

La unión de mercado de capitales ante el Next Generation EU

Ángel Berges, Ricardo Pedraz y Emilio Ontiveros (a título póstumo), *Afi*

Policy Brief núm. 19

Junio, 2023

ISSN 2014-7457

En el análisis de sistemas financieros comparados, está suficientemente soportada la tesis de que el europeo (y el español en particular) presenta un claro predominio de la intermediación bancaria como principal mecanismo de financiación de la actividad económica, frente al modelo anglosajón (y muy especialmente el estadounidense), con un protagonismo mucho mayor de los mercados de capitales en esa financiación.

Desde dicha constatación, el marco institucional europeo es claramente favorable a una diversificación de las fuentes de financiación empresarial, que reduce el excesivo sesgo bancario que en la actualidad tiene, especialmente en la eurozona. En esa dirección juega el absoluto convencimiento de que la diferente configuración financiera es una de las razones del mayor dinamismo empresarial y de la actitud innovadora en Estados Unidos que en Europa. Obviamente no es la única razón, pues la menor tasa de emprendimiento en Europa es otro elemento clave.

Es sobre dichas bases (diversificación de fuentes de financiación y mayor apelación a los mercados de capitales, desde la percepción de que son más proclives a financiar actividades innovadoras y de mayor asunción de riesgo), que la Comisión Europea ha venido impulsando desde 2015 la construcción de una unión de mercado de capitales (UMC) en Europa. La fecha elegida para ese lanzamiento no es casual, pues coincide con la efectiva puesta en marcha (aunque de forma todavía incompleta) de la unión bancaria (UB), a la cual la UMC añadiría el eslabón necesario para una completa integración financiera en la eurozona.

El proyecto de la UMC, en su configuración inicial, se centraba en tres líneas de actuación principales:

- El desarrollo de fuentes alternativas de financiación.
- El apoyo a las pymes, especialmente a las de carácter más innovador.
- El fortalecimiento de los niveles de capital de las empresas.

Esos objetivos fundacionales de la UMC cobran mucha más validez y justificación en el contexto del ambicioso plan de recuperación y reorientación productiva que la Unión Europea aprobaba en julio de 2020 en respuesta a la pandemia: el Next Generation EU (NGEU).

Los dos grandes focos sectoriales del plan (sostenibilidad y digitalización/innovación) requerirán inversiones en las que la financiación bancaria –y, en general, la que descansa en recursos ajenos con un coste y vencimiento explícitos– es mucho menos apropiada y, en cambio, lo es mucho más una financiación basada en recursos propios, que compartan los riesgos y los beneficios derivados de dichas inversiones.

En dicho contexto, el objetivo del presente *Policy Brief* es revisar el grado de desarrollo alcanzado hasta la fecha por la UMC y, más concretamente, la necesidad de potenciarla y alinear sus prioridades y ejes estratégicos con el máximo efecto amplificador del NGEU. En el contexto actual de aumento de costes de financiación y de cambio en la política monetaria, un análisis como el que aquí se realiza se considera relevante también por si contribuye a minimizar riesgos futuros, siempre que el planteamiento no recaiga en un aumento de regulación.

1. La unión de mercado de capitales (UMC): fundamento y avances conseguidos

1.1. La UMC como complemento de la unión bancaria (UB)

Tras la puesta en marcha de la unión bancaria (UB) (es cierto que de forma gradual y todavía incompleta), la integración financiera europea intenta dar un importante paso adelante con la otra gran construcción que ha de complementar la UB: la unión de mercado de capitales (UMC).

Quizá la principal diferencia entre una y otra reside en el grado de concreción de sus respectivos objetivos. La UB nace como solución a un problema muy definido, el de la fragilidad de los sistemas bancarios en la eurozona, y la autoalimentación que esa vulnerabilidad ejercía con la sostenibilidad de las finanzas públicas en los respectivos países, dando lugar al conocido “bucle diabólico” o “círculo vicioso” entre riesgos bancarios y soberanos.

En el caso de la UMC, por el contrario, el problema está mucho menos acotado, y se presenta con perfiles menos definidos, razón por la cual las propuestas también han sido más diversas y con menos visibilidad en cuanto a los avances en su implantación y efectividad. Además, en este caso, la existencia de numerosos supervisores en la parte del mercado de capitales es un elemento relevante que sigue limitando la verdadera acción en el ámbito comunitario.

En todo caso, conviene recalcar que el sistema bancario y los mercados de capitales forman dos componentes fundamentales del sistema financiero, con evidentes complementariedades entre unos y otros. En el primer caso, la función de intermediación financiera llevada a cabo por los bancos permite agrupar ahorros (depósitos) de pequeño importe, y a plazos reducidos, en préstamos de importe más elevado y a plazos más dilatados. Al realizar dicha intermediación los bancos llevan a cabo, por cuenta de los depositantes, una función de “monitorización” permanente de los prestatarios por los prestamistas. Como resultado de esa función, los bancos están mejor posicionados que los mercados de capitales para solucionar los problemas de agencia entre deudores y acreedores, y desarrollar relaciones de confianza en las que va a descansar dicha financiación bancaria.

Frente a esas ventajas, la financiación bancaria es menos apropiada cuando las empresas demandantes de financiación no cuentan con activos en garantía, ni una

historia crediticia detrás, ni una corriente estable y predecible de flujos financieros. Este es el caso de empresas de nueva creación o con elevado componente innovador y potencial de crecimiento, y en ellas es evidente que una financiación basada en los diversos instrumentos de los mercados de capitales es mucho más efectiva que la de origen bancario.

1.2. Avances en la UMC: notables, pero insuficientes

Con la UMC se trataba sobre todo de incentivar la diversificación de fuentes de financiación para el tejido empresarial de tal manera que redujesen su excesiva dependencia de la financiación bancaria, así como el desarrollo de fuentes de financiación para infraestructuras a largo plazo, especialmente relevantes en el marco del Plan Juncker, lanzado casi en paralelo con la UMC. En palabras de su principal valedor, el británico Jonathan Hill (en aquel momento comisario europeo al frente de la iniciativa, que dimitiría de su cargo al día siguiente del Brexit), con la UMC se pretendía reducir el peso de la financiación bancaria en Europa (*unbanking Europe*).

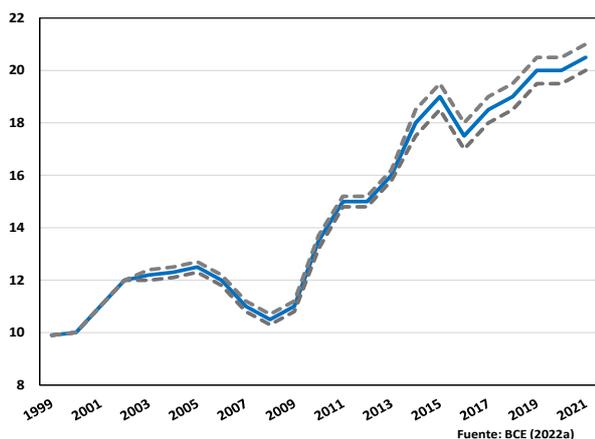
Hay que reconocer que se han hecho importantes avances en ese proceso de diversificación de las fuentes de financiación empresarial, con un creciente peso relativo (aunque todavía minoritario) de la financiación en mercados, en detrimento de la financiación bancaria. El gráfico 1, adaptado del Banco Central Europeo (2022a), pone de manifiesto que el peso de dicha financiación en mercados se ha duplicado en la década y media transcurrida desde la crisis financiera, pasando del 10 % a casi un 20 %.

