulnerabilitat exercia amb la sostenibilitat de les finances públiques en els països respectius, que dona lloc al conegut "bucle diabòlic" o "cercle viciós" entre riscos bancaris i sobirans.

En el cas de la UMC, per contra, el problema està molt menys acotat, i es presenta amb perfils menys definits, per la qual cosa les propostes també han estat més diverses i menys visibles pel que fa als avenços en implantació i efectivitat. A més, en aquest cas, l'existència de nombrosos supervisors en la part del mercats de capitals és un element rellevant que continua limitant l'actuació real en l'àmbit comunitari.

En qualsevol cas, convé recalcar que el sistema bancari i els mercats de capitals formen dos components fonamentals del sistema financer, amb complementarietats evidents entre els uns i els altres. En el primer cas, la funció d'intermediació financera que han dut a terme els bancs permet agrupar estalvis (dipòsits) d'un import petit, amb terminis reduïts, en préstecs d'un import més alt i terminis més prolongats. En fer aquesta intermediació, els bancs duen a terme, per compte dels dipositants, una funció de "vigilància" permanent dels prestataris per part dels prestadors. Com a resultat d'aquesta funció, els bancs estan més ben posicionats que els mercats de capitals per resoldre els problemes d'agència entre deutors i creditors, i desenvolupar relacions de confiança en què descansi aquest finançament bancari.

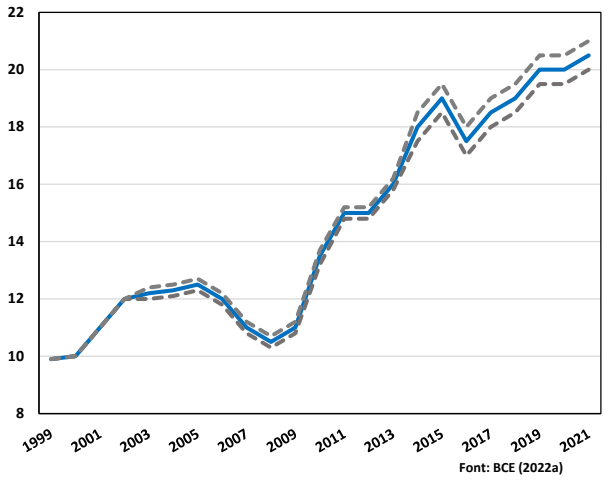
Amb aquests avantatges, el finançament bancari és menys adequat quan les empreses que requereixen finançament no disposen d'actius en garantia, ni d'un historial creditici, ni un corrent de fluxos financers estable i previsible. És el cas de les empreses de nova creació o amb un alt component innovador i potencial de creixement, en les quals és evident que un finançament basat en els diferents instruments dels mercats de capitals és molt més efectiu que un d'origen bancari.

1.2. Avenços a la UMC: notables, però insuficients

Amb la UMC es pretenia sobretot incentivar la diversificació de fonts de finançament per al teixit empresarial de manera que reduïssin l'excessiva dependència del finançament bancari, així com el desenvolupament de fonts de finançament per a infraestructures a llarg termini, especialment rellevants en el marc del Pla Juncker, que es va posar en marxa paral·lelament a la UMC. Segons les paraules del seu principal valedor, el britànic Jonathan Hill (en aquell moment comissari europeu al capdavant de la iniciativa, que va dimitir el càrrec l'endemà del Brèxit), amb la UMC es pretenia reduir el pes del finançament bancari a Europa (*unbanking Europe*).

Cal reconèixer que s'ha avançat molt en aquest procés de diversificació de les fonts de finançament empresarial, amb un pes relatiu creixent (tot i que encara minoritari) del finançament de mercats, en detriment del finançament bancari. El gràfic 1, adaptat del Banc Central Europeu (2022a), posa de manifest que el pes d'aquest finançament en mercats s'ha duplicat al llarg de la dècada i mitja que ha transcorregut des de la crisi financera, que ha passat del 10 % al gairebé 20 %.

Gràfic 1. Finançament en mercats per les empreses de la zona euro



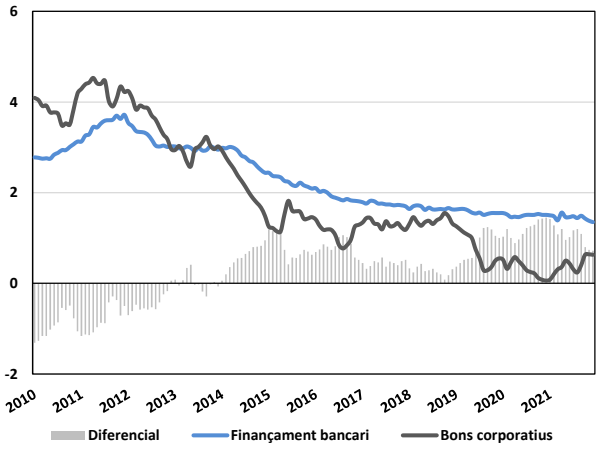
El mateix BCE, a l'hora d'interpretar aquesta tendència, argumenta que les empreses estan utilitzant la crida a mercats com a "roda de recanvi" (*spare tyre*) davant

d'una oferta menor de crèdit bancari posterior a la crisi financera, i que es va allargar mentre va durar el sanejament dels balanços bancaris i l'enfortiment de la seva solvència.

Més enllà d'aquest increment en el pes agregat del finançament en mercats, destaca l'augment del cens d'empreses que hi recorren, amb la incorporació d'empreses més petites que emeten per primera vegada, tal com documenten Darmouni i Paputsi (2022). Segons aquest estudi, entre el 2014 i el 2018 més del 10 % de les emissions que es van dur a terme cada any les van fer empreses que apel·laven per primera vegada als mercats de bons. A més, segons dades de l'OCDE, en mercats de capitals el volum d'emissions de bons corporatius per part de petites empreses va augmentar un 20 % el 2021. A Espanya, per exemple, el 2021 es va arribar a les 100 emissors al Mercat de Renda Fixa de BME, MARF, des que es va crear l'any 2013 i destinat a empreses més petites. En qualsevol cas, encara cal un suport específic per a aquestes empreses més petites.

Aquest recurs creixent als mercats per part de les empreses europees ha gaudit, paral·lelament, d'unes condicions de finançament que han anat millorant, tant en termes absoluts com en relació amb el finançament bancari, tal com mostra el gràfic 2, extret del BCE (2021b). En el gràfic es posa de manifest com el *spread* entre el cost del finançament en mercats i els préstecs bancaris ha passat de ser negatiu (préstecs més barats) en els primers anys després de la crisi financera, a ser positiu de forma sistemàtica durant la segona meitat de la dècada.

