

LAS CONSECUENCIAS DEL BREXIT EN EL SECTOR FINANCIERO: ENTRE PASAPORTES Y EQUIVALENCIAS

Matías Cabrera y Jorge Sicilia
Economistas en BBVA Research

ISSN: 2386-2491

RESUMEN:

El proceso de negociación del brexit será muy arduo, y la posibilidad de una salida sin acuerdo en dos años es real. Esto representa un peligro para el sector financiero, particularmente el británico, al estar en juego su pasaporte financiero. Existe una alternativa a este mecanismo, el régimen de equivalencia, pero este no es un sustituto perfecto. El resultado final será costoso para el Reino Unido, pero dependerá en última instancia del posible acuerdo comercial al que puedan llegar ambos bloques, y de si hay o no período transitorio.

ABSTRACT:

The Brexit negotiating process will be very tough, and the possibility of an exit without agreement in two years is real. This poses a threat to the financial sector, particularly in the UK, as their financial passport is at stake. There is an alternative to this mechanism, the equivalence regime, but it is hardly a perfect substitute. The final outcome will be costly for the UK, but will ultimately depend on the possible trade agreement between the EU and the UK and whether there is a transitory agreement.

PALABRAS CLAVES: *Brexit, pasaporte financiero, equivalencia, tercer país, sector financiero, acuerdo comercial.*

KEYWORDS: *Brexit, financial passport, equivalence, third country, financial sector, trade agreement.*

1.- INTRODUCCIÓN

El pasado 29 de marzo Theresa May notificó a Donald Tusk, presidente del Consejo Europeo, de la intención del Reino Unido (RU) de dejar la Unión Europea (UE). Así formalizó el resultado del referéndum no vinculante del 23 de junio de 2016, comenzando el proceso de negociación que, salvo sorpresa mayúscula, culminará en 2019 con el RU fuera de la UE.

Hay dos cuestiones generales que se abordarán en la negociación: i) un

acuerdo de salida (que incluirá la factura del *brexit*) y, ii) las bases generales de la futura relación UE-RU. Aún existe demasiada incertidumbre sobre el resultado final de las negociaciones, que comenzaron el pasado 19 de junio, debido a las posturas enfrentadas entre ambas partes, pero hay información suficiente para entender las demandas y restricciones del proceso de negociación y sus principales claves.

Desde el lado europeo se ha hecho hincapié en la necesidad de finalizar primero el acuerdo de salida propiamente dicho (incluyendo aspectos como la

situación de los ciudadanos europeos y británicos, el caso de Irlanda, o el pago por parte del RU por los compromisos asumidos que tienen implicaciones de gasto futuro). En principio, la posición de la UE es que una vez que se haya avanzado en estas áreas, se podrían analizar las posibles opciones para la nueva relación entre ambos bloques. Por otro lado, el RU esperaba abordar ambas cuestiones en paralelo.

En cuanto a los objetivos de la negociación, desde el lado británico, se ha dejado claro que buscarán recuperar su soberanía en cuestiones como inmigración y legislación (dejando de estar bajo la jurisdicción del Tribunal de Justicia de la UE). Esto significa que dejarían de ser un miembro del Mercado Único¹. Por su parte las autoridades en la UE han adoptado una postura común manifestando que las cuatro libertades (libre movimiento de personas, bienes, servicios y capitales) son indivisibles. Argumentan que el RU no puede elegir aquellas facetas del Mercado Único que le interesen sin adoptar el resto: un acceso *a la carta* podría perjudicar la integridad del mercado². Sobre este tema, los líderes europeos han declarado en más de una ocasión que el RU no puede tener un tratamiento más favorable fuera del bloque respecto a la situación de un estado miembro. No es sólo que se puede

requerir un pago -bien en forma de “pago de salida” o de “pago de acceso al mercado” -sino que la adecuación de legislación y acuerdos será muy compleja.

Considerando todos estos elementos, así como algunas dificultades manifiestas en el comienzo de la negociación, el escenario en el que la UE y el RU acaban sin un acuerdo final no es precisamente imposible. Incluso se puede deducir que las restricciones que parecen existir para cada una de las partes hacen hoy del acuerdo un conjunto vacío; si bien algunas de las posturas pueden cambiar en el proceso de negociación. Ante esta situación, el riesgo es que toda la normativa y legislación aplicable entre ambos bloques dejaría de tener efecto inmediatamente. Esto tiene el potencial de generar importantes interrupciones en toda la economía, y particularmente en el sector financiero, un sector que tiene protagonismo en la economía británica por una combinación de factores que hacen de Londres un centro competitivo para proveer servicios financieros pero cuya actividad transfronteriza ha florecido bajo el amparo de la normativa europea dentro del Mercado Único.

El resto del artículo sitúa en contexto la importancia del sector financiero en el RU y en la UE, explica los acuerdos que cimentan la provisión de servicios financieros entre el RU y el resto de países que forman parte de la UE y analiza algunas claves de la negociación y sus consecuencias. Nos centramos con especial detalle en uno de los elementos que va a determinar cuál va a ser el futuro de las relaciones en cuanto a la provisión de servicios financieros: el pasaporte comunitario, y posibles formas de sustituirlo. La conclusión, como no puede

¹ Estas conclusiones se derivan de sus discursos en Lancaster House (17 enero 2017) y en el Parlamento Británico luego de notificar el Art. 50 del Tratado de la UE (29 de marzo 2017).

² Discurso de Michel Barnier (negociador en jefe por la Comisión Europea) ante la sesión plenaria del Comité de la Regiones Europeo.

ser de otra manera en un artículo que se escribe antes de que empiecen formalmente las negociaciones, está muy abierta, pero sus posibles consecuencias son negativas tanto para el RU como, en menor medida, para la UE.

2. - EL SECTOR FINANCIERO BRITÁNICO Y SU RELACIÓN CON LA UE

Es bien conocido el estatus de Londres como centro financiero de la UE y su protagonismo a nivel mundial, incluso desde antes de su incorporación al mercado único europeo. Esto se debe a una combinación de factores tan diversos como lo son su infraestructura financiera, el capital humano altamente especializado o el sistema legal existente. Todos estos factores se han ido reforzando mutuamente entre sí a lo largo del tiempo, pero su gran crecimiento se ha apoyado también en la demanda de servicios financieros por parte de países de la UE, la importancia de Europa y el desarrollo de la Unión Monetaria.