El propio BCE, en su interpretación de dicha tendencia, argumenta que las empresas estarían utilizando la apelación a mercados como una “rueda de repuesto” (*spare tyre*) frente a la menor oferta de crédito bancario que siguió a la crisis financiera, y que se prolongó mientras duró el saneamiento de los balances bancarios y el reforzamiento de su solvencia.

Más allá de ese incremento en el peso agregado de la financiación en mercados, lo destacable es el aumento en el censo de empresas que apelan a dichos mercados, con la incorporación de empresas de menor dimensión que emiten por primera vez, como documentan Darmouni y Paputsi (2022). Según dicho estudio, entre 2014 y 2018 más del 10 % de las emisiones llevadas a cabo cada año lo fue por empresas que apelaban por primera vez a los mercados de bonos. Además, según

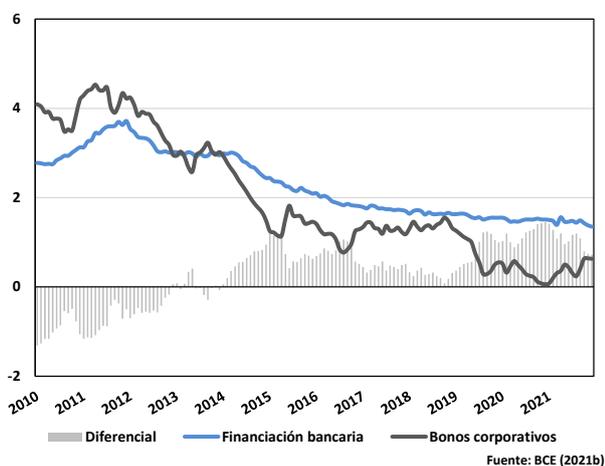
datos de la OCDE, en mercado de capitales el volumen de emisión de bonos corporativos por parte de pequeñas empresas aumentó un 20 % en 2021. En España, por ejemplo, en 2021 se alcanzó el número de 100 emisores en el Mercado de Renta Fija de BME, MARF, desde su creación en 2013 y destinado a empresas de menor tamaño. En cualquier caso, se sigue necesitando un apoyo específico para estas empresas emisoras de menor tamaño.

Gráfico 1. Financiación en mercados por las empresas de la eurozona



Esa creciente apelación a mercados por parte de las empresas europeas ha disfrutado, en paralelo, de unas condiciones de financiación que tendencialmente han ido mejorando, tanto en términos absolutos como en relación con la financiación bancaria, como ilustra el gráfico 2, extraído del BCE (2021b). En el gráfico se pone de manifiesto cómo el *spread* entre el coste de la financiación en mercados y los préstamos bancarios ha pasado de ser negativo (préstamos más baratos) en los primeros años tras la crisis financiera, a ser positivo de forma sistemática durante toda la segunda mitad de la década.

Gráfico 2. Coste de la financiación en mercados (bonos) frente a la bancaria



bancaria en la financiación empresarial, en detrimento de fuentes de financiación captadas en mercados, tanto en recursos ajenos (bonos), como sobre todo en recursos propios (acciones), aspecto este sobre el que profundizaremos más adelante. En todo caso, y a efectos de tener una visión global del sistema financiero de la eurozona (y España dentro de la misma), la tabla 1 presenta las magnitudes aproximadas de los principales segmentos del sistema financiero europeo y español, y su contraste con las equivalentes en el caso de Estados Unidos, tanto en términos absolutos (en euros) como relativos al producto interior bruto de ambas áreas económicas.

Tabla 1. Sistema financiero de Estados Unidos, eurozona y España: distribución por segmentos, al cierre de 2021 (cifras aproximadas en billones de euros y en % sobre el PIB)

	EEUU	Zona euro	España
Activos bancarios	22 (120 %)	24 (200 %)	2,5 (200 %)
bonos tesoro (saldo vivo)	22 (120 %)	11 (95 %)	1,3 (115 %)
Bonos empresas (saldo vivo)	8 (40 %)	1,5 (18 %)	0,2 (15 %)
Acciones (capitalización)	46 (220 %)	10 (80 %)	0,8 (65 %)

Fuente: elaboración propia sobre datos de Reserva Federal, Eurostat, BCE, European Stock Exchange Federation.

En el caso español y europeo, con una estructura muy similar en ambos, sigue primando una elevada presencia de los activos bancarios, que superan el 200 % del PIB, casi el doble de lo que representan en Estados Unidos. Frente a ello, Estados Unidos tiene mucha mayor presencia de los mercados de capitales en todos sus segmentos, pero sobre todo en los referidos a emisores privados, pues el peso de bonos emitidos por el Tesoro es bastante similar en uno y otro lado del Atlántico, y tiene más que ver con el endeudamiento público acumulado en unas y otras jurisdicciones.

En el caso de acciones y bonos corporativos es donde la diferencia entre Estados Unidos y la eurozona es realmente abrumadora, tanto en términos absolutos (una ratio de cuatro veces entre el primero y el segundo), como en términos relativos al PIB, donde Estados Unidos triplica el peso europeo. Y esa diferencia cuantitativa cobra una virtualidad mucho mayor si se tiene en cuenta que el mercado de capitales estadounidense se comporta como un ente totalmente integrado (al margen de que existan diferentes plataformas distribuidas de contratación), mientras que el europeo se sigue caracterizando por diecisiete mercados con un grado de integración todavía reducido.

Esa diferencia entre un mercado de capitales único en Estados Unidos y diecisiete relativamente segmentados en la eurozona es también aplicable al segmento de deuda pública, lo que otorga mucha más relevancia al NGEU como elemento integrador de los mercados de deuda, como más adelante avanzaremos.

1.3. Plan de Acción 2020 de impulso a la UMC

La Comisión Europea ha tratado de dar nuevos impulsos a la UMC con el objetivo de acelerar su efectivo asentamiento y cerrar el gap que todavía persiste frente al sistema financiero estadounidense.

Un primer impulso institucional se dio en septiembre de 2020 con el lanzamiento de un nuevo “CMU Action Plan” con un triple objetivo, que se plasma en tres pilares y dieciséis planes de acción, tal como se recoge esquemáticamente en el anexo 1.

- Pilar 1 (pyme). Facilitar más y mejor acceso a la financiación para las empresas, especialmente las de menor dimensión.
- Pilar 2 (minorista). Proveer de mejores oportunidades para que las personas puedan invertir sus ahorros.
- Pilar 3 (mercado único). Conseguir una mayor integración de los mercados financieros.

