



EL EFECTO DEL BREXIT SOBRE LA UNIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES EN EUROPA

FRANCISCO URÍA

Socio responsable de sector financiero en KPMG EMA y socio principal de KPMG abogados

Doctor en derecho y abogado del estado excedente

1. EL ORIGEN Y LOS OBJETIVOS DE LA UNIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES

El nacimiento de la Unión del Mercado de Capitales (o Capital Markets Union como fue denominada en su versión original en inglés) respondió, por un lado, a elementos «estructurales» y a otros que podemos calificar como de carácter más «coyuntural».

Por un lado, y como he vivido personalmente al participar en diversos grupos de trabajo organizados por la Comisión Europea¹, ésta lleva mucho tiempo tratando de remover los obstáculos legales y fiscales al mercado interior de servicios financieros en general y al funcionamiento eficiente del mercado de capitales en particular.

Por otro lado, la reciente crisis financiera

puso de manifiesto la extremada dependencia de la financiación empresarial, especialmente en el caso de la PYME, respecto de la situación de los bancos de la Eurozona, de modo que las dificultades sufridas por éstos durante la crisis, y su efecto restrictivo sobre el crédito concedido a las empresas, multiplicaron los efectos negativos de ésta.

A ello se añade la constatación fáctica de que los mercados de capitales en Estados Unidos desempeñan un papel mucho más relevante en la financiación empresarial de lo que lo hacen en Europa, donde el porcentaje de participación de los bancos en dicha financiación, especialmente en el caso de las PYMEs es realmente muy superior. Si bien esto es algo que se ha mitigado en alguna medida durante la crisis, no tanto por el desarrollo de los mercados de capitales (que no se ha producido) sino por la aparición de nuevos actores (las *fintechs* entre ellos) que han sido capaces de proporcionar distintos tipos de financiación (cuya importancia cuantitativa no debería exagerarse) compensando en alguna medida el momento de mayor dificultad en el acceso al crédito de familias y empresas, el mayor peso de la financiación bancaria en Europa continúa siendo una realidad.

¹ He formado parte de los grupos de trabajo sucesivamente organizados por la comisión europea con el nombre de »*Commission expert group on fiscal compliance issues*», más conocido, como grupo «FISCO», y, posteriormente, el de »*EU clearing and settlement: fiscal compliance group*» con el objetivo común de identificar y remover los obstáculos fiscales a una mayor integración y el funcionamiento eficaz de los mercados de capitales en Europa.



La Unión del Mercado de Capitales se encuentra, pues, como iniciativa política, íntimamente ligada a la crisis, formando parte de un paquete de respuesta a la misma en el que también se integraba el llamado «Plan Juncker» comprendido por iniciativas de inversión que trataban de compensar las carencias de algunos de los Estados miembros, si bien algunas de las medidas propuestas tenían un origen anterior, conectándose a iniciativas de largo recorrido de la Comisión Europea que trataban de contribuir al desarrollo del mercado interior.

No se trataba, en rigor, de una iniciativa única, sino de un paquete en el que se encontraban comprendidos distintos elementos, todos ellos orientados a favorecer una mayor diversificación en las fuentes de financiación empresarial y, entre ellas, y sobre todo, el desarrollo de un auténtico mercado único de capitales en Europa. Así, entre los aspectos incluidos en esta iniciativa se encontraban cuestiones muy específicas, como la simplificación de los requisitos derivados de la directiva de folletos para la realización de emisiones de instrumentos financieros destinados a su negociación en los mercados de capitales cuando fueran emitidos por pequeñas y medianas empresas (en realidad, fundamentalmente por empresas de mediano tamaño y ciertas características que las hacían capaces de asumir la disciplina derivada de su participación en algún tipo de mercado de capitales), la modificación del régimen de las titulizaciones a fin de facilitar su reactivación tras la crisis, el tratamiento de las inversiones a largo plazo realizadas por inversores institucionales (y en particular entidades aseguradoras) en materia de infraestructuras y, en general, lo relacionado con el desarrollo de la innovación tecnológica en el ámbito de los servicios financieros y específicamente el impulso de las iniciativas «*fintech*».

Es importante matizar que, como fue poniéndose de manifiesto de forma cada vez más

clara, no se trataba de sustituir la financiación bancaria sino, más bien, de complementarla, diversificando las fuentes posibles de financiación para las empresas europeas. De este modo, terminó hablándose de la compatibilidad e incluso complementariedad entre dos iniciativas tan relevantes como la Unión del Mercado de Capitales a la que está dedicada este trabajo y la Unión Bancaria.