El sector financiero es de vital importancia para la economía británica en su conjunto. Antes del referéndum, el IIF advertía que el sector financiero representa aproximadamente el 7% de la economía británica³. Más recientemente, el Parlamento Europeo publicó un informe según el cual en 2015, este sector generó ingresos por £200.000 millones (aproximadamente 11% del PIB), empleando en forma directa a más de 1 millón de personas, número que asciende

a los 2,2 millones de personas contando a profesionales en servicios relacionados (consultoría, servicios legales y contables, etc.)⁴. Esto se traduce también en una importante recaudación impositiva (£60-67 mil millones). Finalmente, es importante reconocer su importancia en la balanza de pagos: en 2015, la economía británica reportó un déficit de cuenta corriente de aproximadamente el 6% de su PIB, pero el sector de servicios financieros generó en el mismo período un superávit del 2.5% del PIB⁵. Es uno de los sectores más productivos y competitivos de la economía británica.

Gran parte del sector financiero radicado en el RU está íntimamente relacionado con la exportación de servicios. El Parlamento Europeo calcula que aproximadamente la mitad de los ingresos del sector financiero británico en 2015 se debieron a transacciones realizadas con la UE y otros mercados extranjeros. Esta relación sitúa a la UE como una región dependiente de los servicios financieros que se ofrecen desde el RU. El IIF estima que cerca del 80% de las actividades en mercados de capitales en la UE27 se realizaron en el RU, mientras que el 75% de los fondos de cobertura europeos tienen sede en Gran Bretaña. Encontramos cifras elevadas también en lo relativo al comercio de derivados y la ejecución de transacciones de divisas como el euro (ver Gráfico 1).

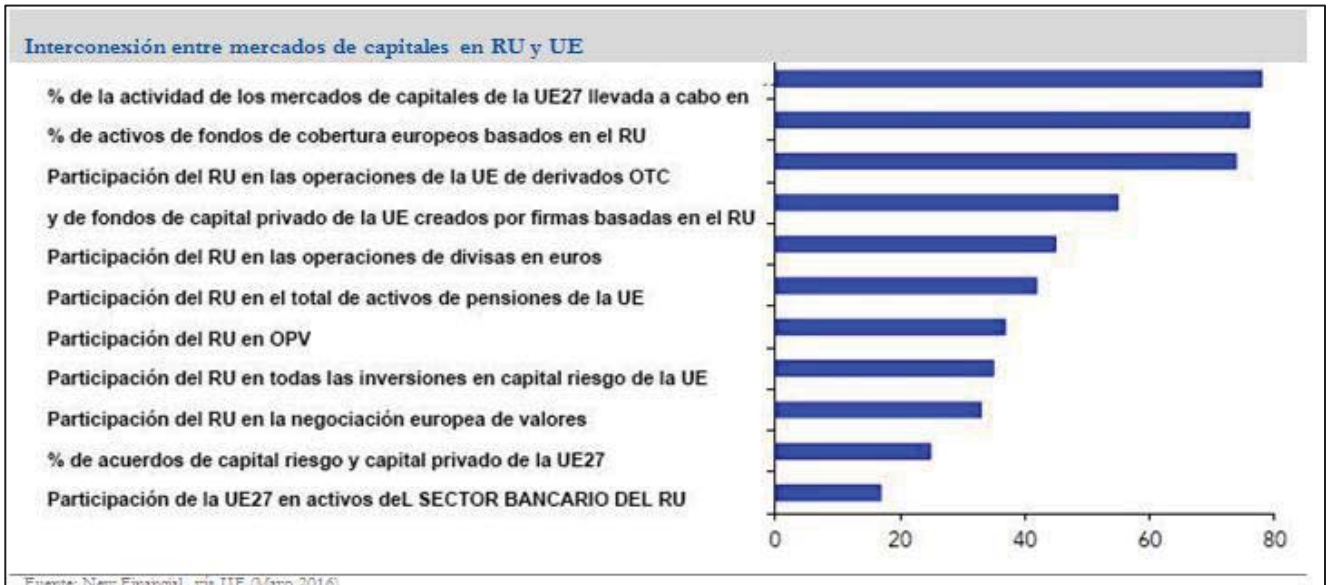
³ Institute for International Finance (2016): "Vote of a Lifetime: Financial Sector Views on Brexit".

⁴ Parlamento Europeo (2016), "Brexit: the United-Kingdom and EU financial services".

⁵ Datos publicados por la "Office for National Statistics".

Una vez fuera de la UE, esta alta codependencia se vería fuertemente afectada, lo que genera preocupación entre supervisores, entidades financieras, y gobiernos. El resultado final, dependerá en última instancia del tipo de acuerdo al que puedan llegar las partes durante el proceso de negociación, que se anticipa difícil en un período de sólo dos años.

Dinamarca, Suecia, Polonia -y otros países de Europa del Este. Sin embargo, el RU si tiene un privilegio, que comparte con Dinamarca: ambos tienen la opción de no integrarse nunca en la Unión Monetaria y adoptar la moneda única europea, el euro.