La efectiva implantación de ese nuevo renovado plan de acción pretendía producir avances tangibles en el desarrollo de un mercado de capitales europeo integrado y profundo, y más apropiados para impulsar un crecimiento basado en la innovación y la sostenibilidad, ejes principales del NGEU, al que dedicaremos la sección 2 de este trabajo.

Un avance destacable en el marco de ese nuevo plan de acción ha sido crear la denominada ESAP (*European Single Access Point*), una plataforma digital sobre información armonizada de compañías, especialmente abierta a empresas medianas y pequeñas, como primer paso del acercamiento de las mismas hacia el ecosistema de inversores, y eliminar (o al menos reducir) las asimetrías informativas que tradicionalmente se han esgrimido como principal barrera para el acceso de esas compañías a los mercados de capitales.

También cabe señalar la revisión de toda la normativa sobre cotización en mercados organizados, en aras de facilitar y abaratar las salidas a bolsa de compañías de menor dimensión. Un avance importante en esa dirección será la definitiva regulación de los denominados *SME-IPO Funds*, es decir, fondos de

inversión especialmente diseñados para especializarse en invertir en compañías que salen a bolsa por primera vez (*Initial Public Offerings*). Esto generará nueva demanda inversora para dichas colocaciones, y con ello se incrementará el atractivo para que nuevas compañías salgan al mercado y diversifiquen sus fuentes de financiación, que hoy por hoy presentan un excesivo sesgo hacia la financiación bancaria, o la autofinanciación procedente de la inversión de beneficios.

Ese impulso a los mercados de capital, y sobre todo las modalidades de inyección de capital en las fases iniciales de la empresa (capital riesgo, capital semilla, capital de crecimiento), cobra una categoría de urgencia en el contexto del NGEU que analizamos en la próxima sección. Desde luego lo hace en el contraste con la situación en Estados Unidos, referencia que Europa maneja a la hora de diseñar un sistema financiero especialmente apropiado para impulsar esos ejes de digitalización y sostenibilidad en que el NGEU pone sus mayores esfuerzos.

2. La necesidad de alinear la UMC con las exigencias financieras del NGEU

2.1. NGEU: grandes magnitudes y su distribución

El programa Next Generation EU (NGEU), adoptado por la Unión Europea como elemento principal de recuperación de la pandemia, constituye un esfuerzo sin precedentes en la construcción europea. También proporciona una oportunidad histórica para alinear el desarrollo de los mercados financieros (sobre todo los mercados de capitales) con los objetivos de dicho programa, lo que sin duda pasa por cerrar esa brecha respecto al papel que desempeñan los mercados de capitales en Europa frente a los de Estados Unidos, tal como mostrábamos en la sección anterior.

El NGEU alcanza un importe total de 750.000 millones, de los que el elemento principal es el Fondo de Recuperación y Resiliencia (RRF por sus siglas en inglés), acompañado de otros instrumentos de menor dimensión, algunos de los cuales existían ya antes de la pandemia.

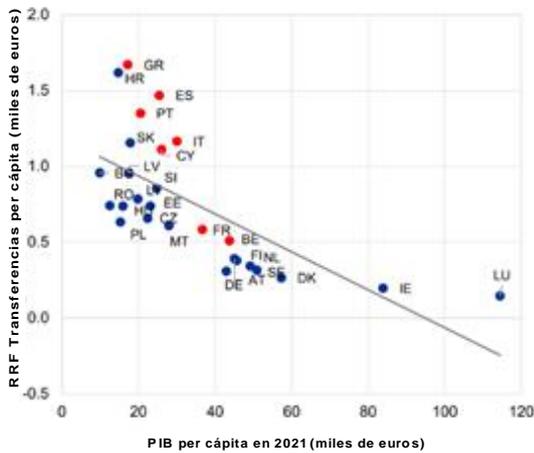
Aparte de la elevada magnitud del NGEU (algo más del 5 % del PIB de la Unión Europea), varias de sus características son las que le confieren una dimensión sin precedentes, en cuanto a su papel de dinamizador y transformador de las economías europeas, y que contribuye a una mayor integración económica y

financiera, de la que el impulso a la unión de mercado de capitales va a ser un claro efecto colateral.

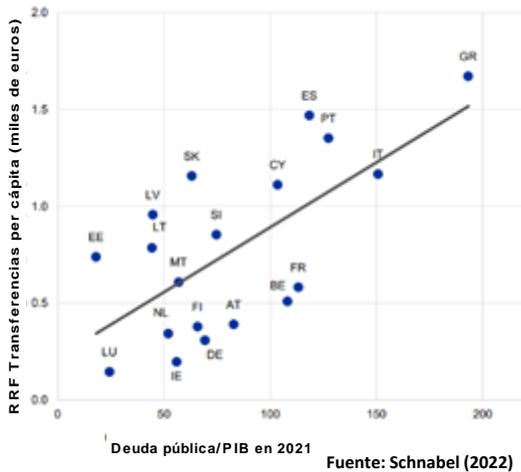
En primer lugar, el hecho de que, por primera vez en la historia, la Comisión Europea como una unidad emisora y no los Estados Miembros por separado, apelará a los mercados financieros para obtener la financiación necesaria, lo que sin duda dará un importante impulso a un mercado de capitales europeo integrado, así como a la creación de un activo financiero “ancla” (lo que se conoce como *safe asset*, o activo seguro en la literatura financiera), como serán los bonos emitidos por la Comisión.

Gráfico 3. NGEU. Distribución por países en función de PIB per cápita y deuda pública/PIB

a. RRF transferencias per cápita y PIB per cápita



b. RRF transferencias per cápita y deuda pública en % del PIB



Fuente: Schnabel (2022)

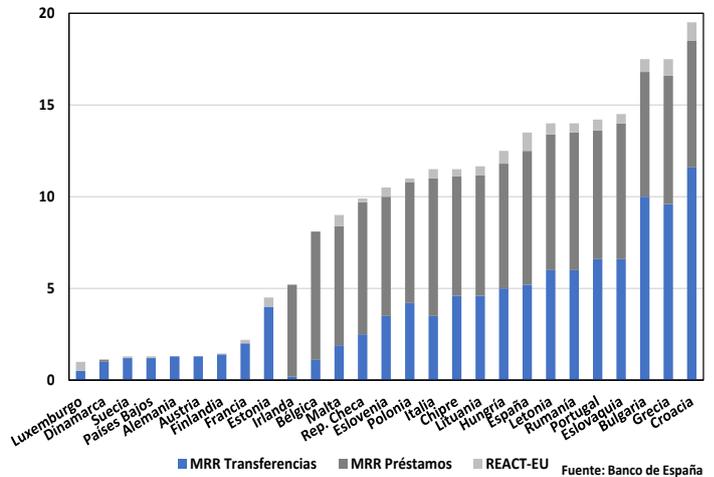
Con un volumen medio de emisiones anuales en torno a 150.000 millones en el quinquenio entre 2022 y 2026, la Comisión Europea se erige en el principal emisor en el mercado europeo de capitales. Dado el elevado volumen

previsto de apelación al mercado, la Comisión ha cuidado especialmente la planificación y gobernanza de todo el proceso de emisiones, y también ha buscado una diversificación de instrumentos (pagarés, bonos, bonos verdes) y procedimientos de colocación (subastas y sindicaciones), así como un marco de relaciones transparente y bien estructurado con los agentes colocadores (*Primary Dealer Network*), aspectos todos ellos de especial importancia para el reforzamiento de la unión de mercado de capitales.