El desarrollo de la Unión del Mercado de Capitales fue, desde el comienzo, mucho más lento de lo que habría cabido esperar y, a pesar de que pudo culminarse alguna de las iniciativas contenidas en el plan inicial, como la modificación de la Directiva de folletos, otras se hicieron esperar más, en algunos casos por la dificultad de introducir modificaciones en el régimen jurídico de entidades financieras cuando éste venía en buena parte predeterminado por estándares globales como los derivados de los acuerdos en materia prudencial conocidos como «Basilea III» en sus sucesivos desarrollos.

Por ello, el balance que puede realizarse de la iniciativa no puede ser otro que calificarla de «éxito moderado» (por no decir seriamente limitado) y desde luego muy alejada de las expectativas iniciales.

Sin perjuicio de lo que seguidamente se dirá, al hablar sobre el Brexit en el apartado siguiente, no cabe duda de que una parte de los problemas que tuvo la iniciativa fue la escasa predisposición de los Estados a avanzar en la remoción de los obstáculos tantas veces identificados para el desarrollo de los mercados de capitales en Europa (muchos de ellos de índole fiscal) a los que ha venido a sumarse, tristemente, un conjunto de iniciativas nacionales de alcance diverso y que presentan el rasgo común de someter a tributación las transacciones en los mercados de capitales sin que exista una mínima armonización europea en la materia.

Tampoco los sectores implicados y las in-



fraestructuras concernidas han avanzado de forma sustancial y, de hecho, nuevamente con la influencia de lo que señalará respecto del Brexit en el apartado siguiente de este trabajo, las iniciativas que estaban produciéndose para la consolidación de los gestores de los principales mercados de capitales europeos se han visto paralizadas o directamente abandonadas.

2. EL BREXIT

La relación del Reino Unido con la Unión Europea ha sido siempre compleja. Gran Bretaña decidió inicialmente no participar en el proceso de integración europea, posteriormente cambió de opinión para ser rechazada por dos ocasiones, en 1963 y 1967 (por oposición francesa, en ambos casos, lo que suele recordarse en el Reino Unido como una auténtica humillación), para terminar accediendo finalmente en el año 1973 a través de la «*European Communities Act*» de 1972.

Desde el primer momento, la pertenencia a las Comunidades Europeas (luego Unión Europea) fue controvertida, como demuestra el hecho de que ya en el año 1975 hubiera de superarse un referéndum convocado para decidir acerca de la permanencia del Reino Unido en las Comunidades.

Tras un período de relativa calma, las tensiones volvieron a aparecer con el gobierno conservador de Margaret Thatcher, resueltas con una relevante concesión por parte europea: el reconocimiento del cheque británico, el derecho del Reino a recibir una compensación o reembolso anual como compensación a su menor utilización de las ayudas agrícolas europeas de la que sí se benefician (de forma importante) otros Estados europeos (sobre todo Francia).

Años después, el Reino Unido renunció a

participar en el mayor proyecto de reforzamiento de la Unión Europea como fue la creación del euro como moneda única.

Finalmente, y de nuevo con un gobierno conservador (lo que seguramente no es casual) se planteó la convocatoria de un referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea que fue efectivamente convocado por David Cameron el 20 de febrero de 2016 y tuvo lugar el 26 de junio de 2016.

En contra de previsiones más optimistas, el resultado final del referéndum fue que la mayoría de los votantes optó por abandonar la Unión Europea lo que, previa dimisión del primer ministro que había convocado el referéndum, dio lugar a la aprobación de la «*European Union (Withdrawal) Act*» de 2018, que, una vez sancionada por la Corona, se convirtió formalmente en Ley el 16 de marzo de 2018.

De acuerdo con estas decisiones, ese mismo mes, el Gobierno Británico procedió a realizar formalmente la «declaración del artículo 50 del Tratado» instrumentada en una carta de fecha 29 de marzo de 2017 firmada en la que se decía que «I (la nueva Primera Ministra británica, la señora May) *hereby notify the European Council in accordance with Article 50(2) of the Treaty on European Union of the United Kingdom's intention to withdraw from the European Union*». También se efectuaba la misma notificación en relación con la Comunidad Económica del Carbón y del Acero y de la Comunidad Europea de la Energía Atómica (EURATOM).