3. -LA SITUACIÓN ACTUAL DEL REINO UNIDO

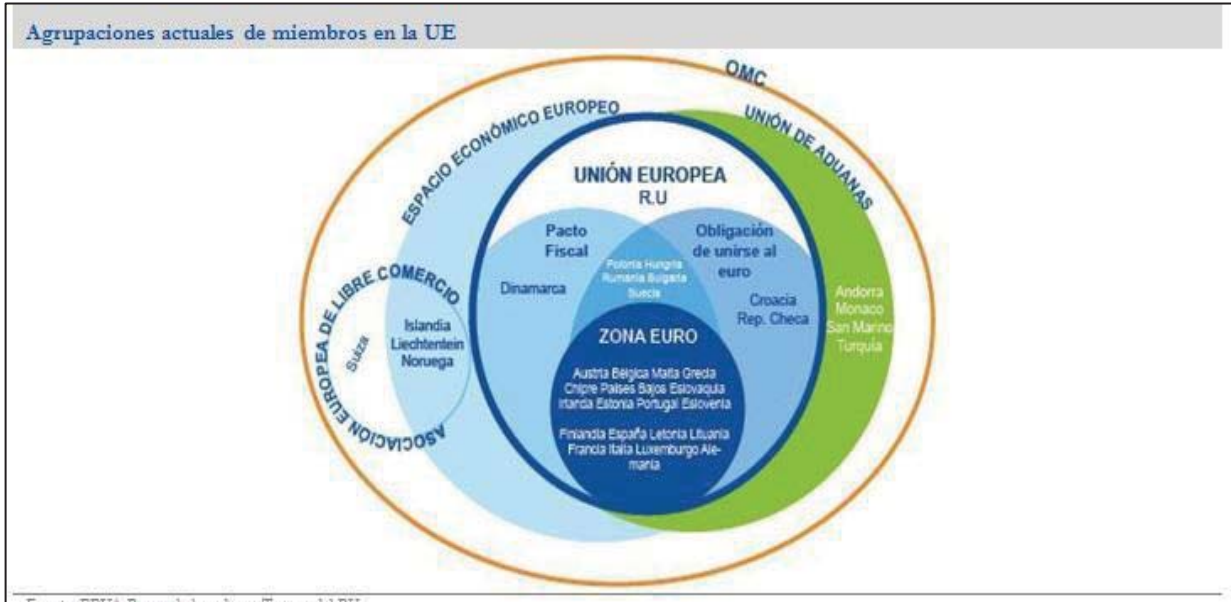
A pesar de ser un miembro pleno de la UE, y formar parte de la unión aduanera, el RU no es miembro de la eurozona, del espacio Schengen, ni del Pacto Fiscal. Esto significa que gozaba de una situación que ya era asimétrica respecto a otros países de la UE (pre-referéndum) respecto al tipo de obligaciones y controles a los que sus instituciones financieras deben estar sometidas. Esto no constituía un problema y es una característica común a otros países pertenecientes a la UE (hoy 28 miembros) que no son miembros de la eurozona (hoy con 19 miembros), como

Esto tiene importantes implicaciones desde el punto de vista de la supervisión financiera. Al ser un estado miembro fuera de la zona euro, sus instituciones financieras no están sujetas a la supervisión por parte del Banco Central Europeo (BCE)⁶. Es la Autoridad de

⁶ Luego de la última crisis financiera, se reformó el esquema de supervisión y regulación en la UE. Entre otras cosas, la supervisión de entidades financieras pasó a manos del BCE y su Mecanismo Único de Supervisión. Aquellos bancos significativos, son supervisados de forma directa por el BCE, mientras que el resto del sistema, depende indirectamente de esta institución (manteniendo las Autoridades Nacionales Competentes el rol de supervisor directo).

Regulación Prudencial (PRA por sus siglas en inglés) quien supervisa a las firmas financieras en el RU en cuestiones de estabilidad⁷.

compensación centrales (o CCPs por sus siglas en inglés). Estas instituciones prestan servicios de compensación y liquidación de operaciones de todo tipo,



Incluso cuando la supervisión financiera está totalmente en manos de agencias británicas, los bancos e instituciones financieras con sede en el RU pueden “exportar” libremente sus servicios financieros a clientes ubicados en cualquier estado miembro. Esto es gracias a la existencia del pasaporte para servicios financieros, que permite a cualquier firma autorizada en un estado miembro prestar servicios en otro sin necesidad de obtener una licencia adicional.

En la actualidad, no existen barreras comerciales dentro de la UE en cuestiones de servicios financieros. Esto de particular importancia para el funcionamiento de las cámaras de

desde la compra y venta de divisas, hasta contratos sobre derivados financieros, reduciendo significativamente el riesgo por exposición a contrapartes en el sistema financiero. Cualquier institución europea puede hacer uso de los servicios prestados por estas cámaras, siempre y cuando esta se encuentre en algún estado miembro (o si ésta se encuentra en un tercer país autorizado explícitamente). En el RU existen cuatro grandes entidades de contrapartida central autorizadas: LHC Clearnet, ICE Clear Europe, EuroCCP y CME Clearing Europe. Dado que estas operaciones requieren un gran volumen para minimizar riesgos y costos, existe una gran concentración de transacciones para derivados OTC denominadas en euros: cerca del 49% de estas transacciones se realizan en el RU (Parlamento Europeo, 2016). Según la IRSG (2017), existen 52 grandes bancos en Alemania, Francia, Holanda y España

⁷ Para cuestiones relacionadas con regulación y supervisión de conducta, es la “Autoridad de Conducta Financiera” (FCA por sus siglas en inglés) quien tiene la potestad.

que utilizan los servicios de CCPs británicas.

Respecto a este último punto, en julio de 2011 el BCE intentó que toda CCP que realizara actividades sobre transacciones denominadas en euros, tuviese que estar localizada en un estado miembro de la eurozona, para así tener un control más cercano de ellas, dado que estas operaciones son sensibles y relevantes para la conducción de la política monetaria de la zona euro. Esto hubiese implicado la relocalización de estas actividades desde el RU. Pese a que la demanda del BCE tenía sentido técnico, ante las objeciones presentadas por las autoridades británicas, el Tribunal General de la UE concluyó en 2015, que el BCE no tenía las competencias necesarias para imponer este tipo de exigencias a las CCPs siempre que estuvieran radicadas en un país de la UE, contra el que no se podía discriminar por no ser miembro de la zona euro. Este argumento, desaparece en el momento en el que el RU deja de ser miembro de la UE⁸.

Ahora bien, hasta que la salida del RU se haga efectiva, el 29 de marzo de 2019 (de no extenderse la negociación), su condición de estado miembro se

⁸ Más recientemente, el BCE (2017) recomendó la modificación del artículo 22 de sus Estatutos que constituiría la base jurídica para aumentar sus competencias en cuestiones de supervisión de CCPs “*sistémicamente importantes de terceros países que compensan volúmenes significativos de operaciones denominadas en euros.*” Esto implicaría que eventualmente se podría reglar la posibilidad de que se obligue a dichas CCPs a trasladar ciertas operaciones a un estado miembro de la Unión Europea.

mantendrá como en la actualidad, con todos los derechos y obligaciones que conlleva.

4. - EL PASAPORTE FINANCIERO: QUE IMPLICA Y CÓMO FUNCIONA

En cuestiones de acceso al Mercado Único para los servicios bancarios, el RU, como todo estado miembro, goza del pasaporte financiero⁹. La premisa del pasaporte surge en 1989 cuando se aprueba la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria (89/646/CEE), estableciéndose un nivel de armonización “*esencial, necesario y suficiente para llegar a un reconocimiento mutuo de las autorizaciones y de los sistemas de supervisión prudencial*”. Es decir, que el pasaporte tiene su raíz en la existencia de requisitos prudenciales mínimos y armonizados.