En segundo lugar, la asignación de esos fondos a los Estados Miembros no es proporcional a sus pesos en la Unión Europea, sino atendiendo a los daños causados por la pandemia, así como a necesidades de convergencia. Es así como los Estados más dañados o necesitados recibirán importes que pueden superar en algunos casos el 15 % de su PIB, mientras en otros no llegue al 2 %. En el gráfico 3 puede comprobarse ese carácter solidario o convergente del NGEU/RRF, en la medida en que la distribución de los mismos entre los diferentes países guarda una relación inversa con el PIB per cápita, y una relación directa con la ratio de deuda pública sobre el PIB.

De forma complementaria, el gráfico 4 ilustra la distribución por países del NGEU en términos de peso sobre el PIB, distinguiendo entre el componente préstamos y el componente subvención. Puede comprobarse cómo España se encuentra entre los países más beneficiados en términos relativos, con el total asignado (unos 140.000 millones, solo superados por Italia) alcanzando en torno al 13 % del PIB.

Gráfico 4. NGEU por países. Distribución entre préstamos y transferencias



Fuente: Banco de España

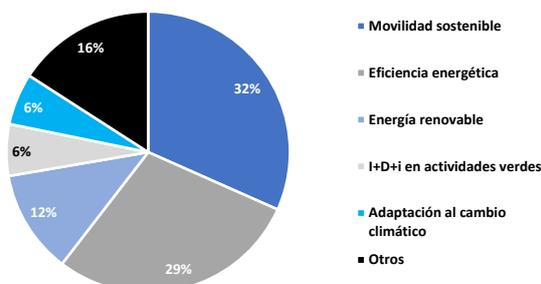
Y, en tercer lugar, pero no menos importante, esos fondos asignados a los países incorporan una parte muy importante (casi la mitad) de subvenciones sin reembolso, mientras que el resto serán préstamos reembolsables que los Estados Miembros deberán devolver, aunque en largos plazos y elevada carencia. Esto incentivará que su destino también tenga formato reembolsable, que aumentará la capacidad de inversión de las empresas mediante la mayor oferta de instrumentos financieros que asumen un mayor riesgo.

2.2. Transición digital y verde: sesgo hacia la financiación en mercados

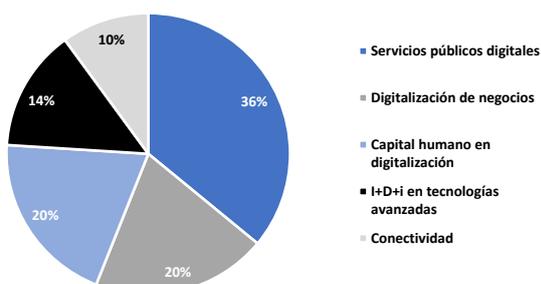
En cuanto a sectores destinatarios de esos fondos NGEU, los dos prioritarios tienen que ver con los dos grandes pilares que la Comisión ha definido como tales: transición verde y transición digital. Entre ambos pilares van a concentrar casi dos tercios del programa total NGEU. No puede pasarse por alto que ambos destinos son intensivos en tecnología y calidad del empleo, lo que les permite disponer de un importante efecto multiplicador sobre la calidad del crecimiento económico. La distribución dentro de dichos pilares aparece en el gráfico 5.

Gráfico 5. NGEU (RRF). Destino de los fondos asignados a transición verde y digital

a. Transición verde



b. Transformación digital



Fuente: Lannoo-Tomadakis (2022)

En todo caso, y sin menoscabo de la importancia cuantitativa y cualitativa del NGEU, las inversiones para la recuperación y transformación productiva que Europa necesita son de tal magnitud que deben descansar en una necesaria complementariedad entre fuentes de financiación públicas y privadas. Pero no solo es el elevado importe de las inversiones necesarias, sino la naturaleza de estas, con un muy elevado peso de inversiones en sectores o actividades para las que resulta imprescindible una financiación basada en recursos propios, y en capital en fases iniciales de lanzamiento del proyecto empresarial y crecimiento de este.

Así, la Comisión Europea estima que las inversiones necesarias para alcanzar los objetivos en el ámbito de la digitalización y la sostenibilidad pueden exceder los 600.000 millones anuales en el horizonte de 2030, de los que menos de un tercio serán aportados por la inversión pública asociada al NGEU, mientras que el grueso de dichas inversiones deberá descansar en inversión privada, con un elevado componente de riesgo.

Ante un reto semejante, la cuestión es si los mercados financieros europeos están preparados para ese acompañamiento en la financiación de esa magnitud en digitalización y sostenibilidad, sectores en los que el riesgo asumido es muy elevado y, por tanto, la financiación requerida debe descansar sobre todo en mercados de capitales, muy especialmente en su modalidad de acciones y capital riesgo, como destaca el Banco Europeo de Inversiones (European Investment Bank, 2021). No obstante, también es necesario tener en cuenta que la carga de trabajo que supone la emisión de valores en mercados de capitales es elevada, y eso supone un freno para las empresas de menor tamaño y limita su capacidad de diversificación.

Hay que reconocer que el mercado de capital riesgo en Europa creció de forma significativa desde la crisis financiera de 2008, prácticamente doblando su tamaño (de 10.000 a 20.000 millones) entre 2012 y 2020, de acuerdo con los datos de la European Venture Capital Association. Pero ese crecimiento relativo queda reducido a un papel residual cuando se compara con Estados Unidos, sin duda el país con una mayor importancia relativa de dicha financiación, y la referencia más vinculante a la hora de potenciar ese tipo de instrumentos de capital y de impulsar avances en la UMC.

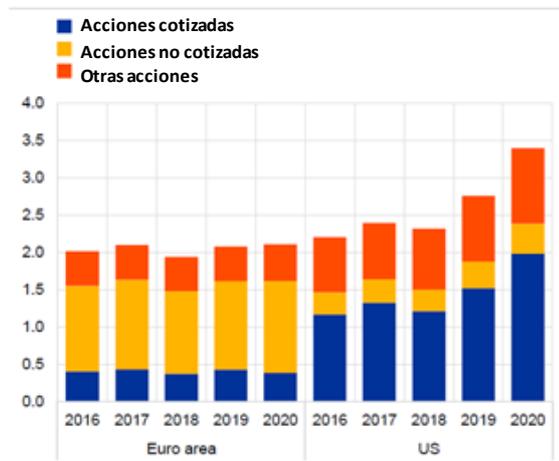
En este sentido, la ilustración del gráfico 6 es suficientemente elocuente de la gran brecha que separa a Estados Unidos y Europa en cuanto al peso de las

acciones cotizadas en mercados (gráfico 6a), y sobre todo en la presencia de instrumentos de capital apropiados para las fases de nacimiento y crecimiento empresarial (gráfico 6b).