Aunque se ha hablado mucho de él en los últimos dos años, no parece ocioso recordar aquí que dicho artículo 50 del Tratado dispone, literalmente, lo siguiente:

«1. Todo Estado miembro podrá decidir, de conformidad con sus normas constitucionales, retirarse de la Unión.



2. El Estado miembro que decida retirarse notificará su intención al Consejo Europeo. A la luz de las orientaciones del Consejo Europeo, la Unión negociará y celebrará con ese Estado un acuerdo que establecerá la forma de su retirada, teniendo en cuenta el marco de sus relaciones futuras con la Unión. Este acuerdo se negociará con arreglo al apartado 3 del artículo 218 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. El Consejo lo celebrará en nombre de la Unión por mayoría cualificada, previa aprobación del Parlamento Europeo.

3. Los Tratados dejarán de aplicarse al Estado de que se trate a partir de la fecha de entrada en vigor del acuerdo de retirada o, en su defecto, a los dos años de la notificación a que se refiere el apartado 2, salvo si el Consejo Europeo, de acuerdo con dicho Estado, decide por unanimidad prorrogar dicho plazo.

4. A efectos de los apartados 2 y 3, el miembro del Consejo Europeo y del Consejo que represente al Estado miembro que se retire no participará ni en las deliberaciones ni en las decisiones del Consejo Europeo o del Consejo que le afecten. La mayoría cualificada se definirá de conformidad con la letra b) del apartado 3 del artículo 238 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

5. Si el Estado miembro que se ha retirado de la Unión solicita de nuevo la adhesión, su solicitud se someterá al procedimiento establecido en el artículo 49».

Están a punto de cumplirse dos años desde que el Reino Unido efectuó la declaración formal del artículo 50, evidenciando su voluntad de abandonar la Unión Europea.

Durante este tiempo, la Unión Europea y el Reino Unido han desarrollado una larga, compleja y dura negociación, concluida a finales del pasado año 2018 en un acuerdo político sobre las condiciones en que éste último ha-

bría de abandonar la Unión Europea, el marco de la futura relación entre ambas partes (amistosa, y de cooperación, como seguramente no podría ser de otro modo) y también, y no menos importante, la existencia de un periodo transitorio, orientado a facilitar el proceso tanto a las Administraciones Públicas, los operadores económicos y los ciudadanos.

La duración inicial del periodo transitorio estuvo prevista hasta el 31 de diciembre de 2020, dando así un tiempo vital a todas las partes implicadas para su adaptación al nuevo escenario, lo que constituía uno de los frutos prácticos más importantes del acuerdo alcanzado.

Al Acuerdo, aprobado en el Consejo Europeo del pasado 25 de noviembre de 2018, se añadió una relevante declaración política², de suerte que ambos documentos jurídicos deben ser interpretados conjuntamente.

El Acuerdo, sin embargo, había de ser final y formalmente ratificado por el Consejo y el Parlamento Europeo lo que, en principio, no parecía problemático, y también y sobre todo por el Parlamento Británico en una votación que, tras algún aplazamiento, tuvo lugar el pasado 15 de enero de 2019, resultando, como era previsible (aunque por una mayoría mucho mayor de la prevista), finalmente rechazado el Acuerdo.

Producida esta circunstancia, y habida cuenta del escaso tiempo disponible hasta el 29 de marzo de 2019, y la escasa (por no decir nula) predisposición de la Unión Europea para renegociar los términos del Acuerdos, los pasos potenciales eran:

– El gobierno británico dispuso de un reducido plazo de tres días para presentar un

² Los acuerdos se alcanzaron en una reunión extraordinaria del Consejo Europeo celebrada el 25 de noviembre de 2018. El texto del acuerdo fue publicado el 14 de noviembre de 2018 con la referencia TF50 (2018) 55- Commission to EU27.



plan alternativo al que fue rechazado por la Cámara.

– La posible utilización de lo dispuesto en el precitado artículo 50 del Tratado para prorrogar el plazo de salida del Reino Unido dando así a ambas partes un tiempo precioso para desbloquear la situación sin afectar adicionalmente a los operadores económicos y a los mercados.

– La eventual convocatoria de elecciones generales en el Reino Unido como paso posiblemente imprescindible para un cambio de postura radical respecto de la declaración del artículo 50.

– La posible celebración de un segundo referéndum (recientemente reclamada por el líder de la oposición laborista) que, de algún modo, pudiera alterar las líneas rojas en su momento fijadas permitiendo alguna forma de asociación del Reino Unido con la Unión Europea (como ocurre con los países del Espacio Económico Europeo y Noruega en particular) que resultara menos lesivo para ambas partes.