Gràfic 2. Cost del finançament en mercats (bons) enfront del bancari



Font: BCE (2021b)

Aquests avenços, sens dubte destacables, no aconsegueixen erradicar una visió del sistema financer de la zona euro amb un pes excessiu de la intermediació bancària en el finançament empresarial, en detriment de les fonts de finançament captades als mercats, tant en recursos aliens (bons), com sobretot en recursos propis (accions), aspecte sobre el qual aprofundirem més endavant. En qualsevol cas, i a l'efecte de tenir una visió global del sistema financer de la zona euro (i d'Espanya dins d'aquesta zona), la taula 1 presenta les magnituds aproximades dels principals segments del sistema financer europeu i espanyol, i el seu contrast amb les equivalents en el cas dels Estats Units, tant en termes absoluts (en euros) com en termes relatius al producte interior brut de les dues àrees econòmiques.

Taula 1. Sistema financer dels Estats Units, zona euro i Espanya: distribució per segments, a finals del 20212021 (xifres aproximades en bilions d'euros i en % sobre el PIB)

	EEUU	Zona euro	Espanya
Actius bancaris	22 (120 %)	24 (200 %)	2,5 (200 %)
Bons Tresor (saldo viu)	22 (120 %)	11 (95 %)	1,3 (115 %)
Bons empreses (saldo viu)	8 (40 %)	1,5 (18 %)	0,2 (15 %)
Accions (capitalització)	46 (22 0%)	10 (80 %)	0,8 (65 %)

Font: elaboració pròpia sobre dades de Reserva Federal, Eurostat, BCE, European Stock Exchange Federation.

En el cas espanyol i europeu, amb una estructura molt similar en tots dos, hi continua havent una gran presència d'actius bancaris, que superen el 200 % del PIB, gairebé el doble del que representen als Estats Units. Davant d'això, els Estats Units tenen una molta més presència dels mercats de capitals en tots els seus segments, però sobretot en els d'emissors privats, ja que el pes dels bons emesos pel Tresor és força similar a banda i banda de l'Atlàntic, i té més a veure amb l'endeutament públic acumulat en unes i altres jurisdiccions.

En el cas de les accions i dels bons corporatius és on la diferència entre els Estats Units i la zona euro és aclaparadora, tant en termes absoluts (una ràtio de quatre vegades entre el primer i el segon), com en termes relatius al PIB, en què els Estats Units triplica el pes europeu. I aquesta diferència quantitativa cobra una virtualitat molt més gran si es té en compte que el mercat de capitals estatunidenc es comporta com un ens totalment integrat (a marge que hi ha hagi diferents plataformes distribuïdes de contractació), mentre que l'europeu es continua caracteritzant per disset mercats amb un grau d'integració que encara és reduït.

Aquesta diferència entre un mercat de capitals únic als Estats Units i disset de relativament segmentats a la zona euro també és aplicable al segment de deute públic, la qual cosa dona molta més importància al NGEU com a element integrador dels mercats de deute, com explicarem més endavant.

1.3. El Pla d'Acció 2020 d'impuls a la UMC

La Comissió Europea ha mirat de donar un nou impuls a la UMC amb l'objectiu d'accelerar-ne l'assentament efectiu i tancar el forat que encara persisteix davant del sistema financer nacional.

Un primer impuls institucional va tenir lloc el setembre de 2020 amb la posada en marxa d'un nou "CMU Action Plan" amb un objectiu triple, que es configura en tres pilars i disset plans d'actuació, tal com recull esquemàticament a l'annex 1.

- Pilar 1 (pime). Facilitar més l'accés al finançament per a les empreses, i millorar-lo, especialment les més petites.
- Pilar 2 (minorista). Donar més bones oportunitats perquè les persones puguin invertir els seus estalvis.
- Pilar 3 (mercat únic). Aconseguir una millor integració dels mercats financers.

La implantació efectiva d'aquest nou pla d'acció renovat pretenia introduir avenços tangibles en el desenvolupament d'un mercat de capitals europeu integrat i profund, i més aptes per impulsar el creixement basat en la innovació i la sostenibilitat, els eixos principals del NGEU, al qual dedicarem l'apartat 2 d'aquest treball.

Un avenç destacable en el marc d'aquest nou pla d'acció ha estat crear l'anomenada ESAP (*European Single Access Point*), una plataforma digital d'informació harmonitzada de companyies, especialment oberta a les mitjanes i petites empreses, com a primer pas per aproximar-les a l'ecosistema dels inversors, i eliminar (o com a mínim, reduir) les asimetries informatives que tradicionalment s'han definit com el principal obstacle perquè aquestes empreses accedeixin als mercats de capitals.

També cal destacar la revisió de tota la normativa sobre la cotització en mercats organitzats, a fi de facilitar i abaratir les sortides a borsa de companyies més petites. Un avenç important en aquest sentit serà la regulació definitiva dels *SME-IPO Funds*, és a dir, fons d'inversió especialment dissenyats per especialitzar-se en invertir en companyies que surten a borsa per primera vegada (*Initial Public Offerings*). Això generarà una nova demanda inversora per a aquestes col·locacions, i augmentarà l'atracció perquè noves companyies surtin al mercat i diversifiquin les seves fonts de finançament, que avui presenten un biaix excessiu envers el finançament bancari, o l'autofinançament procedent de la inversió de beneficis.

Aquest impuls als mercats de capital, i sobretot les modalitats d'injecció de capital en les fases inicials de l'empresa (capital de risc, capital llavor, capital de creixement), agafa una categoria d'urgència en el context del NGEU que analitzem a l'apartat següent. I ho fa en el contrast amb la situació dels Estats Units, referència que Europa gestiona a l'hora de dissenyar un sistema financer especialment adequat per impulsar aquests eixos de digitalització i sostenibilitat en què el NGEU posa els seus esforços.

2. La necessitat d'alinear la UMC amb les necessitats financeres del NGEU

2.1. NGEU: grans magnituds i la seva distribució

El programa Next Generation EU (NGEU), adoptat per la Unió Europea com a principal element de recuperació de la pandèmia, constitueix un esforç sense precedents en la construcció europea. També proporciona una oportunitat històrica per alinear el desenvolupament dels mercats financers (sobretot els mercats de capitals) amb els objectius d'aquest programa, que sense cap mena de dubte passa per tancar aquesta bretxa respecte al paper que tenen els mercats de capitals a Europa enfront als dels Estats Units, tal com hem mostrat a l'apartat anterior.

El NGEU té un import total de 750.000 milions, dels quals l'element principal és el Fons de Recuperació i Resiliència (RRF per les sigles en anglès), acompanyat d'altres instruments de menys grandària, alguns dels quals ja existien abans de la pandèmia.