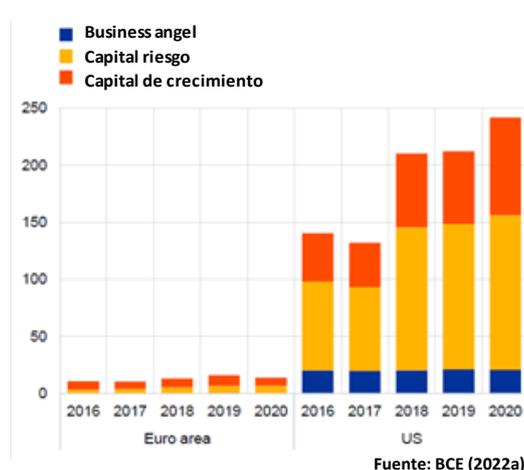
De acuerdo con dichas fases, la financiación aportada por *business angels* sería más apropiada para la fase más inicial del desarrollo empresarial, en la que tan solo existe una idea, sin concretar todavía en producto o servicios. En una segunda fase, en la que se desarrollan dichos productos o servicios, pero todavía sin despliegue comercial masivo, el instrumento más apropiado se considera el *venture capital* o capital riesgo; y el *growth capital* o capital de crecimiento tomaría el relevo en la fase de fuerte apuesta por ese despliegue comercial una vez los productos o servicios han demostrado su potencial. Bien, pues como se desprende del mencionado gráfico, el dominio de Estados Unidos sobre la eurozona es abrumador en esas categorías de capital apropiadas para el nacimiento y crecimiento empresarial.

Gráfico 6. Financiación mediante capital y capital riesgo. Área euro frente a Estados Unidos

a. Financiación mediante capital



b. Business angel, venture capital y growth capital



Por otra parte, cabe resaltar el potencial que para el desarrollo de la UMC presenta la parte reembolsable del programa NGEU, en tanto en cuanto puede actuar como incentivo para el ecosistema europeo de capital riesgo, es una oportunidad que debe ser aprovechada. Concretamente los Estados Miembros asumen la obligación de reembolsar a la Comisión Europea aproximadamente el 50 % de los fondos NGEU recibidos dado que son concedidos a modo de préstamo, como mostraba el gráfico 4.

Esta lógica la podemos encontrar en la propuesta de utilización de los fondos reembolsables que el Gobierno de España ha definido a finales de 2022. El planteamiento es destinar la segunda parte de fondos obtenidos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia, programa principal que aglutina la financiación NGEU, a la puesta en marcha de iniciativas de apoyo financiero reembolsable, que en una parte importante redundarán en inversiones de capital.

En este caso, los 84.000 millones de euros se han planificado en base a 12 fondos, destinados al tejido productivo y a proyectos regionales, reforzando algunos ya existentes y creando nuevos (véase el gráfico 7). Se prevé la creación de instrumentos financieros para apoyar inversiones sociales y en el ámbito audiovisual, apoyar inversiones en energías renovables, eficiencia energética y economía circular, y actuaciones generales de apoyo financiero al tejido empresarial.

Gráfico 7. Fondos para canalizar financiación reembolsable en España



En definitiva, un proceso de doble impulso claro a un ámbito, el del crecimiento verde y digital, que en gran medida vendrá impulsado por productos financieros que expandirán las capacidades de financiación de las empresas en ese ámbito mediante una financiación alternativa no bancaria, de mercado mayorista o capital riesgo. Combinada con ese agrandamiento del mercado de bonos europeos impulsado por la parte del ingreso,

debería generar un cambio en la financiación de riesgo a las empresas en Europa.

2.3. Hacia una unión de mercado de capitales “verde”

Frente a la clara desventaja europea en cuanto a financiación de empresas nuevas e innovadoras (mayor intensidad tecnológica), la situación es totalmente diferente en lo que concierne a transición verde, ámbito en el que Europa ha adquirido una posición dominante como cuna de emisores en el mercado de bonos verdes.

Cabe recordar que los bonos verdes son cualquier tipo de bono en el que los fondos, o un importe equivalente a los mismos, se aplicarán exclusivamente para financiar o refinanciar, en parte o en su totalidad, proyectos verdes elegibles, ya sean nuevos o existentes. Esta es la definición comúnmente adoptada por el mercado y establecida en los *Green Bond Principles* que coordina la International Capital Market Association (ICMA).

Este posicionamiento europeo aumenta notablemente y concentra una parte importante en el mercado de bonos verdes, hecho que fue destacado ya a mediados de 2021 por la presidenta del Banco Central Europeo, con ejemplos tan contundentes como los siguientes:

- Europa es la sede de entidades, públicas o privadas, que han llevado a cabo casi el 60 % de las emisiones de bonos verdes en el mundo.
- Europa es la sede de casi el 50 % de los fondos ESG gestionados en el mundo.
- El euro es la moneda de denominación de casi la mitad de los bonos verdes emitidos en el mundo.

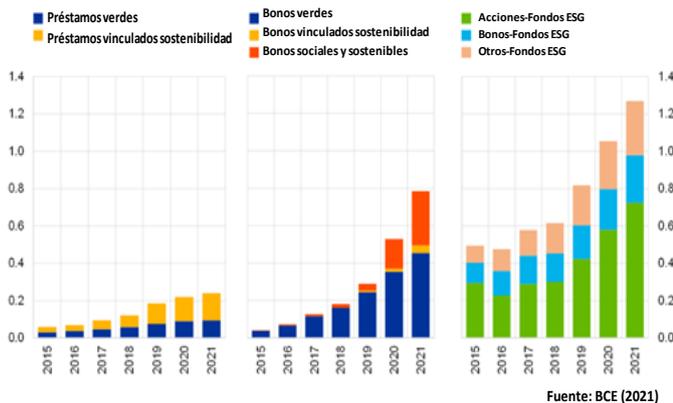
Desde dichas evidencias, la presidenta del BCE reclamaba el derecho y la obligación de actuar como punta de lanza para el desarrollo de una auténtica UMC verde (Green Capital Market Union, o GCMU). Como referencia para dicha reclamación utilizaba el paralelismo con las compañías de ferrocarriles estadounidenses (*railroads*), y el papel tractor que las mismas tuvieron, como masivos emisores de bonos y acciones, en el desarrollo de un mercado integrado de capitales estadounidense (frente a la posición previa, en la que la financiación de proyectos empresariales descansaba en ámbitos geográficos acotados a los estados donde se concentraban las inversiones). Sobre ese impulso inicial se ha construido el que sin duda es el mercado de capitales de mayor amplitud y profundidad del mundo, y espejo en el que se mira el europeo.