Obviamente, los escenarios resultantes cambian radicalmente en función de lo que ocurra pero, en todo caso, si la declaración del artículo 50 termina siendo efectiva en algún momento, aunque se retrase, ello implicará que el Reino Unido perderá entonces la condición de Estado miembro de la Unión Europea a partir del instante en que dicha declaración produzca sus efectos.

Esa situación es, en sí misma inexorable, y produce efectos relevantes para ambas partes, de modo que el Reino Unido dejará de participar en los órganos de decisión de la Unión Europea sin perjuicio de que, en el supuesto de optar por alguna de las modalidades más integradoras de acuerdo de asociación, pudiera mantener alguna capacidad de participación en las instituciones que habrán de establecer las futuras reglas (y su interpretación) que les serían finalmente aplicables.

Por ejemplo, si finalmente existiera, con las dificultades que fuese necesario superar para ello, un Acuerdo que permitiera aproximar al Reino Unido al estatus de las naciones que, como Noruega, mantienen una regulación razonablemente homogénea con la europea y, como consecuencia de ello, acceso al mercado interior, incluido el relevante pasaporte para la prestación de servicios financieros, esos efectos quedarían fuertemente atemperados.

Por supuesto, la prórroga de la efectividad de la declaración del artículo 50 permitiría al Reino Unido permanecer como miembro, a todos los efectos, de la Unión Europea, lo que no deja de presentar problemas prácticos (como por ejemplo la formación del nuevo Parlamento Europeo), del mismo modo que la existencia de un período transitorio a partir del momento en que dicha declaración fuera eficaz daría, a todas las partes concernidas, la oportunidad de un período de adaptación más previsible y gradual.

Ni que decir tiene que el peor escenario posible sería el de que la declaración del artículo 50 llegase finalmente a producir sus efectos sin que el Reino Unido tuviera ningún Acuerdo con la Unión Europea pues esto lo convertiría, sin más, en un Tercer Estado, y los efectos tendrían una enorme gravedad.

A pocas semanas del 29 de marzo, la posibilidad de un Brexit sin acuerdo se ha hecho aún mayor.

3. EL EFECTO DEL BREXIT SOBRE LA UNIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES

El Reino Unido es, sin duda, el mercado de capitales más importante de Europa y por supuesto de la Unión Europea.

Esto quiere decir que todos los problemas



diagnosticados respecto de la insuficiencia del desarrollo de los mercados de capitales en la Unión Europea se agravan considerablemente en el caso de que, finalmente, el Reino Unido llegase a abandonarla.

Obviamente, y como se ha señalado en el apartado anterior, no es lo mismo un escenario que otro. Tanto si el Reino Unido mantiene su condición de miembro de la Unión Europea como si termina por alcanzar un estatus equivalente al de los países comprendidos en el Espacio Económico Europeo y, por consiguiente, mantiene su acceso al mercado interior, su participación en la Unión del Mercado de Capitales no resultaría jurídicamente imposibilitada y la continuidad del Reino Unido en ésta, con todas las dificultades que han tratado de describirse en el primer apartado de este trabajo.

Sin embargo si, como todos esperamos que se pueda evitar pero no estamos convencidos de que pueda llegar a evitarse, en algún momento se produce la efectividad plena de la declaración del artículo 50, bien porque no ha existido ningún Acuerdo o porque, existiendo éste, se plantea en términos similares al adoptado en diciembre del año 2018, el Reino Unido no sólo llegaría a perder (previa la existencia de un período transitorio o sin ella) su condición de miembro de la Unión Europea sino que también perdería el acceso al mercado interior lo que le inhabilitaría para participar en la Unión del Mercado de Capitales.

Los efectos serían realmente importantes. Debe tenerse en cuenta que, como se ha dicho, el Reino Unido alberga uno de los mercados de capitales más relevantes a nivel global, que tienen un funcionamiento realmente eficaz y del que se ha venido beneficiando el conjunto de la Unión Europea.

Algunas cifras para dar una idea de la magnitud de esos efectos. A día de hoy, prácticamente el noventa por ciento de las transacciones de

derivados en euros son liquidadas en las *clearing houses* británicas, según cálculos del Gobierno británico³. El volumen de las transacciones diarias que se producen en esas infraestructuras asciende a unos mil billones de dólares.