El pasaporte es la materialización de una de las cuatro libertades protegidas en los Tratados de la Unión: la libre circulación de servicios (particularmente financieros). El mecanismo está basado en el principio autorización única, en la que la decisión de emitir una autorización válida para prestar servicios financieros en la UE (por ejemplo una licencia bancaria) corresponde a las autoridades correspondientes al estado miembro de origen. Esto significa que un banco que haya sido autorizado a prestar servicios financieros por un estado miembro, puede realizar estas mismas actividades

⁹ El *pasaporte financiero* no solo aplica a los Estados Miembros de la UE, sino también a los miembros del Espacio Económico Europeo (que incluye a Islandia, Liechtenstein y Noruega).

en cualquier otro estado del Espacio Económico Europeo, ya sea a través del establecimiento de sucursales, como a través de la prestación de servicios transnacionales. De igual manera, los estados de acogida no pueden reclamar una dotación de capital superior a dichas sucursales, quedando la supervisión en manos de la autoridad competente del país de origen.

El procedimiento detrás del pasaporte es relativamente sencillo. Una vez que la institución financiera obtiene autorización para realizar un tipo de actividad, puede solicitar el pasaporte a su regulador local para realizar esa actividad en otra geografía. Luego, la autoridad competente del estado de origen debe notificar sobre esto a las autoridades del estado de acogida. Esto aplica a un amplio abanico de operaciones financieras, incluyendo la actividad de banca minorista.

Un ejemplo concreto de esta situación es el caso del banco ING, que opera en España (y otros países europeos) a través de sucursales, usando la autorización del supervisor Holandés (De Nederlandsche Bank) sin ser supervisado de forma directa por el Banco de España (otros supervisores de los países de destino)¹⁰.

El pasaporte ha sido fundamental para crear uno de los mayores mercados financieros, eliminando las barreras internas dentro de la UE. Pero este mecanismo no solo aplica a los servicios

bancarios tradicionales, sino también a cualquier tipo de servicio financiero contemplado por reglamentos o directivas europeas (como la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros - MiFID-, el Reglamento y Directiva de Requisitos de Capital -CRR y CRD-, o el Reglamento de Infraestructura de Mercados Europeo - EMIR-).

¹⁰ Luego de la reforma en el marco de supervisión financiera de la UE, el banco ING pasó a ser supervisado de forma directa por el Mecanismo Único de Supervisión.

El pasaporte ha sido de vital importancia para el RU, sobre todo en lo relativo a la prestación de servicios transnacionales. Éste ha ayudado a la consolidación de Londres como el centro financiero de Europa (sin olvidar que su preeminencia precede a la existencia del Mercado Único). Reflejo de ello son los números

pasaporte. Por otro lado, también se han emitido 23.532 pasaportes en algún estado miembro de la UE para realizar actividades en el RU vía sucursales o servicios transfronterizos (con 8.008 firmas usando al menos un pasaporte).

Tabla 1

Firmas con sede en el RU con al menos un pasaporte por directiva²¹

Directiva	Nº de firmas
Directiva sobre Mediación en los Seguros - IMD	2758
Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros - MiFID	2250
Directiva sobre acceso y supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión - CRD IV	102
Directiva sobre seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio - Solvencia II	220

Información a fecha de 27 de julio de 2016. Fuente: FCA

presentados por la Autoridad Bancaria Europea en 2015: 2079 firmas de inversión radicadas en el RU se beneficiaron del pasaporte bajo la directiva MiFID. De igual forma, la FCA británica destaca la importancia de este mecanismo, tanto para firmas en el RU que busquen realizar transacciones con clientes en otro estado miembro, como también para firmas en el continente realizando transacciones con contrapartes británicas (ver Tabla 1). A fecha de julio 2016, la FCA y la PRA emitieron 336.421 pasaportes para que firmas británicas puedan realizar actividades en otros Estados Miembros de la UE¹¹. Esto se traduce en 5.476 firmas financieras con sede en el RU utilizando al menos un

5. ¿EXISTEN ALTERNATIVAS AL PASAPORTE?

En caso que el RU deje de ser un miembro del Mercado Único, las empresas allí radicadas perderían su pasaporte financiero. Si bien no existen sustitutos perfectos a este mecanismo, el reconocimiento de la equivalencia regulatoria puede ser un importante mitigante, al menos en el corto plazo.

El sistema de equivalencia es un mecanismo al que sólo pueden aplicar terceros países. A través de éste, el marco regulatorio y de supervisión extranjero se declara como equiparable al marco europeo. Dependiendo de la normativa y la actividad, este reconocimiento puede implicar que las firmas financieras allí radicadas tengan acceso al Mercado Único europeo, tal como si contaran con el pasaporte financiero. Por ello, este mecanismo tiene el potencial de

¹¹ Se requiere un pasaporte distinto por cada país en el que se desea realizar actividades. En algunas directivas y reglamentos se requiere la aplicación a pasaportes diferentes para diferentes actividades.

atemperar en el corto plazo las consecuencias negativas para el sector financiero en caso de que se produjera un “*hard brexit*”.

La equivalencia conlleva una serie de ventajas, tanto para las autoridades del país solicitante, como para la misma UE. Por ejemplo, permite a las autoridades europeas descansar en la labor supervisora realizada por reguladores extranjeros reduciendo, o incluso eliminando, solapamientos en el control del cumplimiento de normas¹². Como se mencionó antes, la equivalencia también permite que ciertas actividades y servicios prestados por empresas fuera de la UE sean aceptables para fines regulatorios (como por ejemplo el uso de CCPs en terceros países). Estos factores implican que el régimen prudencial puede resultar menos gravoso.