En esa reclamación del BCE de un papel activo de los mercados de capitales para financiar la transición verde, subyace el claro convencimiento de que, para dichas inversiones, al igual que para las concretadas en transformación digital, es mucho más apropiada la financiación basada en mercados, tanto de renta fija como variable, que la basada en la intermediación bancaria tradicional. Esta descansa mucho más en garantías y en colaterales tangibles, de los que no disponen las empresas de nueva creación, y sobre todo en aquellos sectores y actividades con un elevado componente innovador e intangible. Para estas empresas resulta mucho más apropiada la financiación en mercado de capitales, especialmente en su segmento de acciones, o mejor aún en los subsegmentos de este especializados en empresas con potencial de crecimiento. Es cierto que dichos mercados de acciones “oficiales” tampoco son especialmente apropiados para las empresas de nueva creación, que descansan mucho más en capital riesgo privado y sin cotizar, pero este capital utiliza luego a los mercados de acciones como la vía de salida de sus inversiones, una vez conseguidos sus objetivos de rentabilidad.

En este sentido merece la pena citar un estudio realizado conjuntamente por investigadores del BCE y el BERD (EBRD-ECB, 2019) del que se deduce que la transición hacia una economía descarbonizada se ve más favorecida por un sistema financiero con mayor peso de los mercados que de la intermediación bancaria. De dichos resultados extraen la recomendación de apoyar el desarrollo de mercados de valores, mucho más proclives a financiar actividades innovadoras en general, así como las relacionadas con la transición hacia una economía verde.

Ese sesgo de la financiación sostenible hacia los mercados de valores en mayor medida que hacia la financiación bancaria ya es un hecho en el caso de la eurozona, como se pone de manifiesto en el gráfico 8. Tanto en la acepción más general de sostenibilidad (ESG), como especialmente en la dimensión de financiación verde, el volumen de valores emitidos (bonos o capital) en la eurozona, que ha crecido exponencialmente en los últimos cinco años, supera en un factor de más de diez veces al de los préstamos bancarios correspondientes, cuyo crecimiento ha sido mucho más moderado.

Gráfico 8. Financiación sostenible en mercados frente a financiación bancaria



Pero no solo se pone de manifiesto el crecimiento y dominio en volumen por parte de los valores sostenibles, sino también un mejor comportamiento de estos. Los mercados financieros, tanto en su segmento de renta variable como en el de renta fija, han puesto de manifiesto que los activos financieros que incorporan ese compromiso con la sostenibilidad y la transición energética presentan un binomio rentabilidad y riesgo que domina de forma sistemática al resto de valores.

En el mercado de acciones, ha sido suficientemente documentada la existencia de lo que se denomina un “greenium negativo”, es decir, una prima por riesgo negativa asociada a los valores con un mayor componente verde (de ahí el acrónimo *greenium*, o *green premium*) en su actividad empresarial. Esa prima de riesgo negativa se traduce en una valoración sistemática superior de las compañías con un mayor componente verde, de tal manera que, según *Alessi et al.* (2019), en el horizonte de la última década una cartera de acciones de empresas “verdes” habría generado un 8 % acumulado de rentabilidad diferencial. De confirmarse en el tiempo y de manera más generalizada la existencia de esta prima de emisión se podría llegar a plantear un incentivo al desarrollo de operaciones de deuda de este tipo, disminuyendo los requerimientos de capital planteados para estos casos, tal y como ya se planteó para las pymes.

Finalmente, un aspecto muy relevante en la perspectiva de una auténtica unión de mercado de capitales verde tiene que ver con el carácter supranacional del mismo, frente al sesgo doméstico que sigue definiendo a los mercados de bonos y acciones en Europa, cuya superación es uno de los objetivos de la UMC.

Actualmente, el mercado europeo de bonos verdes presenta un sesgo doméstico (*home bias*) menor que el de los bonos no verdes. Pero esto se debe en gran medida a que los bonos verdes en circulación hasta la fecha han sido emitidos por grandes emisores con un elevado componente supranacional (tanto instituciones como grandes empresas); y con ausencia de emisores domésticos en muchos países, lo que sin duda ha elevado la participación de los inversores en emisiones de fuera de sus países de origen.

Esa mayor integración del mercado europeo de bonos verdes, y el peso de este en el mercado global de dichos bonos, se va a ver incrementado de forma muy intensa con el programa de emisiones de bonos verdes que incorpora el marco de financiación del NGEU. Concretamente, la intención de la Comisión Europea es que un 30 % del total de emisiones que llevará a cabo en el marco del NGEU sean verdes, para lo cual se ha desarrollado el denominado NGEU Green Bond Framework, o marco de emisión de bonos verdes NGEU.

En línea con las mejores prácticas de mercado (*Green Bond Principles*), de la ICMA, dicho marco de emisión descansa en cuatro pilares:

- Utilización de los fondos en alguna de las categorías incluidas en el pilar de transición verde (véase el gráfico 6).
- Proceso de evaluación y selección de las inversiones a financiar.
- Seguimiento/monitorización del gasto.
- Rendición de cuentas, tanto en términos de cómo se han gastado los fondos, como del impacto conseguido con dicho gasto.

Bajo dicho marco, la Comisión Europea se estrenó como emisora de bonos verdes NGEU en octubre de 2021, con una emisión de bonos a 15 años por un importe de 12.000 millones de euros, la mayor emisión de bonos verdes jamás realizada en el mundo. Dicha emisión tuvo una excelente acogida, con unas peticiones (*order book*) en exceso de 220.000 millones de euros, la mayor demanda jamás registrada por una emisión de bonos en el mundo.

A esa emisión han seguido otras tres adicionales, de tal manera que al cierre de 2022 el saldo vivo emitido de bonos verdes en el marco del NGEU se eleva a 36.000 millones, a los que seguirán nuevas emisiones hasta alcanzar los 185.000 millones de euros como objetivo para el 2026.

Con dichas emisiones, la Comisión Europea emerge como el claro líder en el mercado mundial de bonos verdes, y sin duda marca el camino para el desarrollo de una verdadera UMC verde. Proveerá de un activo ancla verde (*green safe asset*) que servirá de referencia de precio para otros emisores, que sin duda se verán estimulados por ese papel tractor de la Comisión Europea. Esto permitirá a los inversores contar con unos activos de referencia para sus carteras de valores sostenibles con un ámbito geográfico supranacional.

3. Síntesis y asignaturas pendientes de la UMC

Transcurridos ya siete años desde el lanzamiento de la unión de mercado de capitales, como complemento natural de la unión bancaria, y con el objetivo de impulsar la diversificación de fuentes de financiación desde unos mercados de capitales más profundos e integrados, cabe reconocer importantes avances. Pero todavía queda mucho camino por recorrer, especialmente cuando se contrasta con Estados Unidos, cuyo sistema financiero es la referencia hacia la que la UMC aspira converger.

3.1. Mercados de acciones y bonos corporativos

Entre los avances más significativos cabe citar que, en poco más de una década, las empresas europeas han doblado el peso que en sus fuentes de financiación representan las obtenidas en mercados de capitales. Bien es cierto que ese peso de la financiación en mercados es todavía extremadamente reducido en Europa, apenas un 20 %, manteniendo un intenso sesgo hacia la financiación bancaria.