¿Por qué razón se produciría la imposibilidad de mantener al Reino Unido como parte integrante de la Unión de Mercado de Capitales en Europa? La respuesta es compleja pero, en esencia, lo que las autoridades europeas, incluidas las del Banco Central Europeo, han venido afirmando es que la negociación de instrumentos financieros denominados en euros no debería producirse fuera del territorio de la Unión Europea. A fin de evitarlo, han planteado propuestas legislativas claramente encaminadas a lograr que esas infraestructuras se establecieran en algún lugar de la Unión Europea.⁴

³ El BIS considera que tres cuartos de todas las transacciones sobre derivados en euros realizadas en el año 2016 se realizaron en las infraestructuras del Reino Unido. De hecho, solamente una de ellas, la London Stock Exchange declaró haber realizado transacciones por un importe superior a los 900.000 millones de dólares en ese año.

⁴ De hecho, en su comunicación a los interesados (*stakeholders*) de 8 de febrero de 2018 (https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/post_trade_services_en_0.pdf) la Comisión Europea ha indicado lo siguiente: «As of the withdrawal date, derivatives traded on a UK regulated market will not fulfil the definition of Exchange traded derivatives (ETDs) under EU law. According to Article 2 (32) of MIFIR, ETDs are derivatives traded on an EU regulated market, or on a Third-country market considered to be equivalent. Thus, under EU law, as for the withdrawal date, ETDs traded on a UK regulated market will be over-the-counter (OTC) derivative contracts». También se dice que «OTC derivatives that are subject to the clearing obligation must be cleared by a central counterparty (CCP) which is authorized and established in a Member State of the EU or a CCP established in a third-country which is recognized by the... (ESMA) under Article 25 of EMIR to clear that class of OTC derivative. As of the withdrawal date, CCPs established in the United Kingdom will be third-country CCPs which would need to be recognized under EMIR before they could be used to fulfil the clearing obligation». La consecuencia fundamental de todo ello, continúa el propio documento, será que las contrapartes en la Unión Europea verán incrementados sus requerimientos de capital por las posiciones que tengan en derivados en las



Las soluciones propuestas a fin de evitar este desenlace iban en la línea de que las autoridades supervisoras de los mercados europeos y particularmente ESMA pudieran realizar actividades de supervisión respecto de aquellas infraestructuras de mercado británicas que pudieran tener un carácter sistémico respecto de los instrumentos derivados en euros y por su interrelación con instituciones europeas. Si ello fuera así, y dependiendo de que los acuerdos finalmente adoptados lo hicieran de algún modo posible, podría permitirse que esas infraestructuras continuaran utilizándose por las instituciones europeas.

Es importante matizar que no estamos hablando de que los instrumentos financieros emitidos por operadores económicos europeos pudieran llegar a negociarse en los mercados británicos (al igual que, como es notorio, sucede con muchos instrumentos en los Estados Unidos) sino de que pudieran beneficiarse de las ventajas de toda índole derivadas de la negociación en una entidad autorizada para operar con plenitud de efectos en la Unión Europea y bajo su régimen jurídico, lo que indiscutiblemente afectaría positivamente a la seguridad jurídica derivada de su utilización.

En las últimas semanas, y sin perjuicio de lo que se dirá finalmente respecto de algunas iniciativas que podemos calificar como «soluciones de contingencia» y en el marco de un contexto en el que trataba de facilitarse la aprobación del Acuerdo, parecían haberse producido avances que hacían pensar en que alguna forma de colaboración entre los supervisores de los mercados e instrumentos financieros y particularmente de los supervisores y autoridades británicas y ESMA podría hacer posible salvar, si quiera parcialmente, algunas de las iniciativas ligadas a la Unión del Merca-

do de Capitales y el mantenimiento del Reino Unido y de sus instituciones como parte de la misma.

No obstante, las dudas existentes sobre la existencia final de un Acuerdo y su alcance, genera la mayor de las incertidumbres.

Si este escenario llegara a producirse o, aun existiendo un Acuerdo que implicase que el Reino Unido pierde su acceso al mercado interior tras un eventual período transitorio, termina llegándose a una situación en la que, sin más, el Reino Unido queda equiparado a cualquier tercer Estado como Estados Unidos o Japón, no cabe duda de que la Unión del Mercado de Capitales quedaría afectada de muy distintas maneras:

En primer lugar, al perderse el mercado de capitales más relevante de Europa, la Unión del Mercado de Capitales «europea» quedaría debilitada cuantitativa y cualitativamente por definición. Sencillamente, las empresas europeas tendrían un acceso más complejo a un mercado en el que de otro modo hubieran podido acceder a un volumen de inversión y una tipología de inversores muy superior a la que tendrán disponible en el resto de la Unión Europea.

En segundo lugar, y aunque parezca contradictorio con lo anterior, los Estados miembros habrían de adoptar una actitud mucho más proactiva respecto de la iniciativa de la Unión del Mercado de Capitales puesto que la necesidad de robustecer esos mercados como fuente alternativa de financiación para las empresas europeas, sería, tras la salida del Reino Unido, mucho mayor que nunca.

En tercer lugar, y desde un punto de vista cualitativo no puede olvidarse que, por el relevante peso de «La City», el Reino Unido ha sido un impulsor decidido de la iniciativa de la Unión del Mercado de Capitales (no por casualidad, de nuevo, el Comisario que planteó la propuesta en primer lugar era británico) y

clearing houses del Reino Unido, lo que claramente desincentivaría su utilización.



de cuantas normas y medidas han tratado de mejorar y hacer más eficiente el mercado de capitales en la Unión Europea.

¿Tendrán otros Estados en el futuro el peso y la voluntad políticos (y, no en menor medida, los conocimientos técnicos) para realizar una contribución similar? Resulta cuando menos dudoso.

Uno de los primeros indicadores de esta actitud ha sido la tibia respuesta que se ha dado por parte de los Estados miembros y sus propios supervisores nacionales al reforzamiento de las potestades de la Autoridad Europea de los Mercados y los Instrumentos Financieros (ESMA) propuesto por la Comisión Europea.

No vivimos tiempos proclives a la europeización y a la cesión adicional de competencias a la Unión Europea pero si queremos que Europa sea un actor relevante en la economía y los mercados financieros globales tenemos que avanzar en el camino de la integración y la cooperación, sea a través de un fortalecimiento competencial de las autoridades europeas o de la potenciación de los instrumentos de coordinación y cooperación entre las autoridades de los Estados miembros.

Si la regulación no está suficiente armonizada y los supervisores no actúan con criterios homogéneos no parece fácil avanzar en el camino de la integración y en todo caso no será fácil avanzar en el camino de la consecución de una auténtica unión del mercado de capitales en Europa de forma que una empresa europea, dondequiera que se encuentre su sede, pueda encontrar en el (o los) mercado de capitales europeo una alternativa eficiente para su financiación a largo plazo, que complete y complemente las posibilidades que le brinda el sector bancario tradicional y sus nuevos competidores tecnológicos, pero que pueda ser en alguna medida comparable a la que disfrutaban otros proveedores de bienes y servicios en un mundo cada vez más global.

4. «TRABAJOS PALIATIVOS A NIVEL NACIONAL»

Algunas semanas antes de que se alcanzase el borrador de Acuerdo entre el Reino Unido y la Unión Europea al que ha venido haciéndose referencia, se produjo una manifestación pública relevante realizada por la Vicepresidencia del supervisor bancario alemán (BaFin) en el sentido de que se estaban produciendo conversaciones bilaterales con el supervisor británico con el objetivo de asegurar «una transición lo más suave posible»⁵ en relación con el Brexit, para el caso de no alcanzarse un Acuerdo a nivel europeo, en lo que constituiría la primera interacción bilateral entre dos Estados en el ámbito de los servicios financieros desde que comenzaron las conversaciones entre la Unión Europea y el Reino Unido a propósito del Brexit.

Si este movimiento abría o no la posibilidad de que existan acuerdos bilaterales es aún pronto para decirlo pero, a primer, y en aquel primer momento, no parecía fácilmente conciliable con el principio de unidad mantenido por la Unión Europea en la negociación, el marco jurídico vigente en la regulación de servicios financieros en la Unión Europea y con los principios adoptados por la Unión como marco de la negociación.

Con posterioridad a dichas declaraciones, el Gobierno alemán ha aprobado un proyecto de ley que ya se ha remitido a su Parlamento,

⁵ La declaración, recogida por Reuters el pasado 22 de octubre de 2018 (<https://www.reuters.com/article/britain-eu-bafin/German.watchdog-eyes-backstop-bilateral-ties-with-uk-ahead-of-brexit-idUSL8N1X22UK>), páginas 1 y 2. En la noticia se afirmaba, aunque no se entrecorrelaba esta declaración a diferencia de la que se ha incluido como cita en el texto, que BaFin había afirmado el lunes de esa semana que «negociaría sus propios vínculos regulatorios para evitar una disrupción en los mercados si el Reino Unido y la Unión Europea no eran capaces de alcanzar acuerdos más amplios antes del Brexit».



en el que se establecen las bases de la futura relación con el Reino Unido en el ámbito de los servicios financieros para el caso de que no existiera un acuerdo. En este proyecto de ley se establece un régimen transitorio «nacional» (en contraposición al resultante del acuerdo europeo) para las entidades británicas que desarrollan actividades financieras en Alemania.