El proceso de evaluación y concesión de la equivalencia corresponde a la Comisión Europea. Una vez recibida la solicitud de equivalencia, la Comisión evalúa si los reglamentos y normativas utilizados en el tercer país, son equivalentes al marco europeo correspondiente. En general, el enfoque se basa en tres principios: i) la existencia de requisitos jurídicamente vinculantes, ii) que se garantice una supervisión efectiva y, iii) que el marco genere el mismo resultado que las normas europeas. Durante el proceso de evaluación, la Comisión puede solicitar el apoyo técnico de las agencias de supervisión europeas: la Autoridad

Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Valores y Mercados y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EBA, ESMA y EIOPA respectivamente por sus siglas en inglés). Una vez terminada esta fase, si otorga la equivalencia, la decisión puede tomar la forma de un acto delegado o un acto de ejecución, dependiendo de lo que se haya previsto en la normativa correspondiente¹³. Además, la equivalencia se puede otorgar de forma total o parcial (es decir solo para ciertas actividades contempladas en el reglamento o directiva), puede tener una duración limitada en el tiempo, o indefinida, y puede aplicar a todo el marco supervisor del país, o solo a ciertas autoridades competentes.

Cada reglamento puede fijar condiciones específicas a cumplir para obtener la equivalencia. Por ejemplo, el reglamento relativo a los mercados de instrumentos financieros (MiFIR), establece en su artículo 47 algunas de las condiciones para obtener la equivalencia. Entre ellas encontramos por ejemplo, que el marco del tercer país debe garantizar “*la transparencia e integridad del mercado impidiendo el abuso de mercado a través de operaciones con información privilegiada y manipulación de mercado*”, o que “*las empresas que prestan servicios o realizan actividades de inversión en dicho tercer país están sujetas a requisitos de capital suficientes*” (Reglamento UE N° 600/2014). Además, en diferentes artículos, se establecen los privilegios que otorga la equivalencia. Por ejemplo, el

¹² Aunque esta misma virtud tiene como contracara la disminución del control directo que tienen las autoridades europeas sobre instituciones extranjeras.

¹³ Es importante recordar, que los actos delegados pueden ser objetados por el Parlamento Europeo o el Consejo de la UE. Si este es el caso, dicho acto no tendría validez.

artículo 38 establece: “...los centros de negociación establecidos en terceros países sólo podrán solicitar una licencia y los derechos de acceso...a condición de que la Comisión haya adoptado una decisión...por la cual se considere que el marco jurídico y de supervisión del tercer país ofrece un sistema equivalente?” (Reglamento UE N° 600/2014).

equivalencia son ligeramente diferentes. Por ejemplo el artículo 107 define que “las exposiciones frente a empresas de inversión de terceros países, las exposiciones frente a entidades de crédito de terceros países y las exposiciones frente a cámaras de compensación y mercados organizados serán tratadas como exposiciones frente a entidades solo si el tercer país aplica a ese ente requisitos prudenciales de

Tabla 2

Equivalencias otorgadas por la Comisión Europea¹⁵

Normativa	Aspectos incluidos	Países con equivalencias
EMIR	Exención banco central - Art. 1(6)	Japón, EEUU
	Mercados regulados - Art. 2a	Australia, Canadá, Japón, Singapur, EEUU
	Requisitos transacción - Art. 13	Sin equivalencias otorgadas
	CCPs - Art. 25(6)	Australia, Brasil, Canadá, Dubái, Hong Kong, India, Japón, Corea del Sur, México, Nueva Zelanda, Singapur, Sudáfrica, Suiza, EAU, EEUU
	Repositorios comerciales - Art. 75	Sin equivalencias otorgadas
CRR	Instituciones de crédito - según Art. 107(4)	Australia, Brasil, Canadá, China, Islas Feroe, Groenlandia, Guernsey, Hong Kong, India, Isla de Man, Japón, Jersey, México, Mónaco, Nueva Zelanda, Arabia Saudita, Singapur, Sudáfrica, Suiza, Turquía, EEUU
	Firmas de inversión - según Art. 107(4)	Australia, Brasil, Canadá, China, Hong Kong, Indonesia, Japón, Corea del Sur, México, Arabia Saudita, Singapur, Sudáfrica, EEUU
	Mercados Organizados - según Art. 107(4)	Australia, Brasil, Canadá, China, India, Indonesia, Japón, Corea del Sur, México, Arabia Saudita, Singapur, Sudáfrica, EEUU
	Exposición al sector público - Art. 114,115,116	Australia, Brasil, Canadá, China, Islas Feroe, Groenlandia, Guernsey, Hong Kong, India, Isla de Man, Japón, Jersey, México, Mónaco, Nueva Zelanda, Arabia Saudita, Singapur, Sudáfrica, Suiza, Turquía, EEUU
	Instituciones de crédito - según Art. 142	Australia, Brasil, Canadá, China, Islas Feroe, Groenlandia, Guernsey, Hong Kong, India, Isla de Man, Japón, Jersey, México, Mónaco, Nueva Zelanda, Arabia Saudita, Singapur, Sudáfrica, Suiza, Turquía, EEUU
	Firmas de inversión - según Art. 142	Australia, Brasil, Canadá, China, Hong Kong, Indonesia, Japón, Corea del Sur, México, Arabia Saudita, Singapur, Sudáfrica, EEUU
Solvencia 2	Reaseguro de terceros países en la UE - Art. 172	Bermuda, Japón, Suiza
	Aseguradores de UE en terceros países: para requisitos de capital - Art. 227	Australia, Bermuda, Brasil, Canadá, Japón, México, Suiza, EEUU
	Aseguradores de terceros países en la UE: para supervisión grupal ejercida por el tercer país - Art. 260	Bermuda, Suiza

Información a fecha de 21 de Diciembre de 2016. Fuente: BBVA Research en base a Comisión Europea

Respecto al reglamento sobre requisitos prudenciales de entidades de crédito (CRR), los derechos otorgados por la

supervisión y regulación equivalentes a los vigentes en la Unión?” (Reglamento UE No 575/2013). Se establece que será la

misma Comisión Europea quien, mediante un acto de ejecución, determine si dicho país aplica un estándar de supervisión y regulación equivalente.

También es importante destacar que, en ciertas normativas, el acceso al mercado europeo no esté garantizado sólo con la equivalencia. En ciertos casos, puede ser necesaria la autorización adicional de la agencia supervisora europea correspondiente. Por ejemplo, el artículo 25 del Reglamento sobre derivados extrabursátiles, entidades de contrapartida central y registros de operaciones (EMIR), establece que para que una CCP de un tercer país pueda prestar servicios de compensación en la UE, ésta debe ser reconocida por ESMA como una entidad de contrapartida central, además de estar localizada en un país con equivalencia. Sobre el papel, no parece precisamente un proceso sencillo ni rápido de gestionar.

6. - LOS INCONVENIENTES DE LA EQUIVALENCIA

Pero como hemos mencionado, la equivalencia es una alternativa inferior por una cantidad de factores. Para comenzar, el sistema de equivalencias implica un enfoque fragmentario e

incompleto. La equivalencia puede ser solicitada por el país interesado sólo si existe una previsión explícita al respecto en la normativa correspondiente: este mecanismo no se encuentra presente en todas las directivas o reglamentos. Además, en caso de existir previsiones al respecto, pueden no cubrir todos los servicios regulados por dicha norma, o simplemente no otorgar acceso al mercado. Es decir que la reglamentación y existencia de un régimen de equivalencia dependerá de cada

disposición legislativa en particular. Por ejemplo, si bien existen previsiones de equivalencia en la CRR, ninguna de ellas permite a las firmas ubicadas en el país declarado equivalente acceder al mercado europeo. Muchas cláusulas de equivalencia no otorgan derechos similares al pasaporte financiero.

Un segundo problema, es que el proceso de reconocimiento de la equivalencia es muy incierto. Al no existir una obligación específica para la Comisión de tomar una decisión dentro de un plazo de tiempo limitado, el horizonte temporal del proceso puede extenderse considerablemente. Un ejemplo de ello, es el tiempo que llevó a la Comisión otorgar la equivalencia de EMIR a los

Tabla 3

¿Otorga la equivalencia acceso al Mercado Unico?

Banca	Seguros	Infraestructura de Mercado
Según CRR: No – Solo para tratamiento regulatorio de exposiciones	Según Solvencia II: Si (pero parcial) – Otorga derechos similares al pasaporte solo para empresas de reaseguro	Según EMIR: Si – Otorga derechos similares al pasaporte para CCPs autorizadas
Según MiFIF/ MiFIR: Si (pero parcial) – Permite operar a firmas de terceros países solo con clientes profesionales	-	-

Fuente: BBVA Research en base a Parlamento Europeo

Estados Unidos (cuatro años). A esto se suma que el proceso de reconocimiento de equivalencias por parte de la Comisión puede ser afectado por cuestiones estratégicas.

Otra desventaja, es que las decisiones de equivalencia no necesariamente deben mantenerse en el tiempo. Si bien la Comisión Europea puede otorgar dicho reconocimiento por un plazo de tiempo indeterminado, también lo puede revocar

en cualquier momento, si a su juicio el marco del tercer país se desvía respecto al europeo. La estabilidad que otorga la equivalencia no está garantizada.

Además, este régimen implica que los cambios en el marco europeo, deben ser emulados por el tercer país. De otra forma, existirían razones para revocar la equivalencia. Esto quiere decir que cualquier cambio en la legislación comunitaria puede tener que ser adoptado por el RU, y que cualquier cambio de la legislación en el RU puede tener que ser validado para mantener o revocar la equivalencia. Esto puede implicar un contratiempo para el RU, y su objetivo de “*independizar*” su régimen legal y regulatorio del sistema de la UE.

Finalmente, desde la perspectiva de la UE, otorgar una equivalencia podría implicar un exceso de confianza en el sistema de supervisión extranjero. Esto puede ser particularmente problemático cuando la equivalencia se otorga en áreas con una gran concentración de actividad por parte de agentes europeos en el tercer país. Por ejemplo, si el RU fuese un tercer país con equivalencia en EMIR, y sus CCPs reconocidas por ESMA, una proporción significativa de las

operaciones en cámaras de compensación para derivados OTC denominados en euros, estarían bajo la supervisión del RU (un tercer país). Por tanto, el supervisor europeo debería confiar en el juicio y las decisiones del supervisor británico, las cuales podrían tener un impacto significativo en la estabilidad financiera de la UE.

7. - POSIBLES ESCENARIOS FUTUROS

Existen una gran cantidad de posibles escenarios en las negociaciones entre el RU y la UE. En un extremo, tenemos la situación en la cual no se llega a ningún acuerdo en lo comercial, y el RU debe basar su nueva relación con la UE según las reglas de la Organización Mundial del Comercio (OMC). Esto implica que las firmas radicadas en el RU perderían su pasaporte para servicios financieros, y necesitarían de la equivalencia para prestar los servicios correspondientes en la UE (al menos en los casos en que la equivalencia sea una opción). Esto es así porque las reglas de la OMC, en lo relativo a servicios financieros, no contemplan el acceso directo a los mercados¹⁴. Por otro lado, bajo este escenario, el RU podría determinar de forma independiente su política migratoria, marco jurídico, y regulación financiera. Esto sería algo cercano a lo que se ha denominado “*hard brexit*”.

¹⁴El acuerdo general sobre el comercio de servicios, en su anexo sobre servicios financieros, establece que “*no se impedirá que un Miembro adopte medidas por motivos cautelares, entre ellos la protección de...depositantes...o para garantizar la integridad y estabilidad del sistema financiero*”.

En el extremo opuesto, encontramos una situación similar a la de Noruega, en la que el RU dejaría la UE, pero se convertiría en miembro del Espacio Económico Europeo (EEA por sus siglas en inglés). Los miembros del EEA tienen acceso al Mercado Único, y al pasaporte para servicios financieros. Por otro lado, esta alternativa implicaría que el RU debería contribuir al presupuesto europeo (aunque en menor medida). Tampoco podría controlar totalmente la inmigración, y debería cumplir con las reglas impuestas desde la UE (con una menor capacidad de influir en ellas). Es difícil pensar en alternativas que no incorporen un papel para el Tribunal de Justicia de la UE. Esta alternativa, la más cercana al llamado “*soft brexit*”, parece políticamente inviable dados los objetivos declarados por el RU, pero de producirse, los impactos económicos serían menores.

Entre ambas opciones, existen numerosas alternativas, que pueden diferir en pequeños matices. Por ejemplo, se podría emular la situación de Suiza como miembro de la Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA por sus siglas en inglés). Esto implicaría la negociación de múltiples acuerdos bilaterales con la UE, para obtener acceso al Mercado Único. Pero esta alternativa no necesariamente implica acceso a la totalidad del mercado europeo, dado que cada sector debería negociarse por separado. Para el sector bancario en particular, no existe un acuerdo que permita a los bancos Suizos acceder directamente al Mercado Único¹⁵. Un acuerdo de libre comercio (FTA por

sus siglas en inglés) podría ser más probable, y compatible con las demandas del RU. Aunque como regla general, los FTA no suelen incluir al sector de servicios financieros (siendo menos atractiva para el RU). Lograr un acuerdo comercial, que incluya al sector financiero, será un reto mayúsculo. Suiza lleva negociando acuerdos con la Unión Europea décadas y los avances son lentos.

El camino para llegar a alguna de estas alternativas será complicado, dado el poco tiempo que existe para negociar el acuerdo de salida, y la nueva relación comercial entre ambos bloques (solo dos años desde la activación del artículo 50 del Tratado de la UE). Este problema, se suma al hecho que las guías de negociación publicadas por la UE, establecen que la negociación comenzará por el proceso de salida, y luego, cuando se avance en esta materia, se podría comenzar a establecer las pautas que gobernarán la nueva relación comercial. Si bien hay vías de solución a este punto muerto, cómo negociar al mismo tiempo la factura de la salida y los principios en los que se basará el nuevo acuerdo comercial, en cualquier caso, estos factores dificultarán la compleción de un nuevo tratado comercial que incluya al sector financiero.

Por esta razón, la implementación de un período de transición, cumplidos los dos años de negociación, es de particular relevancia para el sector financiero tanto para la UE como para el RU. De no ser posible un acuerdo comercial suficientemente comprehensivo, todas las actividades que necesiten del pasaporte sufrirán una disrupción repentina. Por ejemplo, las transacciones de los bancos a través de CCPs localizadas en el RU,

¹⁵Es por ello que los bancos suizos han elegido Londres como su sede de operaciones con la UE.

dejarán de estar reconocidas por la normativa europea. También puede ser problemático para todos aquellos contratos que se firmaron durante el período de membresía británica, pero que impliquen desembolsos futuros, cuando el RU deje el bloque. Por ello la implementación de cláusulas de anterioridad y un período de transición, que permita extender de forma limitada en el tiempo la situación vigente puede ser de gran importancia para evitar una discontinuidad repentina y disruptiva en el mercado. Querer negociar en dos años un acuerdo financiero se antoja imposible porque es difícil analizar todas las consecuencias de los acuerdos garantizar que no haya interrupciones en un sector vital clave para el mercado único. Las autoridades van a optar por la prudencia (una “*zero error policy*”).

Posiblemente la negociación en el sector financiero será una de las partes más cruciales de la negociación, más difíciles y largas.

8. - CONSECUENCIAS PARA EL SECTOR FINANCIERO DEL REINO UNIDO (Y DE LA UE)

La repercusión sobre el sector financiero dependerá en última instancia del nuevo acuerdo comercial entre ambos bloques. En caso de perder el pasaporte, las firmas radicadas en el RU deberían dejar de prestar dichos servicios en la UE, trasladar parte de sus operaciones al continente a través de subsidiarias, o esperar que el sistema británico obtenga la equivalencia para seguir con sus actividades (en caso que esto fuese posible para la actividad en cuestión).

Dado que la opción de mover operaciones a un estado miembro de la UE es un proceso costoso, que puede llevar un tiempo considerable, es posible que muchas empresas financieras comiencen con este proceso antes de finalizar los dos años de negociación. Este proceso no sería instantáneo, sino que las firmas pueden transferir gradualmente ciertas actividades a subsidiarias en el continente. Es un proceso donde entrarán supervisores, sin duda, pero también clientes de estos servicios financieros que querrán garantías de continuidad de servicio de acuerdo a la legislación que vaya a estar vigente tras el brexit. Muchos representantes del sector bancario, especialmente de instituciones financieras de EEUU o de Suiza, que operan en Europa a través de su presencia en el RU, ya han declarado que en caso de perder el pasaporte financiero, se verán obligados a trasladar ciertas actividades. El brexit ha empezado ya, y durante 2017 empezaremos a ver las primeras decisiones en firme. Este proceso podría acelerarse cuando exista más claridad sobre la futura relación entre ambas regiones.

La migración no sólo será en la banca. Ciertas actividades como la compensación de operaciones denominadas en euros, pueden terminar desplazándose a un estado miembro. Como hemos mencionado, el BCE ya ha intentado trasladar dichas actividades a la eurozona, pero el Tribunal Europeo denegó tal potestad. Brexit podría llevar a un cambio en esta decisión. El ex gobernador del Banco Central de Francia, y ex vicepresidente del BCE, Christian Noyer, declaró el 3 de marzo de 2016

(previo al referéndum) que, *“es muy difícil para los miembros de la euro área aceptar una situación en la que nuestra moneda se comercialice...fuera del control su Banco Central. Por ello bajo un escenario de salida, las autoridades de la euro área no podrían aceptar que una alta proporción de las actividades financieras relacionadas con su moneda se lleven adelante en el extranjero”*.

A pesar de estas consecuencias negativas, y la posible migración de actividades al resto del continente (y quizás también a otras geografías como Nueva York o Singapur), es probable que Londres mantenga su rol como centro financiero global. Esto se debe a que su importancia no sólo radica en el pasaporte financiero y el acceso al Mercado Único, sino que cuenta con una serie de fortalezas difícilmente replicables en el corto plazo. Su mercado laboral altamente capacitado es un ejemplo de ello. En el RU existe una masa crítica de conocimientos financieros que lo hace muy eficiente en términos comparativos. A esto se suma también la eficiencia de su sistema legal, y la ventaja de poseer el inglés como lengua oficial. Otra fortaleza, que a veces pasa por alto, es la conveniencia de su huso horario, justo entre los mercados asiáticos y el americano. Todo esto lleva a pensar que, si bien el estatus de Londres como centro financiero se verá deteriorado, su importancia global se mantendrá gracias a estas fortalezas.

Ahora bien, resulta difícil anticipar hoy que vaya a surgir un centro financiero único en Europa. Posiblemente en un primer momento habrá desviación de actividades a varias capitales europeas, pero si algún país decide apostar fuerte y de manera sostenida en el tiempo por generar las condiciones para que un

centro financiero pueda florecer, es posible que en cinco o diez años se pueda vislumbrar un mayor protagonismo de alguna ciudad en el continente Europeo. Aunque esto no se daría en el corto plazo. En los primeros años tras el brexit, Londres perderá actividades financieras, pero se mantendrá como un centro financiero muy importante; Nueva York y tal vez Hong Kong ganarán más peso, y muchas capitales europeas tendrán más protagonismo en la provisión de servicios financieros a empresas y particulares radicados en la UE. En el otro extremo, si el acuerdo abarca al sistema financiero, todo puede seguir casi como hasta ahora; lo que se ve difícil sin que el RU respete las cuatro libertades de la UE y el papel para el Tribunal de Justicia Europeo.

Perder el importante papel que juega el Reino Unido en la provisión de servicios financieros, en su foco por abrir el sistema financiero a la competencia en la Unión Europea, y en su obsesión por que el sistema financiero tenga profundidad y liquidez, es una mala noticia para el resto de países de la UE. Hoy los mercados financieros europeos son más profundos y líquidos gracias al papel que juega la city de Londres. Es especialmente importante que se siga avanzando en la iniciativa del Mercado de Capitales Único (CMU por sus siglas en inglés); mucho más ahora que antes del brexit. Se necesita un verdadero mercado único de capitales, que aumente la liquidez y el atractivo de activos financieros que permitan el acceso al mercado de empresas europeas y que reduzca la excesiva dependencia del sistema bancario. Si bien la salida del RU es una mala noticia para el CMU, al ser un socio estratégico en este proyecto, las condiciones por las que los países de la

UE apoyaron inicialmente esta iniciativa no han cambiado, si acaso se han intensificado. Por esta razón, esperamos que exista al menos tanto apoyo al proyecto, como lo había en un comienzo.

Finalmente, cabe destacar una cuestión relacionada con el proceso de resolución de bancos internacionales que no es menor. Actualmente, la autoridad de resolución en el RU es su banco central (el Banco de Inglaterra), y su reglamentación se enmarca en la transposición que han hecho de la directiva de recuperación y resolución bancaria (BRRD por sus siglas en inglés). Cuando el RU deje la UE, se necesitará mantener un alto grado de coordinación entre las autoridades de supervisión y resolución de ambos bloques (por ejemplo a través colegios de supervisión y resolución conjuntos), para que el régimen de resolución sea eficiente. Esto también dependerá de si el RU mantiene o no su legislación actual en la materia, es decir si se mantiene alineada a la normativa europea. El margen de discrecionalidad en este tema será muy importante, dado que la situación a la que nos enfrentamos es completamente novedosa y compleja en un entorno bancario muy interrelacionado.

9. - CONCLUSIÓN

Brexit ha sido una mala noticia, tanto para el RU como para la UE. Si bien sus efectos aún no se han manifestado, en parte porque el RU todavía es miembro de la UE y han tenido un fuerte impulso de políticas monetaria y fiscal, junto con una depreciación del tipo de cambio, las consecuencias no tardarán en llegar. El

efecto final dependerá del acuerdo al que puedan llegar ambas partes en los próximos meses de negociación. En general se espera que el sector financiero sea uno de los más impactados por el brexit. Si bien el impacto económico será importante para ambos bloques, el efecto sería mayor en el RU dada la importancia de su sector financiero, y el alto grado de interrelación que este posee con el resto del continente.

En caso de abandonar el Mercado Único, la pérdida del pasaporte para servicios financieros tiene el potencial de generar una importante discontinuidad en el sector, afectando ambos lados del Canal de la Mancha. En principio, no existen sustitutos perfectos para el pasaporte en cuestiones de acceso al mercado europeo. Pero existe una opción para atemperar las consecuencias negativas de su pérdida: el régimen de equivalencia.

En algunos casos, este régimen puede otorgar acceso al Mercado Único, siempre que el marco regulatorio y de supervisión extranjero, sea calificado como equivalente al sistema europeo. Pero la equivalencia tiene una serie de problemas. Es un esquema parcial y limitado, dado que no todas las normativas europeas contemplan esta alternativa. Además no está disponible para todas las actividades, y puede no otorgar derechos de acceso al mercado europeo. Además, al poder ser revocada en cualquier momento por la Comisión Europea, no proporciona una alternativa estable.

Es importante destacar, que en la medida que las negociaciones avancen, y la futura relación UE-RU sea menos incierta, algunas firmas pueden comenzar a migrar

ciertas actividades al continente, buscando mantener sus derechos de pasaporte. En otros casos, dicha migración podría convertirse en una imposición, como es el caso de las CCPs en cuestiones relativas a la compensación de transacciones denominadas en euros. Para avanzar en uno de los pilares de la integración europea, es más importante que nunca que se siga avanzando en el Mercado Único de Capitales.

Independientemente del resultado de las negociaciones, el RU y la UE seguirán siendo importantes socios comerciales. Por ello, la coordinación entre las autoridades de supervisión y resolución de ambos bloques será necesaria para mantener la estabilidad financiera de la región. Esto ayudará a propiciar una supervisión estable y homogénea, promoviendo un marco regulatorio en igualdad de condiciones, y la posibilidad de llevar adelante procesos de resolución transfronterizos de forma coordinada.

10. -BIBLIOGRAFÍA

Consejo de Gobernadores (1989): “Segunda Directiva 89/646/CEE del Consejo”. Diciembre 1989.

Banco Central Europeo (2017): “El BCE recomienda la modificación del artículo 22 de sus Estatutos”. Nota de prensa, junio 2017.

EBA (2015): “Report on investment firms - Response to the Commission’s call for advice of December 2014”. Diciembre 2015.

Institute for International Finance (2016): “Vote of a Lifetime: Financial Sector Views on Brexit”. Mayo 2015.

International Regulatory Strategy Group (2017): “CCPs post-Brexit”. Febrero 2017.

Office for National Statistics (2016): “The Pink Book: 2016”. Julio 2016.

Parlamento Europeo (2016): “Brexit: the United-Kingdom and EU financial services”. Diciembre 2016.

Parlamento Europeo y Consejo (2012): “Reglamento (UE) N° 648/2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones”. Julio 2012.

Parlamento Europeo y Consejo (2013): “Reglamento (UE) N° 575/2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión”. Junio 2013.

Parlamento Europeo y Consejo (2014): “Reglamento (UE) N° 600/2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros”. Mayo 2014.

Tribunal General de la UE (2015): “Comunicado de prensa n° 29/15”. Marzo 2015.