Ese reducido peso de la financiación en mercados, tanto en renta fija (bonos) como en variable (acciones representativas de capital) cobra su verdadera dimensión en el contraste con el sistema financiero estadounidense, tanto en términos absolutos como en relación con el PIB. En el mercado de bonos corporativos como en el de acciones, el peso que los mismos representan sobre el PIB en Estados Unidos es entre tres y cuatro veces su equivalente en Europa o España.

Adicionalmente, esa enorme brecha en tamaño de los mercados de capitales en Europa frente a Estados Unidos se ve amplificada por el hecho de que en Europa dichos mercados se encuentran extraordinariamente fragmentados, de tal manera que en términos efectivos distan mucho de conformar un mercado integrado, lo

que se traduce en niveles muy reducidos en términos de profundidad y liquidez.

Pero donde se produce la máxima brecha entre Europa y Estados Unidos es en aquellas fuentes de financiación más apropiadas para financiar inversiones innovadoras y de riesgo, como es el capital semilla y el capital de crecimiento. En tales instrumentos de capital, previos a la salida a cotización a los mercados de capitales, el volumen alcanzado en Estados Unidos supera a Europa en un factor de más de diez veces. En parte, dicha situación se debe al menor tamaño empresarial de promedio de las empresas europeas y la mayor aversión al riesgo del ecosistema de inversores comunitarios, pero existen otros motivos de carácter más técnico.

Un elemento clave para el mayor desarrollo, y sobre todo integración, de los mercados europeos de acciones y de renta fija privada tiene que ver con la regulación de las insolvencias y reestructuraciones empresariales. La Unión Europea se caracteriza por una gran dispersión e ineficiencia en cuanto a marcos de insolvencia empresarial, lo que origina grandes focos de incertidumbres en la recuperabilidad (porcentaje y tardanza) en los procedimientos concursales. La propia Comisión Europea, en un reciente estudio de impacto sobre una futura directiva europea sobre insolvencias (Comisión Europea, 2022) pone sobre la mesa algunos datos indicativos de esa dispersión en los marcos sobre insolvencias vigentes en los diferentes Estados Miembros. Así, el período medio de recuperación en procedimientos de insolvencias puede oscilar entre 0,6 y 7 años entre los diferentes países, mientras que los costes judiciales asociados a dicho procedimientos pueden hacerlo entre el 0 % y el 10 %.

Desde dicha heterogeneidad, está claro que el establecimiento de unos estándares homogéneos, o al menos armonización en los aspectos más sustanciales de los regímenes nacionales de insolvencias, sería altamente deseable y sin duda tendría efectos muy beneficiosos para la inversión empresarial transfronteriza en la UE, que en última instancia constituye uno de los grandes objetivos de la UMC.

Otro de los grandes obstáculos para una verdadera UMC, y para que esta se traduzca en mayor acceso a capital por parte de las empresas, es el de la asimetría existente en el tratamiento fiscal recibido por los instrumentos de deuda y los representativos de recursos propios en la financiación empresarial. El hecho de que los intereses de la deuda sean deducibles fiscalmente en la mayoría de los países, mientras que no lo es el coste de los

recursos propios (dividendos y ganancias de capital), supone un claro incentivo para fundamentar el crecimiento empresarial en el endeudamiento excesivo a costa de una menor presencia de recursos propios, que son una fuente de financiación más estable y favorable al crecimiento empresarial.

A esa necesidad responde la iniciativa conocida como DEBRA (*Debt-equity bias reduction allowance*), lanzada por la Comisión Europea como propuesta de nueva directiva que establezca reglas comunes para reducir el sesgo a favor de la deuda y limitar la deducción fiscal de intereses en el impuesto de sociedades.

En la propuesta DEBRA se incorpora un esquema de reconocimiento, a efectos del impuesto de sociedades, de un coste implícito imputable a los incrementos de capital que las empresas lleven a cabo –mediante apelación a fuentes externas o mediante retención interna de beneficios– que otorgue a dicha fuente de financiación el mismo tratamiento fiscal que a la deuda. Dicho coste sería la suma de un tipo de interés de referencia, más una prima por riesgo de mercado.

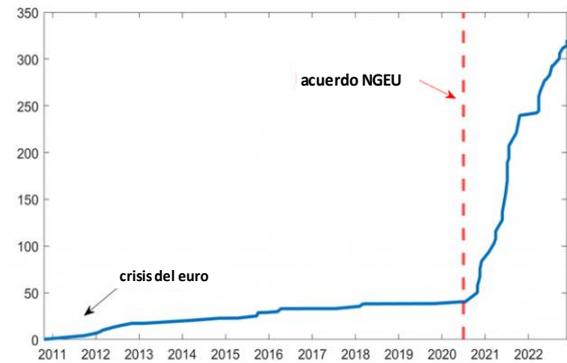
Dada la delicada situación de las finanzas públicas en la mayoría de los países europeos, tal vez no sea el momento de incorporar deducciones fiscales adicionales, a no ser que formasen parte de un “paquete” agregado, en el que la deducción fiscal al nuevo capital se compensase con una menor deducción de la deuda, a modo de solución salomónica. Esto no es nuevo, y ha habido experiencias de fijar un tope a los intereses deducibles (en porcentaje del resultado operativo) para evitar el excesivo endeudamiento en compras apalancadas, que terminaron llevando a la insolvencia a bastantes empresas, incluso sanas, a las que se cargó de una deuda no necesaria para el negocio.

3.2. Mercados de bonos soberanos y paneuropeos

La integración ha sido sustancialmente mayor en los mercados de deuda pública, a lo que sin duda han contribuido las actuaciones del Banco Central Europeo con sus programas de compra de activos, y la incorporación de evitar la fragmentación de dichos mercados de deuda como un objetivo ineludiblemente ligado a la efectividad de la política monetaria. Y a esa integración de los mercados de deuda pública contribuirá todavía más la presencia de la Comisión Europea como emisor directo de bonos y pagarés, en el marco del plan de financiación del programa NGEU.

El gráfico 9 ilustra el extraordinario salto cuantitativo que se ha producido en términos de aparición de un emisor común, como es la Comisión Europea, en los mercados europeos de bonos.

Gráfico 9. Deuda viva común de la UE (miles de millones de euros)

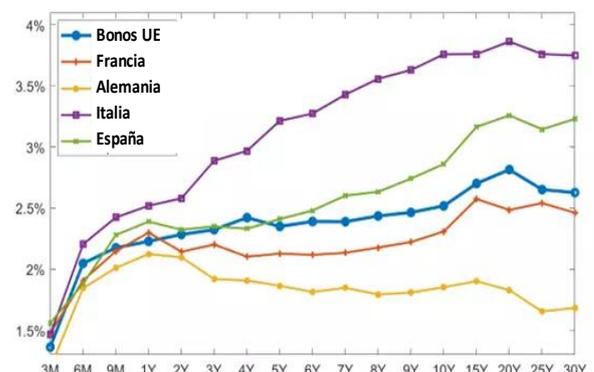


Fuente: Bonfanti y Garicano (2022)

Sin embargo, este creciente peso de la Comisión Europea como emisor no ha conseguido hasta la fecha el objetivo que pretendía: erigirse en el ancla y referencia de un emisor soberano europeo (lo que se conoce como *safe asset*), en la medida en que la preferencia doméstica de muchos inversores aún existe y eso no facilita las consideraciones de las emisiones de la Comisión Europea como benchmark de mercado.