Otros Estados, entre ellos España, podrían realizar un movimiento análogo en las próximas semanas al objeto de reducir la incertidumbre que sufren las entidades financieras (bancarias y aseguradoras, fundamentalmente) afectadas por el Brexit en un contexto de falta de Acuerdo entre el Reino Unido y la Unión Europea. De hecho, el reciente Real Decreto-ley 5/2019, de 1 de marzo, por el que se adoptan medidas de contingencia ante la retirada del Reino Unido e Irlanda del Norte de la Unión Europea sin que se haya alcanzado el acuerdo previsto en el artículo 50 del Tratado de la Unión Europea dedica un precepto al tema de la continuidad contractual.

Es importante destacar que estas iniciativas deben interpretarse como parte de lo que la Comisión Europea ha denominado acciones preparatorias que deben realizarse por parte de los ciudadanos, las empresas y los Estados miembros. Respecto de estos últimos, la Comisión ha dado dos mensajes relevantes en la Comunicación dirigida al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo, al Comité de las Regiones y al Banco Europeo de Inversiones sobre la «preparación de la retirada del Reino Unido de la Unión Europea el 30 de marzo de 2019: plan de acción de contingencia»⁶.

El primero es el de que «los Estados miembros, incluidas las autoridades nacionales, des-

empeñarán un papel fundamental en la aplicación y el cumplimiento de la legislación de la UE en relación con el Reino Unido como tercer país...»

El segundo, no menos importante que el anterior, es el de que «la Comisión está trabajando con los Estados miembros a fin de coordinar las medidas que adopten con el fin de garantizar que los preparativos de contingencia sean coherentes dentro de la Unión Europea y conformes a los principios generales que se presentan a continuación (en el mismo documento)...» Pero que, en todo caso, «los Estados miembros deben abstenerse de entablar debates y celebrar acuerdos bilaterales con el Reino Unido, que irían en detrimento de la unidad de la UE». Tal y como señala el documento, refiriéndose específicamente a los servicios financieros, «se anima a las Autoridades Europeas de Supervisión a que empiecen a preparar acuerdos de cooperación con los supervisores del Reino Unido a fin de garantizar que sea posible el intercambio de información relacionada con las entidades y los agentes financieros inmediatamente después de la fecha de retirada en el caso de que no haya acuerdo».

Estos trabajos «paliativos» o «de contingencia» han tenido también que ver con algunos aspectos relacionados con las infraestructuras de mercados.

Concretamente, los proyectos legislativos a los que estamos haciendo referencia y singularmente el alemán, han tratado de ofrecer alguna seguridad jurídica a los operadores al establecer un «escenario de continuidad», al menos transitorio de modo que, aunque no llegase a existir un acuerdo entre el Reino Unido y la Unión Europea, los servicios financieros que los operadores británicos venían prestando con anterioridad a sus contrapartes europeas, aún en el caso de que no hubieran llegado a conseguir una licencia europea en

⁶ Estrasburgo, 13.11.2018. COM (2018) 880 final, página 4.



la fecha final de efectos de la declaración del artículo 50.

El documento sobre planes de contingencia europea que se ha citado anteriormente⁷ también incluye otra referencia tranquilizadora al afirmar que «los contratos de derivados extrabursátiles no compensados entre entidades de contrapartida de la UE y del Reino Unido seguirán siendo, en principio, válidos y ejecutables hasta su vencimiento».

Respecto de los derivados compensados, el documento anuncia que «si no se llega a un acuerdo, la Comisión adoptará decisiones de equivalencia temporales y condicionales con el fin de garantizar que no se produzca ninguna interrupción en la compensación centralizada y en los servicios de depositarios. Estas decisiones se complementarán con el reconocimiento de las infraestructuras establecidas en el Reino Unido, a las que se anima, por tanto, a que soliciten anticipadamente el reconocimiento a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM)». Es aquí donde el llamamiento del documento a las autoridades europeas de supervisión para que alcancen acuerdos de cooperación con los supervisores del Reino Unido que se ha citado anteriormente⁸ encuentra todo su sentido.

5. CONCLUSIONES

La declaración formal del artículo 50 del Tratado realizada por el Reino Unido el pasado día 29 de marzo de 2017 es, sin duda, uno de los momentos más graves en la historia de la Unión Europea.

Al tiempo de terminarse estas páginas, es todavía incierto hasta qué punto llegarán las

consecuencias prácticas de esa decisión y si finalmente podrá alcanzarse un Acuerdo entre la Unión Europea y el Reino Unido que gobierne las condiciones de separación, el futuro de la relación entre ambas partes y la eventual existencia de un período transitorio.

Tampoco sabemos si, caso de que llegue a existir un Acuerdo, éste puede sobrepasar alguna de las líneas rojas inicialmente marcadas por el Reino Unido (las de la Unión Europea parece más complejas de sobrepasar) de modo que la forma futura de Asociación entre ambas partes atempere los efectos de la declaración, especialmente si el Reino Unido se aproxima a los Estados que, como Noruega, han hecho fuertes concesiones a fin de acceder al mercado interior.

Salvo que el Reino Unido mantuviera su condición de miembro de pleno derecho de la Unión Europea (lo que a día de hoy no parece demasiado probable) o que, a través de algún tipo de acuerdo de asociación lograra una situación de cierta equivalencia jurídica (aunque nunca tendría un nivel de participación e influencia equiparable a la actual sobre las instituciones europeas), el efecto de todo lo anterior sobre la Unión del Mercado de Capitales puede llegar a ser muy importante.

En primer lugar porque el Reino Unido es hoy por hoy una de las principales plazas financieras del mundo y, desde luego, alberga el principal mercado de capitales de la Unión Europea por lo que todas las debilidades que muestra el mercado de capitales en Europea se verían fuertemente incrementadas si el Reino Unido quedara finalmente excluido.

Los Estados miembros de la Unión Europea, a la vista de lo anterior, deberían reforzar su apuesta por la iniciativa de la Unión del Mercado de Capitales, removiendo los obstáculos de toda índole que siguen existiendo a su desarrollo a fin de permitir a las empresas acceder a los mercados en condiciones que

⁷ Vid nota 11, página 8

⁸ Vid nota 15



podieran considerarse competitivas a nivel global, lo que en todo caso no parece fácil.

Por último, si todo lo anterior resulta cierto, perderemos a un socio que ha sido una notable fuerza impulsora de la idea de la Unión del Mercado de Capitales y del fortalecimiento y la integración de los mercados europeos de capitales, lo que implica no sólo cuestiones de regulación relacionadas con el puro funcionamiento de esos mercados sino otros no menos relevantes como el uso de la innovación tecnológica o el papel de las *fintechs*, ciertamente más avanzadas en el Reino Unido que en otras latitudes.

No puedo afirmar, porque no tendría fundamento, que la Unión del Mercado de Capitales quede herida de muerte en el caso de un Brexit «duro» o por la situación resultante al final del período transitorio fijado en el Acuerdo en principio alcanzado por las autoridades europeas y el Reino Unido pero, tanto en términos cuantitativos como cualitativos, perdemos una pieza fundamental de ese mercado sin la que seguramente ya nada será lo mismo. En todo caso, la alternativa (un fortalecimiento de la Unión del Mercado de Capitales en la forma de un impulso político de las distintas

iniciativas que la conforman) requeriría un compromiso político que no sé si las instituciones europeas y los Estados miembros, especialmente tras el posible resultado de las elecciones que habrán de celebrarse en este año, estarán en condiciones de realizar, al menos colectivamente.

En este sentido, el debate que se ha producido respecto del posible fortalecimiento de las competencias de ESMA, sin perjuicio de reconocer que tal vez no es la única ni la mejor vía para avanzar hacia la Unión del Mercado de Capitales, no deja de sembrar dudas, en ausencia de otras alternativas de similar voluntad integradora, sobre la auténtica disposición de los Estados en relación a la creación de esa Unión.

Sería importante que, al menos en el mundo de los servicios financieros y los mercados de capital, cada vez más globales, seamos conscientes de que la única oportunidad de competir de los europeos pasa por una mayor integración y cooperación y no, como parecen pretender algunas corrientes políticas en boga, por una renacionalización de las posturas y las instituciones. No es esto, ciertamente, no es esto.