A banda de l'elevada magnitud del NGEU (més del 5 % del PIB de la Unió Europea), diverses de les seves característiques són les que li donen una dimensió sense precedents, pel que fa al seu paper de dinamitzador i transformador de les economies europees, i que contribueix a una integració econòmica i financera més gran, de la qual l'impuls a la unió de mercat de capitals tindrà un clar efecte col·lateral.

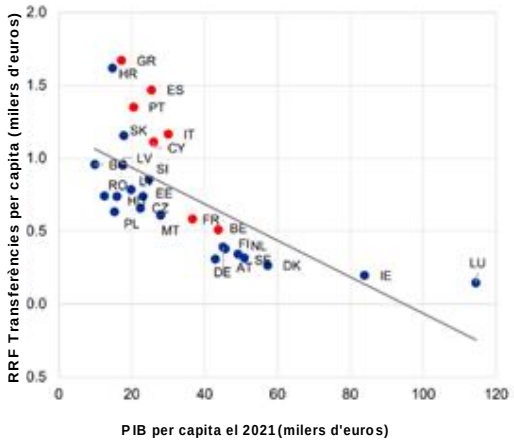
En primer lloc, el fet que, per primera vegada a la història, la Comissió Europea com a unitat emissora i no els estats membres per separat, apel·larà als mercats financers per obtenir el finançament necessari, que sens dubte donarà un impuls important a un mercat de capitals europeu integrat, així com a crear un actiu financer "àncora" (que es coneix com a *safe asset*, o actiu segur en la literatura financera), com ho seran els bons emesos per la Comissió.

Amb un volum mitjà d'emissions anuals d'uns 150.000 milions en el període de cinc anys entre 2022 i 2026, la Comissió Europea es converteix en el principal emissor en el mercat europeu de capitals. Per l'elevat volum previst d'apel·lació al mercat, la Comissió ha tingut especial cura de la planificació i governança de tot el procés d'emissions, i també ha buscat una diversificació d'instruments (pagarés, bons, bons verds) i procediments de col·locació (subhastes i sindicacions), així com un marc de relacions transparent i ben estructurat amb els agents col·locadors (*Primary Dealer Network*), aspectes tots ells d'una especial importància per a reforçar la unió de mercat de capitals.

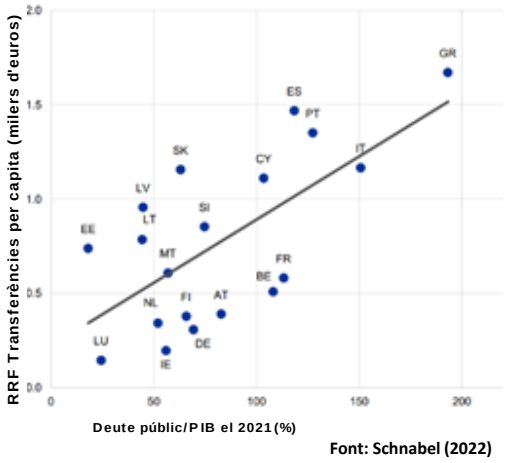
En segon lloc, l'assignació d'aquests fons als estats membres no és proporcional al seu pes a la Unió Europea, sinó pels danys causats per la pandèmia, així com a necessitats de convergència. És així com els estats més danyats o necessitats rebran imports que en alguns casos poden superar el 15 % del seu PIB, mentre que d'altres potser no arriba al 2 %. En el gràfic 3 es pot comprovar el caràcter solidari o convergent del NGEU/RRF, en la mesura en què la distribució entre diferents països té una relació inversa amb el PIB per capita, i una relació directa amb la ràtio de deute públic sobre el PIB.

Gràfic 3. NGEU. Distribució per països en funció del PIB per capita i deute públic/PIB

a. RRF transferències per capita i PIB per capita



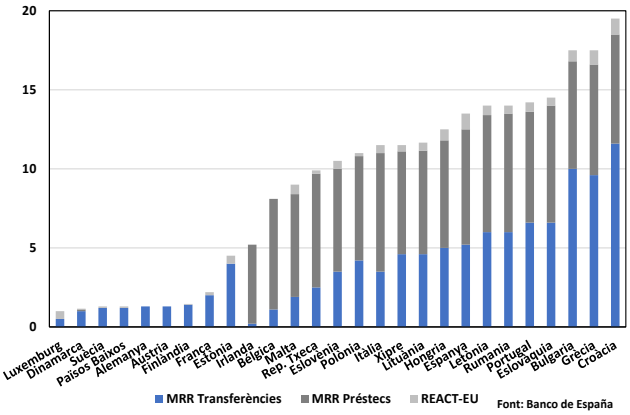
b. RRF transferències per capita i deute públic en % del PIB



Font: Schnabel (2022)

De manera complementària, el gràfic 4 il·lustra la distribució per països del NGEU en termes de pes sobre el PIB, i distingeix entre el component préstecs i el component subvenció. Es pot comprovar que Espanya es troba entre els països més beneficiats en termes relatius, amb el total assignat (uns 140.000 milions, només superats per Itàlia) arribant al voltant del 13 % del PIB.

Gràfic 4. NGEU per països. Distribució entre préstecs i transferències



Font: Banco de España

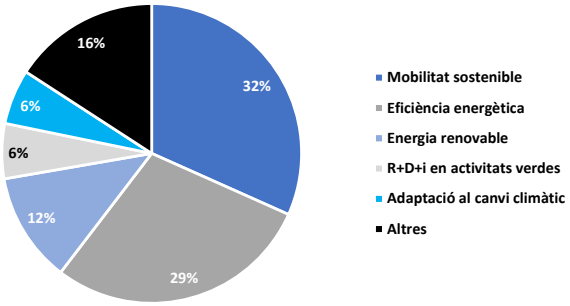
I, en tercer lloc, però no per això menys important, aquests fons assignats als països incorporen una part molt important (gairebé la meitat) de subvencions sense reemborsament, mentre que la resta seran préstecs reemborsables que els estats membres hauran de tornar, però en terminis llargs i amb una elevada carència. Això incentivarà que la destinació que tinguin també tingui un format reemborsable, que augmentarà la capacitat d'inversió de les empreses mitjançant una oferta més gran d'instruments financers que assumeixen més risc.

2.2. Transició digital i verda: biaix cap al finançament en els mercats

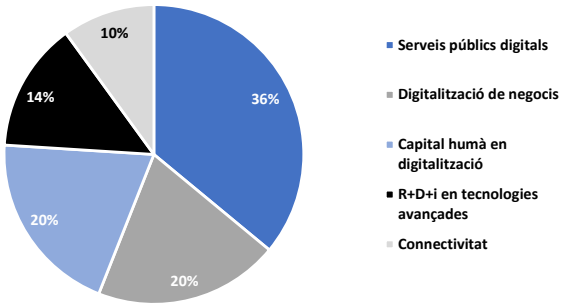
Pel que fa als sectors destinataris d'aquests fons NGEU, els dos prioritaris tenen a veure amb els dos grans pilars que la Comissió ha definit com a tals: transició verda i transició digital. Entre aquests dos pilars concentraran gairebé dos terços del programa NGEU. No es pot passar per alt que les dues destinacions són intensives en tecnologia i qualitat de l'ocupació, la qual cosa els permet disposar d'un efecte multiplicador important sobre la qualitat del creixement econòmic. La distribució dins d'aquests pilars apareix al gràfic 5.

Gràfic 5. NGEU (RRF). Destinació dels fons assignats a la transició verda i digital

a. Transició verda



b. Transformació digital



Font: Lannoo-Tomadakis (2022)

En qualsevol cas, i sense oblidar la importància quantitativa i qualitativa del NGEU, les inversions per a la recuperació i la transformació productiva que Europa necessita són de tal magnitud que s'han de recolzar en una necessària complementarietat entre les fonts de finançament públiques i privades. Però no només és l'import elevat de les inversions que calen, sinó la seva naturalesa, amb un pes molt elevat de les inversions en sectors o activitats per a les quals és imprescindible un finançament basat en recursos propis, i en capital en les fases inicials de llançament del projecte empresarial i del seu creixement.

Així, la Comissió Europea calcula que les inversions necessàries per aconseguir els objectius en l'àmbit de la digitalització i la sostenibilitat podrien superar els 600.000 milions anuals en l'horitzó del 2030, dels quals menys d'un terç els aportarà la inversió pública associada al NGEU, mentre que el gruix d'aquestes inversions ha de descansar en inversió privada, amb un component de risc elevat.

Davant d'un repte com aquest, la qüestió és si els mercats financers europeus estan preparats per a aquest acompanyament en el finançament d'aquesta magnitud en digitalització i sostenibilitat, sectors en què el risc que s'assumeix és molt alt i, per tant, els finançaments que calen han de descansar sobretot en mercats de capitals, especialment en la modalitat d'accions i de capital de risc, com destaca el Banc Europeo d'Inversiones (European Investment Bank, 2021). No obstant això, també cal tenir en compte que la càrrega de treball que suposa l'emissió de valors en mercats de capitals és elevada, i això suposa un fre per a les empreses més petites i en limita la capacitat de diversificació.

Cal reconèixer que el mercat de capital de risc a Europa va créixer de manera significativa des de la crisi financera del 2008, i pràcticament va doblar la seva mida (de 10.000 a 20.000 milions) entre el 2012 i el 2020, segons les dades de l'European Venture Capital Association. Però aquest creixement relatiu es redueix a un paper residual si es compara amb Estats Units, sens dubte el país amb una importància relativa més notable d'aquest finançament, i la referència més vinculant a l'hora de potenciar aquests tipus d'instruments de capital i d'impulsar avenços en la UMC.

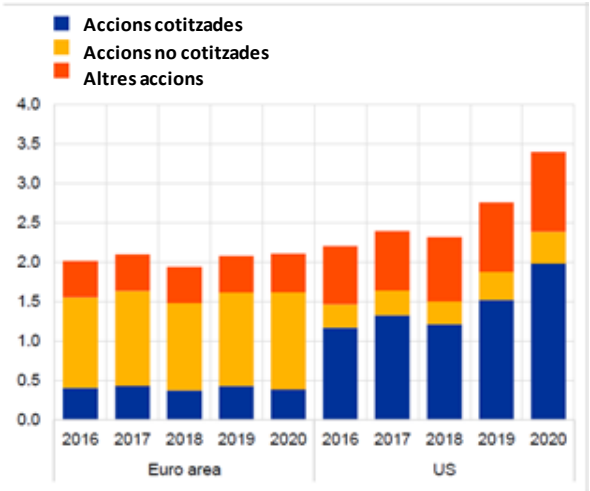
En aquest sentit, la il·lustració del gràfic 6 és prou eloqüent de la gran bretxa que separa els Estats Units i Europa pel que fa al pes de les accions cotitzades en mercats (gràfic 6*a*), i sobretot en la presència d'instruments de capital apropiats a les fases de naixement i creixement empresarial (gràfic 6*b*).

Segons aquestes fases, el finançament aportat per *business angels* seria més adequat per a la fase més inicial del desenvolupament de l'empresa, en què només hi ha una idea, sense concretar encara el producte o els serveis. En una segona fase, en què es desenvolupen aquests productes o serveis, però encara sense un desplegament comercial massiu, l'instrument més adequat es considera el *venture capital* o capital de risc; i el *growth capital* o capital de creixement agafaria el relleu en la fase d'aposta forta per aquest

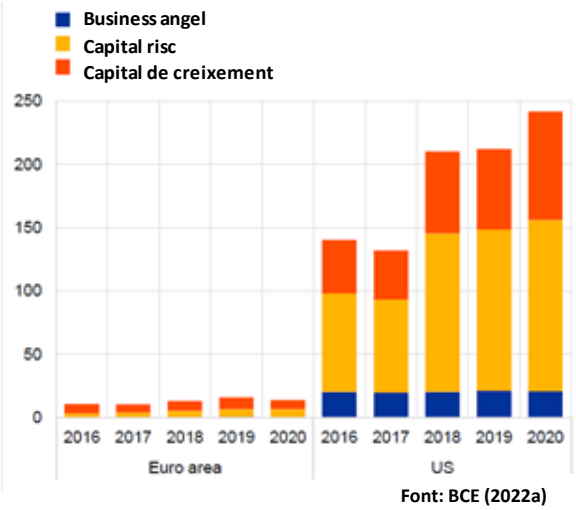
desplegament comercial quan els productes o serveis han demostrat el seu potencial. Doncs bé, com es pot veure del gràfic que hem esmentat, el domini dels Estats Units sobre la zona euro és aclaparador en aquestes categories de capital adequades per al naixement i creixement empresarial.

Gràfic 6. Finançament mitjançant capital i capital de risc. Zona euro davant dels Estats Units

a. Finançament mitjançant capital



b. *Business angel*, *venture capital* i *growth capital*



Font: BCE (2022a)

D'altra banda, es pot destacar el potencial que per al desenvolupament de la UMC presenta la part reemborsable del programa NGEU, que pot actuar com a incentiu per a l'ecosistema europeu de capital de risc, una oportunitat que cal aprofitar. Concretament, els estats membres assumeixen l'obligació de reemborsar a la Comissió Europea aproximadament el 50 % dels fons NGEU rebuts ja que es concedeixen com a préstec, tal com mostra el gràfic 4.

Aquesta és la lògica que podem trobar en la proposta d'utilització dels fons reemborsables que el Govern d'Espanya ha definit a finals del 2022. El plantejament consisteix a destinar la segona part dels fons obtinguts del Mecanisme de Recuperació i Resiliència, el programa principal que aglutina el finançament NGEU, a la posada en marxa d'iniciatives de suport financer reemborsable, que en bona part redundaran en inversions de capital.

En aquest cas, els 84.000 milions d'euros s'han planificat a partir de 12 fons, destinats al teixit productiu i a projectes regionals, reforçant alguns que ja existeixen i creant-ne de nous (vegeu el gràfic 7). Es preveu la creació d'instruments financers per donar suport a les inversions socials i audiovisuals, donar suport a les inversions en energies renovables, eficiència energètica i economia circular, i actuacions generals del suport financer al teixit empresarial.

Gràfic 7. Fons per canalitzar finançament reemborsable a Espanya

Font: Ministerio de Asuntos Económicos

En definitiva, un procés de doble impuls clar en un àmbit, el del creixement verd i digital, que en gran mesura es veurà impulsat per productes financers que permetran ampliar les capacitats de finançament de les empreses en aquest àmbit mitjançant un finançament alternatiu no bancari, de mercat majorista o capital de risc. Combinat amb aquesta expansió del mercat de bons europeu impulsada per la banda de l'ingrés, hauria de generar un canvi en el finançament de risc de les empreses a Europa.

2.3. Envers una unió de mercat de capitals "verda"

Davant del clar desavantatge europeu pel que fa al finançament d'empreses noves i innovadores (més intensitat tecnològica), la situació és totalment diferent pel que fa a la transició verda, en què Europa ha adquirit una posició dominant com a bressol d'emissors en el mercat de bons verds.

Cal recordar que els bons verds són qualsevol tipus de bo en què els fons, o un import equivalent, s'aplicaran exclusivament per finançar o refinançar, en part o en la seva totalitat, projectes verds elegibles, nous o existents. Aquesta és la definició adoptada habitualment pel mercat i establerta en els *Green Bond Principles* que coordina la International Capital Market Association (ICMA).

Aquest posicionament europeu augmenta notablement i concentra una part important en el mercat dels bons verds, que ja es va destacar a mitjan 2021 per la presidenta del Banc Central Europeu, amb exemples tan contundents com els següents:

- Europa és la seu d'entitats, públiques o privades, que han dut a terme fins al 60 % de les emissions de bons verds al món.
- Europa és la seu de gairebé el 50 % dels fons ESG gestionats a tot el món.
- L'euro és la moneda de denominació de gairebé la meitat dels bons verds que s'emeten al món.

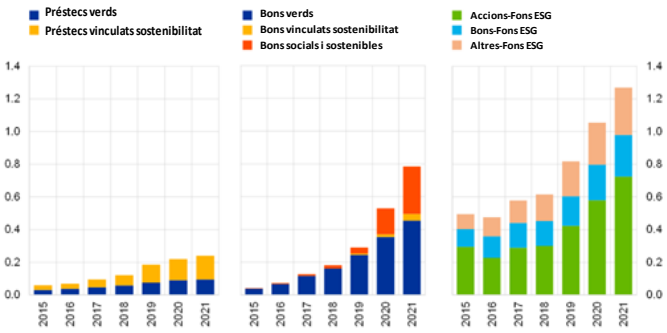
A partir d'aquestes evidències, la presidenta del BCE reclamava el dret i l'obligació d'actuar com a punta de llança per al desenvolupament d'una autèntica UMC verda (Green Capital Market Union, o GCMU). Com a referència d'aquesta reclamació, utilitzava el paral·lelisme amb les companyies de ferrocarrils estatunidenques (*railroads*), i el paper tractor que aquestes van tenir, com a emissors massius de bons i accions, en el desenvolupament d'un mercat integrat de capitals estatunidencs (davant de la posició anterior, en què el finançament de projectes empresarials descansava en àmbits geogràfics acotats als estats on es concentraven les inversions). A partir d'aquest impuls inicial s'ha construït el que sens dubte és el mercat de capitals de més amplitud i profunditat del món, i un mirall en què es mira l'europeu.

En aquesta reclamació del BCE d'un paper actiu dels mercats de capitals per finançar la transició verda, hi ha el convenciment que, per a aquestes inversions, i per a les concretades en transformació digital, el finançament basat en mercats és molt més adequat, tant per a la renda fixa com per a la variable, que el basat en la intermediació bancària tradicional. Aquesta descansa molt més en garanties i en col·laterals tangibles, dels quals no disposen les empreses de nova creació, i sobretot en aquells sectors i activitats amb un alt component innovador i intangible. Per a aquestes empreses, el finançament en mercat de capitals és molt més adequat, sobretot en el seu segment d'accions, i encara millor en els seus subsegments especialitzats en empreses amb potencial de creixement. És cert que aquests mercats d'accions "oficials" tampoc no són especialment adequats per a les empreses de nova creació, que descansen molt més en capital de risc privat i no cotitzen, però aquest capital després utilitza els mercats d'accions com a via de sortida de les seves inversions, un cop ha aconseguit els seus objectius de rendibilitat.

En aquest sentit, val la pena citar un estudi fet conjuntament per investigadors del BCE i el BERD (BERD-BCE, 2019) en què es dedueix que la transició cap a una economia descarbonitzada es veu més afavorida per un sistema financer amb més pes dels mercats que de la intermediació bancària. D'aquests resultats en surt la recomanació de donar suport al desenvolupament dels mercats de valors, molts més proclius a finançar activitats innovadores en general, així com les relacionades amb la transició cap a una economia verda.

Aquest biaix del finançament sostenible cap als mercats de valors més que cap al finançament bancari ja és un fet en el cas de la zona euro, com es veu al gràfic 8. Tant en l'accepció més general de la sostenibilitat (ESG), com sobretot en la dimensió del finançament verd, el volum de valors emesos (bons o capital) a la zona euro, que ha crescut exponencialment en els darrers cinc anys, supera en un factor de més de deu vegades al dels préstecs bancaris corresponents, el creixement dels quals ha estat molt més moderat.

Gràfic 8. Finançament sostenible en els mercats enfront al finançament bancari



Font: BCE (2021)

Però no només es posa de manifest el creixement i el domini en volum per part dels valors sostenibles, també un millor comportament d'aquests. Els mercats financers, tant en el segment de renda variable com en el de renda fixa, han fet palès que els actius financers que incorporen aquest compromís amb la sostenibilitat i la transició energètica presenten un binomi

rendibilitat i risc que domina de forma sistemàtica sobre la resta de valors.

En el mercat d'accions, s'ha documentat prou l'existència del que s'anomena "greenium negatiu", és a dir, una prima de risc negativa associada als valors amb un component verd més gran (d'aquí el terme *greenium*, o *green premium*) en la seva activitat empresarial. Aquesta prima de risc negativa es tradueix en una valoració sistemàtica superior de les companyies amb un component verd més gran, de tal manera que, segons Alessi *et al.* (2019), en l'horitzó de l'última dècada una cartera d'accions d'empreses "verdes" hauria generat un 8 % acumulat de rendibilitat diferencial. Si es confirma en el temps i de manera més generalitzada l'existència d'aquesta prima d'emissió es podria arribar a plantejar un incentiu al desenvolupament d'operacions de deute d'aquest tipus, disminuint els requeriments de capital plantejats per a aquests casos, tal com ja es va plantejar per a les pimes.

Finalment, un aspecte molt rellevant en la perspectiva d'una autèntica unió de mercat de capitals verd té a veure amb el seu caràcter supranacional, enfront del biaix domèstic que continua definint els mercats de bons i accions a Europa, la superació dels quals és un dels objectius de la UMC.

Actualment, el mercat europeu de bons verds presenta un biaix domèstic (*home bias*) menor que el dels bons no verds. Però això es deu en gran part al fet que els bons verds en circulació els han emès grans emissors amb un alt component supranacional (tant institucions com grans empreses); i amb l'absència d'emissors domèstics en molts països, que sens dubte ha augmentat la participació dels inversors en emissions fora dels seus països d'origen.

Aquesta gran integració del mercat europeu de bons verds, i el pes d'aquest en el mercat global d'aquests bons, es veurà incrementat d'una manera molt intensa amb el programa d'emissions de bons verds que incorpora el marc de finançament del NGEU. Concretament, la intenció de la Comissió Europea és que el 30 % del total de les emissions que es portaran a terme en el marc del NGEU de siguin verdes, i per això s'ha desenvolupat l'anomenat NGEU Green Bond Framework, o marc d'emissió de bons verds NGEU.

D'acord amb les millors pràctiques del mercat (*Green Bond Principles*), de la ICMA, aquest marc d'emissió descansa en quatre pilars:

- Ús dels fons en alguna de les categories incloses en el pilar de transició verda (vegeu el gràfic 6).
- Procés d'avaluació i selecció de les inversions que s'han de finançar.
- Seguiment/vigilància de la despesa.
- Rendició de comptes, tant de com s'han gastat els fons com de l'impacte aconseguit amb aquesta despesa.

Segons aquest marc, la Comissió Europea es va estrenar com a emissora de bons verds NGEU l'octubre de 2021, amb una emissió de bons a 15 anys per un import de 12.000 milions d'euros, l'emissió de bons verds més gran que s'havia fet al món. Aquesta emissió va tenir molt bona acollida, amb unes peticions (*order book*) en excés de 220.000 milions d'euros, la demanda més gran que s'havia registrat mai per una emissió de bons al món.

A aquesta emissió li van seguir tres més addicionals, de manera que a finals de 2022 el saldo viu emès de bons verds en el marc del NGEU puja a 36.000 milions, als quals seguiran noves emissions fins arribar als 185.000 milions d'euros com a objectiu per al 2026.

Amb aquestes emissions, la Comissió Europea sobresurt com el líder en el mercat mundial de bons verds, i sens dubte marca el camí cap al desenvolupament d'una veritable UMC verda. Proveirà d'un actiu àncora (*green safe asset*) que servirà de referència de preu per a altres emissors, que sens dubte es veuran estimulats per aquest paper tractor de la Comissió Europea. Això permetrà als inversors comptar amb uns actius de referència per a les seves carteres de valors sostenibles amb un àmbit geogràfic supranacional.

3. Síntesi i assignatures pendents de la UMC

Han passat set anys des de la posada en marxa de la unió dels mercats de capitals, com a complement natural de la unió bancària, amb l'objectiu d'impulsar la diversificació de les fonts de finançament des d'uns mercats de capitals més profunds i integrats, i cal reconèixer que s'han fet avenços importants. Però encara queda un llarg camí per recórrer, sobretot quan es contrasta amb els Estats Units, amb un sistema financer que és la referència cap a la qual la UMC aspira a confluir.

3.1. Mercats d'accions i bons corporatius

Entre els avenços més significatius cal esmentar que, en poc més d'una dècada, les empreses europees han duplicat el pes que en les seves fonts de finançament representen les obtingudes en mercats de capitals. Certament, és evident que aquest pes del finançament en mercats encara és reduït a Europa, amb prou feines un 20 %, que manté un biaix intens vers el finançament bancari.

Aquest pes reduït del finançament als mercats, tant en renda fixa (bons) com en variable (accions representatives de capital) adquireix una dimensió real en contrast amb el sistema financer estatunidenc, tant en termes absoluts com en relació amb el PIB. En el mercat de bons corporatius com en el d'accions, el pes que representen sobre el PIB als Estats Units és entre tres i quatre vegades el seu equivalent a Europa o Espanya.

A més, aquesta bretxa en la mida dels mercats de capitals a Europa enfront dels Estats Units es veu amplificada pel fet que a Europa aquests mercats estan molt fragmentats, de manera que en termes efectius estan lluny d'ajustar-se a un mercat integrat, que es tradueix en nivells molt reduïts pel que fa a profunditat i liquiditat.

Però on es produeix el biaix més gran entre Europa i els Estats Units és en les fonts de finançament més adequades per finançar inversions innovadores i de risc, com és el capital llavor i el capital de creixement. En aquests instruments de capital, abans de la sortida a cotització als mercats de capitals, el volum que aconsegueix als Estats Units supera Europa en un factor de més de deu vegades. En part, aquesta situació es deu a la menor grandària empresarial de mitjana de les empreses europees i a l'aversió al risc de l'ecosistema d'inversors comunitaris, però hi ha altres motius de caràcter més tècnic.

Un element clau per a un desenvolupament més gran, i sobre tot la integració, dels mercats europeus d'accions i de renda fixa privada té a veure amb la regulació de les insolvències i reestructuracions empresarials. La Unió Europea es caracteritza per una gran dispersió i ineficiència en marcs d'insolvència empresarial, fet que origina grans punts d'incerteses en la recuperabilitat (percentatge i tardança) en els procediments concursals. La mateixa Comissió Europea, en un estudi recent d'impacte sobre una futura directiva europea sobre insolvències (Comissió Europea, 2022) posa sobre la taula algunes dades indicatives d'aquesta dispersió en els marcs sobre insolvències vigents en els diferents estats membres. Així, el període de mitjana de recuperació en procediments d'insolvències pot oscil·lar entre 0,6 i 7 anys entre els diferents països, mentre que les despeses judicials associades a aquests procediments ho poden fer entre el 0 % i el 10 %.

A partir d'aquesta heterogeneïtat, és evident que seria molt desitjable establir uns estàndards homogenis, o almenys l'harmonització en els aspectes més substancials dels règims nacionals d'insolvències, i sens dubte tindria efectes molt beneficiosos per a la inversió empresarial transfronterera a la UE, que en última instància constitueix un dels grans objectius de la UMC.

Un altre dels grans obstacles per a una veritable UMC, i perquè aquesta es tradueixi en més accés al capital per part de les empreses, és l'asimetria existent en el tractament fiscal que reben els instruments de deute i els representatius dels recursos propis en el finançament empresarial. El fet que els interessos del deute es puguin deduir fiscalment en la majoria dels països, però no el cost dels recursos propis (dividends i guanys de capital), suposa un incentiu clar per fonamentar el creixement empresarial en l'endeutament excessiu a costa de menys presència de recursos propis, que són una font de finançament més estable i favorable al creixement empresarial.

La iniciativa coneguda com a DEBRA (*Debt-equity bias reduction allowance*) respon a aquesta necessitat, iniciativa plantejada per la Comissió Europea com a proposta de nova directiva que estableixi normes comunes per reduir el biaix a favor del deute i limitar la deducció fiscal dels interessos en l'impost de societats.

La proposta DEBRA incorpora un esquema de reconeixement, a l'efecte de l'impost de societats, d'un cost implícit imputable als increments de capital que les empreses duguin a terme –mitjançant l'apel·lació a fonts externes o per la retenció interna de beneficis– que atorgui a aquesta font de finançament el mateix tractament fiscal que al deute. Aquest cost seria la suma d'un tipus d'interès de referència, més una prima per risc de mercat.

Atesa la delicada situació de les finances públiques en la majoria de països europeus, potser no és el moment d'incorporar deduccions fiscals addicionals, excepte si formen part d'un "paquet" agregat en què la deducció fiscal al nou capital es compensi amb una deducció menor del deute, com a solució salomònica. Això no és nou, i ja hi ha tingut experiències de fixar un topall als interessos deduïbles (en percentatge del resultat

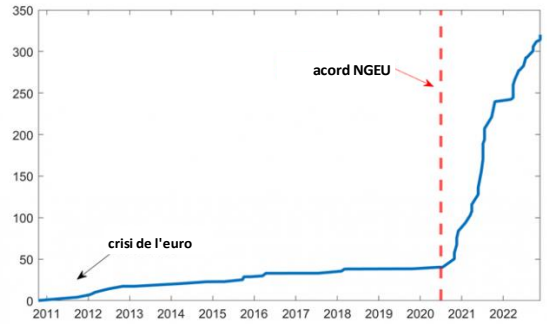
operatiu) per evitar l'excés d'endeutament en adquisicions palanquejades, que van acabar per portar força empreses a la insolvència, fins i tot empreses sanes, a les quals es va carregar un deute que no era necessari per al negoci.

3.2. Mercats de bons sobirans i paneuropeus

La integració ha estat substancialment més gran en els mercats de deute públic, i sens dubte hi han contribuït les actuacions del Banc Central Europeu amb els seus programes de compra d'actius, i la incorporació d'evitar la fragmentació d'aquests mercats de deute com a objectiu ineludiblement lligat a l'efectivitat de la política monetària. I a aquesta integració dels mercats de deute públic hi contribuirà encara més la presència de la Comissió Europea com a emissor directe de bons i pagarés, en el marc del pla de finançament del programa NGEU.

El gràfic 9 il·lustra l'extraordinari salt quantitatiu que s'ha produït pel que fa a l'aparició d'un emissor comú, com és la Comissió Europea, en els mercats europeus de bons.

Gràfic 9. Deute viu comú de la UE (milers de milions d'euros)

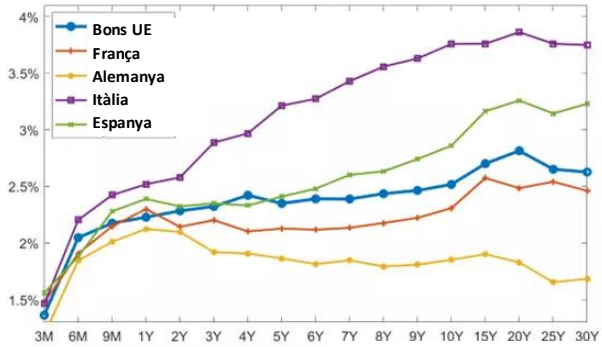


Font: Bonfanti i Garicano (2022)

Això no obstant, aquest pes creixent de la Comissió Europea com a emissor encara no ha aconseguit l'objectiu que pretenia: esdevenir l'àncora i referència d'un emissor sobirà europeu (el que es coneix com a *safe asset*), en la mesura en què la preferència domèstica de molts inversors encara existeix i això no facilita les consideracions de les emissions de la Comissió Europea com a índex de referència de mercat.

Els bons europeus cotitzen a un cost més elevat fins i tot que el deute francès, malgrat que l'emissor comunitari es considera triple A però no el Govern de França, tal com mostra el gràfic 10. En períodes de maduració més petits, aquest deute fins tot té un valor de cotització més gran que el de països com Espanya.

Gràfic 10. Rendiment de les obligacions a venciments diferents per a diferents països UE i la Comissió Europea



Font: Bonfanti i Garicano (2022)

El Banc Central Europeu mateix (Banc Central Europeu, 2023) ha destacat recentment que perquè el mercat reflecteixi el deute comunitari com a emissor de referència per al mercat de bons europeus són necessaris avenços que assumeixin més europeïtzació. Les emissions derivades del NGEU són importants (vegeu el gràfic 9), però continuen pecant d'una consideració integrada pels mercats. Això dificulta que s'identifiqui com un producte de gran liquiditat de mercat, que es generin derivats vinculats a aquestes emissions i que se les inclogui en els índexs de deute sobirà. Considerar-les "fet temporal" perjudica notablement la seva cotització i cal valorar-ho com un element que cal resoldre per crear un autèntic producte d'un mercat de capitals europeu.

Sobretot, caldria incidir en un compromís a llarg termini de recurrència al mercat que permetés als agents del mercat valorar la Comissió Europea com a emissor important i constant, i no com a entitat supranacional que només accepta aquest camí en moments puntuals. A més, seria positiu que el pressupost comunitari depengués menys de les aportacions nacionals i creixés la contribució dels impostos europeus, la qual cosa permetria la "desnacionalització" dels ingressos, i el deute deixaria d'identificar-se com a producte mutualitzat entre països, recolzat en la transferència de fons reemborsables des de la Comissió als estats membres, que també fomenta aquest desenvolupament de fonts de diversificació.

3.3. Mercats de bons verds

S'obre un raig d'esperança per a la UMC en el seu segment verd, o en el sostenible en general, al qual s'haurà d'incorporar el paper creixent que s'espera dels anomenats Sustainability-linked bonds, que pel seu caràcter no finalista poden acabar tenint una gran

acollida entre els emissors públics (Lehmann y Martinc, 2023). El paper preponderant que en el mercat mundial de bons i accions sostenibles han assumit tant emissors (públics i privats) com inversors europeus (sobretot institucionals), fa de la Unió Europea el principal centre global del mercat de valors sostenibles, tant en la dimensió emissora, com a inversora i com a moneda de denominació. Si hi afegim el biaix domèstic menor que presenta aquest mercat, en gran mesura pel predomini d'emissors d'una gran dimensió i d'abast geogràfic, en detriment d'emissors més petis i d'un abast més local, hi ha les bases per al desenvolupament d'una veritable unió de mercat de capitals verd, amb una celeritat i una intensitat més grans que amb la UMC en general.

A aquest avenç cap a una UMC verda hi contribuirà l'emissió de bons verds NGEU per part de la Comissió Europea, per una suma que s'acosta als 200.000 milions en 5 anys, que situarà la Comissió Europea com el principal emissor de bons verds del món. Aquests bons s'erigiran en l'àncora d'un mercat europeu integrat d'aquests bons, que ha d'actuar com a tractor i estimulador perquè nombrosos emissors europeus segueixin aquest camí.

Perquè aquest paper tractor de la Comissió Europea sigui efectiu i ajudi a construir un mercat integrat d'emissors privats que agafi el relleu de la Comissió Europea com a emissor públic, cal avançar en assumir més Europa, fer d'Europa un repte comú.

Referències

Alessi, L.; Ossola, E. i Panzica, R. (2019). "The Greenium matters: evidence on the pricing of climate risk". Joint Research Centre, juliol.

Banc Central Europeu (2021*a*). "Towards green capital markets union: developing sustainable, integrated and resilient European capital markets". *ECB Macroprudential Bulletin*, octubre.

Banc Central Europeu (2021*b*). "Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities". *Occasional Paper Series*, desembre.

Banc Central Europeu (2022*a*). *Financial Integration and Structure in the Euro Area*. ECB committee on Financial Integration, abril.

Banc Central Europeu (2022*b*). "Climate related risks for financial stability". *Financial Stability Review*, maig.

Banc Central Europeu (2023). "The Safe asset potential of EU-issued bonds". *Research Bulletin*, n. 103, 16 de gener de 2023.

Banc d'Espanya (2021). *Informe Anual 2020*.

Berges, A.; Ontiveros, E. (2018). "De la Unión Bancaria a la Unión de Mercado de Capitales". *Información Comercial Española*, n. 902, maig.

Bonfanti, G.; Garicano, L. (2022). "Do financial markets consider European common debt a safe asset?". *Blog* Bruegel, desembre.

Busch, D. (2017). "A Capital Markets Union for a divided Europe". *Journal of Financial Regulation*. Vol. 3, p. 262-279.

Comissió Europea (2020). *Capital Markets Union renewed Action Plan*. Setembre.

Comissió Europea (2022). *Impact assessment report accompanying the document. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council harmonising certain aspects of insolvency law*. Brussel·les, desembre.

Darmouni, E.; Paputsi, M. (2022). "Europe´s growing league of small corporate non issuers: new players, different game dynamics". Banc Central Europeu *Research Bulletin*, n. 96, juny.

Demertzis, M.; Merler, S.; Wolf, G. (2017). "Capital Markets Union and the fintech opportunity", *Bruegel Policy Contribution,* n. 22, setembre.

EBRD-ECB (2019). "Financial Development and Industrial Pollution". Ralph De Haas EBRD and Tilburg University; Alexander Popov, European Central Bank.

European Investment Bank (2019). "Gap analysis for small and medium-sized enterprises financing in the European Union". Fi-compass. 2019.

European Investment Bank (2021). "Building a smart and green Europe in the Covid-19 era". *Investment Report.*

Lagarde, C. (2021). "Towards a Green Capital Market Union". Speech at the European Commission's high-level conference on the proposal for a Corporate Sustainability Reporting Directive, 6 de maig de 2021.

Lannoo, K.; Tomadakis, A. (2022). "Form NGEU to a Green Capital Markets Union?". *ECMI Policy Brief*, n. 32, març.

Lehmann, A.; Martinc, C. (2023). "The potential ofsovereign sustainability-linked bonds in the drive for net-zero". Bruegel *Policy Brief*, n. 07.

Schnabel, I. (2022). "United in diversity- Challenges for monetary policy in a currency union". Speech at Université Pantheon-Sorbonne, juny.

Schnabel, I. (2023). "Monetary policy tightening and the green transition". Apeech at Sveriges Riksbank, Stokholm, gener.

Annex 1

Unió de Mercat de Capitals- Pla d'Acció 2020.
Llistat d'accions

Pimes	Acció 1	Millorar la visibilitat de les empreses per als inversors transfronterers
	Acció 2	Recolzar l'accés als mercats públics
	Acció 3	Instruments de recolzament a la inversió a llarg termini
	Acció 4	Fomentar un major finançament a llarg termini i mitjançant fons propis per part d'inversors institucionals
	Acció 5	Orientar a les pimes cap a proveidors alternatius de finançament
	Acció 6	Ajudar als bancs a concedir més préstecs a l'economia real
Minorista	Acció 7	Capacitar als ciutadans a través de la cultura financera
	Acció 8	Reforçar la confiança dels inversors minoristes en els mercats de capitals
	Acció 9	Recolzar a les persones en la seva jubilació
Mercat Únic	Acció 10	Alleugerir la càrrega fiscal associada a la inversió transfronterera
	Acció 11	Fer més previsible el resultat de la inversió transfronterera en el que respecte als procedimients d'insolvència
	Acció 12	Facilitar la implicació dels accionistes
	Acció 13	Desenvolupament de serveis de liquidació transfronterers
	Acció 14	Sistema d'informació consolidada
	Acció 15	Protecció i facilitació de les inversions
	Acció 16	Supervisió

EuropeG està integrat per Antoni Castells (director), Josep Oliver (codirector), Emilio Ontiveros (†), Martí Parellada i Gemma García (coordinadora).

EuropeG
Parc Científic de Barcelona
Baldiri i Reixac, 4
08028 Barcelona
Tel. 934 033 723
www.europeg.com

IEB
Institut d'Economia de Barcelona

Amb el suport de:

Obra Social "la Caixa"

Agbar Fundació