Los bonos europeos cotizan a un coste mayor incluso que la deuda francesa, incluso aunque el emisor comunitario es considerado triple A y no así el Gobierno de Francia, tal y como muestra el gráfico 10. En períodos de maduración menores, esta deuda incluso tiene un valor de cotización mayor que la de países como España.

Gráfico 10. Rendimiento de las obligaciones a distintos vencimientos para distintos países UE y la Comisión Europea



Fuente: Bonfanti y Garicano (2022)

El propio Banco Central Europeo (Banco Central Europeo, 2023) ha resaltado recientemente que para

que el mercado refleje la deuda comunitaria como emisor de referencia para el mercado de bonos europeos son necesarios avances que asuman una mayor europeización. Las emisiones derivadas del NGEU han sido importantes (véase el gráfico 9), pero siguen adoleciendo de una consideración integrada por los mercados. Esto dificulta que se identifique como un producto de gran liquidez de mercado, que se generen derivados vinculados a dichas emisiones y que se incluyan estas emisiones en los índices de deuda soberana. Su consideración de “hecho temporal” perjudica notablemente su cotización y debe ser valorado como un elemento a resolver para crear un auténtico producto de un mercado de capitales europeo.

Sobre todo, sería necesario incidir en un compromiso a largo plazo de recurrencia al mercado que permitiera a los agentes del mercado valorar a la Comisión Europea como un emisor importante y constante, y no como un ente supranacional que solo apuesta por esta vía en momentos puntuales. Además, sería positivo que el presupuesto comunitario tuviera una menor dependencia de las aportaciones nacionales y creciera la contribución de los impuestos europeos, que permitiera “desnacionalizar” sus ingresos, con lo que la deuda dejaría de identificarse como un producto mutualizado entre países, apoyada en la transferencia de fondos reembolsables desde la Comisión a los Estados Miembros, que también incentiva ese desarrollo de fuentes de diversificación.

3.3. Mercados de bonos verdes

Un rayo de esperanza para la UMC se abre en su segmento verde, o sostenible en general, al que habrá que incorporar el creciente papel que se espera de los llamados Sustainability-linked bonds, que por su carácter no finalista pueden acabar teniendo una gran acogida entre los emisores públicos (Lehmann y Martinc, 2023). El papel preponderante que en el mercado mundial de bonos y acciones sostenibles han asumido tanto emisores (públicos y privados) como inversores (sobre todo institucionales) europeos, hace de la Unión Europea el principal centro mundial del mercado de valores sostenibles, tanto en su dimensión emisora, como inversora y como de moneda de denominación. Si a esto unimos el menor sesgo doméstico que dicho mercado presenta, en gran medida por el predominio de emisores de gran dimensión y alcance geográfico, en detrimento de emisores de menor dimensión y alcance más local, las bases están sentadas para el desarrollo de una verdadera unión de mercado de capitales verde, con

una celeridad e intensidad mucho mayor que con la UMC en general.

A ese avance hacia una UMC verde contribuirá la emisión de bonos verdes NGEU por parte de la Comisión Europea, por un monto cercano a 200.000 millones en 5 años, lo que situará a la Comisión Europea como el mayor emisor de bonos verdes del mundo. Sus bonos se erigirán en el ancla de un mercado europeo integrado de tales bonos, que debe actuar como tractor y estimulador para que numerosos emisores europeos sigan ese camino.

Para que ese papel tractor de la Comisión Europea sea efectivo, y ayude a construir un mercado integrado de emisores privados que tome el relevo de la Comisión Europea como emisor público, hay que avanzar en asumir más Europa, hacer de Europa un reto común.

Referencias

Alessi, L.; Ossola, E. y Panzica, R. (2019). "[The Greenium matters: evidence on the pricing of climate risk](#)". Joint Research Centre, Julio.

Banco Central Europeo (2021a). "[Towards green capital markets union: developing sustainable, integrated and resilient European capital markets](#)". *ECB Macroeprudential Bulletin*, octubre.

Banco Central Europeo (2021b). "[Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities](#)". *Occasional Paper Series*, diciembre.

Banco Central Europeo (2022a). "[Financial Integration and Structure in the Euro Area](#)". ECB committee on Financial Integration, abril.

Banco Central Europeo (2022b). "[Climate related risks for financial stability](#)". *Financial Stability Review*, mayo.

Banco Central Europeo (2023). "[The Safe asset potential of EU-issued bonds](#)". *Research Bulletin*, n. 103, 16 de enero de 2023.

Banco de España (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, mayo.

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

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

Comisión Europea (2020). [Capital Markets Union renewed Action Plan](#). Septiembre.

Comisión 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](#). Bruselas, diciembre.

Darmouni, E.; Paputsi, M. (2022). "[Europe's growing league of small corporate non issuers: new players, different game dynamics](#)". Banco Central Europeo *Research Bulletin*, n. 96, junio.

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

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 mayo de 2021.

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

Lehmann, A.; Martinc, C. (2023). "[The potential of sovereign 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, junio.

Schnabel, I. (2023). "[Monetary policy tightening and the green transition](#)". Apeech at Sveriges Riksbank, Stockholm, enero.

Anexo 1

Unión de Mercados de Capital- Plan de Acción 2020. Listado de acciones

Pymes	Acción 1	Mejorar la visibilidad de las empresas para los inversores transfronterizos
	Acción 2	Apoyar el acceso a los mercados públicos
	Acción 3	Instrumentos de apoyo a la inversión a largo plazo
	Acción 4	Fomentar una mayor financiación a largo plazo y mediante fondos propios por parte de inversores institucionales
	Acción 5	Orientar a las pymes hacia proveedores alternativos de financiación
	Acción 6	Ayudar a los bancos a conceder más préstamos a la economía real
Minorista	Acción 7	Capacitar a los ciudadanos a través de la cultura financiera
	Acción 8	Reforzar la confianza de los inversores minoristas en los mercados de capitales
	Acción 9	Apoyar a las personas en su jubilación
Mercado Único	Acción 10	Aligerar la carga fiscal asociada a la inversión transfronteriza
	Acción 11	Hacer más previsible el resultado de la inversión transfronteriza en lo que respecta a los procedimientos de insolvencia
	Acción 12	Facilitar la implicación de los accionistas
	Acción 13	Desarrollo de servicios de liquidación transfronterizos
	Acción 14	Sistema de información consolidada
	Acción 15	Protección y facilitación de las inversiones
	Acción 16	Supervisión

EuropeG está integrado por Antoni Castells (director), Josep Oliver (codirector), Emilio Ontiveros (†), Martí Parellada y Gemma García (coordinadora).

EuropeG

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



Con el apoyo de:

