

Bruselas, 30.9.2015
COM(2015) 468 final

**COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO, AL
CONSEJO, AL COMITÉ ECONÓMICO Y SOCIAL EUROPEO Y AL COMITÉ DE
LAS REGIONES**

Plan de acción para la creación de un mercado de capitales

{SWD(2015) 183 final}
{SWD(2015) 184 final}

Índice

INTRODUCCIÓN	3
1. LA SENDA DEL CRECIMIENTO: FINANCIACIÓN DE LA INNOVACIÓN, LAS EMPRESAS DE NUEVA CREACIÓN (<i>START-UPS</i>) Y LAS EMPRESAS NO COTIZADAS	8
1.1. Financiación en la fase de lanzamiento	8
1.2. Primera fase de expansión	10
1.3. Apoyo a las pymes que buscan financiación	11
1.4. Fondos que originan préstamos	12
1.5. Colocaciones privadas	13
2. FACILITAR A LAS EMPRESAS EL ACCESO A LOS MERCADOS PÚBLICOS Y LA OBTENCIÓN DE CAPITAL EN ELLOS	14
3. INVERSIONES EN INFRAESTRUCTURA, A LARGO PLAZO Y SOSTENIBLES	17
3.1. Mejorar el entorno de inversión a través del marco normativo	17
3.2. Respaldo la financiación a largo plazo y en infraestructura	18
3.3. Aprovechar la financiación para lograr la sostenibilidad medioambiental	19
3.4. Convocatoria de datos sobre el marco normativo vigente	19
4. FOMENTAR LA INVERSIÓN INSTITUCIONAL Y MINORISTA	21
4.1. Inversores minoristas	21
4.2. Inversores institucionales	23
5. MOVILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD BANCARIA COMO RESPALDO DE LA ECONOMÍA EN GENERAL	25
6. FACILITAR LA INVERSIÓN TRANSFRONTERIZA	27
6.1. Seguridad jurídica e infraestructura de mercado para la inversión transfronteriza	27
6.2. Eliminar los obstáculos nacionales a la inversión transfronteriza	28
6.3. Promover la estabilidad financiera y la convergencia en materia de supervisión	30
6.4. Facilitar la inversión internacional	31
7. PRÓXIMOS PASOS Y SEGUIMIENTO	33

INTRODUCCIÓN

La prioridad esencial de la Comisión es reforzar la economía de Europa y favorecer la inversión para crear puestos de trabajo. El plan de inversiones por valor de 315 000 millones EUR, que se elaboró y comenzó a aplicarse cuando aún no había transcurrido un año desde el inicio del mandato de la Comisión, contribuirá a impulsar el proceso. A fin de potenciar las inversiones a largo plazo, es necesario reforzar los mercados de capitales. Ello permitiría disponer de nuevas fuentes de financiación para las empresas, ayudaría a aumentar la oferta a disposición de los ahorradores y dotaría a la economía de mayor resiliencia. Esta es la razón por la que el presidente Juncker fijó como una de sus principales prioridades la necesidad de erigir un verdadero mercado único de capitales: una unión de los mercados de capitales (UMC) para el conjunto de los veintiocho Estados miembros.

La libre circulación de capitales es uno de los principios fundamentales sobre los cuales se construyó la UE. No obstante, pese a los logros de los últimos cincuenta años, los mercados de capitales de Europa están aún fragmentados y relativamente poco desarrollados. El tamaño de la economía europea es igual al de la economía de los Estados Unidos, pero el volumen de los mercados de acciones europeos no llega a la mitad del de los mercados estadounidenses, siendo el de sus mercados de deuda tres veces inferior. La brecha entre Estados miembros es aún más acusada que la existente entre Europa y los Estados Unidos. Una mayor integración de los mercados de capitales redundaría en una mayor eficiencia e incrementaría la capacidad de Europa para financiar el crecimiento.

La UMC reforzará el tercer pilar del Plan de Inversiones para Europa. Esta unión beneficiará a los veintiocho Estados miembros y fortalecerá, además, la unión económica y monetaria, pues favorecerá la convergencia económica y ayudará a absorber las perturbaciones económicas en la zona del euro, tal y como se indica en el informe de los cinco presidentes sobre la realización de la unión económica y monetaria.

Disponer de mercados de capitales más sólidos permitirá complementar la arraigada tradición europea de financiación bancaria, al tiempo que:

- **Incrementará la inversión procedente tanto de la UE como del resto del mundo:** la UMC ayudará a movilizar capital en Europa y a canalizarlo hacia todas las empresas, inclusive las pymes, así como hacia proyectos sostenibles de infraestructura y a largo plazo que lo necesitan para su desarrollo y la creación de empleo. Asimismo, ofrecerá a los hogares mejores opciones de cara a conseguir sus objetivos en materia de jubilación.
- **Mejorará el vínculo de la financiación con proyectos de inversión en toda la UE:** los Estados miembros cuyos mercados son de reducidas dimensiones y que presentan un elevado potencial de crecimiento pueden beneficiarse notablemente de una mejor canalización del capital y la inversión hacia sus proyectos. Los Estados miembros cuyos mercados de capitales están más desarrollados se beneficiarán del aumento de las posibilidades de ahorro e inversión a escala transfronteriza.
- **Aumentará la estabilidad del sistema financiero:** la integración de los mercados de capitales y financieros puede ayudar a que los Estados miembros, particularmente los que forman parte de la zona del euro, compartan con otros las consecuencias de las perturbaciones. Al abrir un abanico más amplio de fuentes de financiación, contribuirá a la distribución de los riesgos financieros, de tal manera que los ciudadanos y las empresas de la UE sean menos vulnerables a las contracciones de la financiación bancaria. Además, unos mercados de acciones más desarrollados, contrariamente a un aumento del endeudamiento, permiten mayores inversiones a largo plazo.

- **Redundará en una mayor integración financiera y un incremento de la competencia:** una mayor distribución transfronteriza de los riesgos, mercados más líquidos y profundos, y fuentes de financiación más diversificadas aumentarán la integración financiera, reducirán los costes e incrementarán la competitividad de Europa.

Escuetamente dicho, la UMC reforzará la conexión entre el ahorro y el crecimiento. Ofrecerá a los ahorradores y los inversores más opciones y mejores rentabilidades, y a las empresas, más posibilidades de financiación en las diferentes fases de su desarrollo.

¿Qué ventajas ofrece?

Una serie de ejemplos ilustran las ventajas potenciales. En comparación con los Estados Unidos, las pymes europeas obtienen cinco veces menos financiación de los mercados de capitales. Si nuestros mercados de capital riesgo estuvieran igual de desarrollados, más de 90 000 millones EUR habrían estado disponibles para la financiación de las empresas entre 2009 y 2014. Si las titulizaciones en la UE pudieran volver a situarse, en condiciones de seguridad, en los niveles medios de emisión anteriores a la crisis, los bancos podrían disponer de un importe adicional de más de 100 000 millones EUR de crédito para el sector privado. Y si la titulización de préstamos a las pymes se situara en la mitad del nivel que representaba en el momento álgido de la crisis, se podrían generar 20 000 millones EUR de financiación adicional. Las necesidades de inversión son también importantes; por ejemplo, se estima que para la transición de la UE a una economía de baja emisión de carbono se necesitarán 200 000 millones EUR de inversión al año¹.

Se considera que la UMC acercará a la UE a una situación en la que, por ejemplo, las pymes puedan captar financiación tan fácilmente como las grandes empresas; los costes de inversión y de acceso a los productos de inversión converjan en toda la UE; la obtención de financiación en los mercados de capitales sea cada vez más fácil; y la búsqueda de financiación en otro Estado miembro no se vea obstaculizada por innecesarios impedimentos jurídicos o en materia de supervisión.

Un plan de acción para la UMC

La Comisión recibió más de 700 respuestas a las consultas que emprendió en febrero. Estas respuestas coincidían unánimemente en la importancia de crear una unión de los mercados de capitales, y tanto el Parlamento Europeo² como el Consejo³ respaldaron firmemente la adopción de un enfoque gradual, y confirmaron que los aspectos abordados en la consulta eran en los que había que centrarse.

La UMC no puede lograrse con una sola medida. En su lugar, se adoptarán una serie de medidas cuyo impacto acumulado será significativo. La Comisión presentará medidas destinadas a eliminar los obstáculos que se interponen entre el dinero de los inversores y las oportunidades de inversión, y a superar los impedimentos que impiden que las empresas tengan acceso a los inversores. Se dotará al sistema destinado a canalizar esos fondos de la mayor eficiencia posible, tanto a nivel nacional como transfronterizo.

Dado que la mayor integración de los mercados de capitales y la eliminación progresiva de las barreras nacionales que aún persisten podría comportar nuevos riesgos para la estabilidad financiera, se promoverán actuaciones dirigidas a aumentar la convergencia en materia de supervisión, de modo que los reguladores de los mercados de capitales actúen unificadamente y refuercen las herramientas existentes para una gestión prudente de los riesgos sistémicos. Basándose en las respuestas recibidas y en nuestro propio análisis, la Comisión presentará medidas con respecto a las siguientes prioridades:

Ofrecer más posibilidades de financiación a las empresas europeas, incluidas las pymes

¹ PRIMES, Evaluación de Impacto 2030.

² Resolución del Parlamento Europeo sobre la Construcción de una Unión de los Mercados de Capitales (2015/2634 (RSP))

³ [Conclusiones del Consejo de la UE](#) sobre una Unión de los Mercados de Capitales, 19 de junio.

A la hora de captar financiación en los mercados de capitales, las empresas europeas encuentran obstáculos en cada eslabón de la cadena de financiación y en los mercados públicos. Estos obstáculos limitan las posibilidades de las empresas más pequeñas de financiarse mediante capital y mediante deuda. La Comisión:

- modernizará la Directiva relativa al folleto, a fin de que resulte menos costoso para las empresas obtener fondos en los mercados públicos, revisará los obstáculos jurídicos que impiden que las pequeñas empresas coticen en los mercados de acciones y de deuda y respaldará las actividades relacionadas con la cotización de las pequeñas empresas a través de estructuras de consulta europeas;
- pondrá en marcha un paquete de medidas de apoyo al capital riesgo y a la financiación mediante capital en la UE, que incluirá la catalización de la inversión privada utilizando recursos de la UE a través de fondos paneuropeos, una reforma de la normativa y el fomento de las mejores prácticas en materia de incentivos fiscales;
- promoverá formas innovadoras de financiación de las empresas, tales como la microfinanciación colectiva, la colocación privada y los fondos que originan préstamos, salvaguardando, al mismo tiempo, la protección de los inversores y la estabilidad financiera;
- estudiará cómo desarrollar un planteamiento paneuropeo que permita conectar mejor a las pymes con fuentes de financiación diversificadas.

Garantizar un entorno normativo adecuado para inversiones a largo plazo y sostenibles y la financiación de infraestructura en Europa

Europa necesita un volumen significativo de nuevas inversiones sostenibles a largo plazo para preservar y aumentar la competitividad. El apoyo público a través de medidas como el Plan de Inversiones para Europa, que asciende a 315 000 millones EUR, puede ser útil, pero serán necesarias otras medidas destinadas a movilizar la inversión privada a más largo plazo. La Comisión se propone:

- revisar rápidamente las calibraciones de Solvencia II, a fin de reflejar mejor el verdadero riesgo de las inversiones en infraestructura, y, a continuación, revisar el tratamiento que el Reglamento sobre los requisitos de capital establece para las exposiciones de los bancos por inversiones en infraestructura; y
- evaluar el impacto acumulado de anteriores reformas de la normativa de cara a garantizar la coherencia y homogeneidad, en el contexto de la iniciativa de la Comisión «Legislar mejor» y partiendo del trabajo emprendido en el Parlamento Europeo en 2013 sobre la coherencia de la legislación en el ámbito de los servicios financieros de la UE.

Incrementar la inversión y las opciones a disposición de los inversores minoristas e institucionales

El ahorro minorista mantenido directa o indirectamente a través de gestores de activos, empresas de seguro de vida y fondos de pensiones es esencial para la activación de los mercados de capitales. La consulta puso de relieve que para los inversores minoristas que ahorran con vistas al futuro, una mayor confianza, transparencia, seguridad y posibilidad de elección pueden ayudar a que se realicen las inversiones adecuadas. El sector de la gestión de activos europeo funciona bien en general, pero es necesario hacer más para potenciar el régimen de «pasaporte» y la competencia transfronteriza. La Comisión se propone:

- examinar la manera de impulsar la oferta y la competencia en los seguros y los servicios financieros minoristas transfronterizos a través de un Libro Verde que se publicará este mismo año; asimismo, evaluará el marco normativo aplicable a las inversiones minoristas, con vistas, en particular, a aumentar la transparencia y la calidad y disponibilidad del asesoramiento en materia de inversión, en el contexto de una mayor oferta en línea;
- estudiar cómo aumentar la oferta en el ámbito del ahorro destinado a la jubilación y crear en la UE un mercado de pensiones privadas individuales al que puedan recurrir los proveedores de pensiones cuando oferten pensiones privadas en toda la UE; y
- expedir un verdadero pasaporte para fondos europeos, que suprima las comisiones y los obstáculos transfronterizos, al objeto de aumentar la competencia y la oferta a disposición del consumidor.

Reforzar la capacidad de préstamo de los bancos

En su calidad de prestamistas con respecto a una parte importante de la economía, y de intermediarios en los mercados de capitales, los bancos desempeñarán una función central en la UMC. Los bancos tienen sólidos vínculos y conocimientos en el ámbito local, por lo que los préstamos bancarios seguirán siendo la principal fuente de financiación para muchas empresas, junto con los mercados de capitales. La Comisión se propone:

- revitalizar las titulizaciones simples, transparentes y normalizadas, al objeto de liberar capacidad en los balances bancarios y ofrecer acceso a oportunidades de inversión a los inversores a largo plazo;
- examinar la posibilidad de que todos los Estados miembros puedan disponer de cooperativas de crédito locales que queden fuera del ámbito de aplicación de las normas de la UE sobre los requisitos de capital de los bancos;
- analizar la posibilidad de establecer un marco paneuropeo de bonos garantizados, y, en su caso, de qué forma, basándose en los regímenes nacionales que funcionan bien, así como examinar la viabilidad de utilizar herramientas de financiación similares en relación con los préstamos a las pymes.

Suprimir los obstáculos transfronterizos y desarrollar mercados de capitales para el conjunto de los veintiocho Estados miembros

No obstante los avances registrados en las últimas décadas de cara al desarrollo de un mercado único de capitales, persisten muchos obstáculos que dificultan la inversión transfronteriza. Hay obstáculos que tienen su origen en la legislación nacional, por ejemplo, la legislación en materia de insolvencia, de tributación y de valores, y, otros que se derivan de la fragmentación de la infraestructura del mercado. En consecuencia, nos proponemos:

- realizar una consulta sobre los principales obstáculos en materia de insolvencia y presentar una iniciativa legislativa sobre la insolvencia de las empresas, que aborde los principales obstáculos a la libre circulación de capitales y se base en los regímenes nacionales que funcionan bien;
- abordar el tema de la incertidumbre en cuanto a la propiedad de los valores y seguir mejorando los mecanismos de compensación y liquidación de las operaciones transfronterizas de valores;

- promover el desarrollo de los mercados de capitales en los veintiocho Estados miembros, en el contexto del Semestre Europeo y prestando a los Estados miembros un apoyo adaptado, a fin de reforzar la capacidad administrativa, a través del Servicio de Apoyo a las Reformas Estructurales de la Comisión;
- trabajar con las Autoridades Europeas de Supervisión (AES) para trazar y aplicar una estrategia destinada a reforzar la convergencia en materia de supervisión e identificar aquellos ámbitos en los que un enfoque más colectivo pueda mejorar el funcionamiento del mercado único de capitales;
- aprovechar la próxima revisión de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) y los trabajos internacionales para garantizar que las autoridades nacionales y las autoridades macroprudenciales europeas dispongan de las herramientas adecuadas para reaccionar debidamente ante la evolución de los mercados de capitales.

El presente plan de acción sienta las bases para la creación de una unión de los mercados de capitales integrada, que funcione bien y abarque a todos los Estados miembros de aquí a 2019. Aunque se trata de un proyecto a largo plazo, actuaremos con rapidez. La Comisión evaluará los logros y se replanteará las prioridades en 2017.

La dirección que debemos tomar es clara: construir un mercado único de capitales desde la base, detectando los obstáculos y suprimiéndolos uno a uno, creando un sentimiento de impulso y contribuyendo a suscitar un sentimiento de creciente confianza en la inversión en el futuro de Europa. La libre circulación de capitales es uno de los principios fundamentales sobre los que se ha construido la UE. Más de cincuenta años después de la firma del Tratado de Roma, ahora debemos aprovechar esta oportunidad para hacer realidad este proyecto.

1. LA SENDA DEL CRECIMIENTO: FINANCIACIÓN DE LA INNOVACIÓN, LAS EMPRESAS DE NUEVA CREACIÓN (*START-UPS*) Y LAS EMPRESAS NO COTIZADAS

Las empresas de nueva creación son esenciales para impulsar el crecimiento económico. En toda la UE, las pequeñas y medianas empresas emplean a dos de cada tres personas y producen 58 céntimos de cada euro de valor añadido⁴. Los emprendedores con planes empresariales prometedores necesitan poder disponer de financiación para hacer realidad sus ideas. Las empresas con éxito necesitarán tener acceso a financiación en condiciones favorables para financiar su expansión. Sin embargo, los canales de financiación destinados a empresas en expansión que desean captar capital propio o buscan otras formas de crédito al margen del sistema bancario no están suficientemente desarrollados en Europa. Este es el caso, en particular, de las pymes europeas, que obtienen más del 75 % de su financiación externa a través de préstamos bancarios. Se considera que una unión de los mercados de capitales que funcione bien abrirá el abanico de posibilidades de financiación a disposición de las empresas en expansión. Estas posibilidades deben existir y estar a disposición de los emprendedores en los veintiocho Estados miembros de la UE y en todos los eslabones de la cadena de financiación.

1.1. Financiación en la fase de lanzamiento

Los sólidos vínculos y redes locales de que disponen los bancos les permiten aportar la mayoría de la financiación externa de las pymes europeas. En los últimos años y como

⁴ Comisión Europea (2014), *Annual Report on European SMEs: A Partial and Fragile Recovery*, p. 24.

complemento, se registra también una creciente variedad de posibilidades de financiación no bancaria destinadas a ayudar a las empresas. Se trata de fuentes tales como las plataformas de donaciones y préstamos de dinero, empresas que negocian sus facturas, préstamos inter pares, la microfinanciación colectiva o el apoyo de inversores providenciales.

La microfinanciación colectiva, por ejemplo, se ha venido desarrollando rápidamente en algunos Estados miembros. Actualmente existen más de quinientas plataformas que ofrecen toda una serie de servicios en la UE⁵. Estas actividades son predominantemente de ámbito local, por lo que los Estados miembros que acogen la mayor parte de las actividades de microfinanciación colectiva están adoptando medidas con el fin de aclarar las condiciones de este nuevo modelo de negocio. Las plataformas de microfinanciación colectiva basadas en valores pueden autorizarse en virtud de la Directiva sobre los mercados de instrumentos financieros (MiFID) y beneficiarse de un pasaporte para la realización de servicios y actividades regulados en toda la UE⁶. En la actualidad, no existe normativa de la UE que contemple específicamente la microfinanciación colectiva basada en préstamos. La UE debe lograr un cuidadoso equilibrio entre los objetivos de protección del inversor y la expansión continua de la microfinanciación colectiva. La adopción prematura de legislación podría dificultar, en lugar de favorecer, el crecimiento de este innovador canal de financiación que experimenta un rápido crecimiento. La Comisión creó un Foro de Partes Interesadas en la Microfinanciación Colectiva con el fin de respaldar el desarrollo de políticas en este ámbito, y emprendió un estudio dirigido a recabar y analizar datos sobre los mercados de microfinanciación colectiva en toda la UE y evaluar el impacto de la legislación nacional. Basándose en el trabajo existente⁷, la Comisión publicará un informe sobre el desarrollo de la microfinanciación colectiva europea.

La Comisión evaluará los regímenes y las mejores prácticas nacionales y hará un seguimiento de la evolución del sector de la microfinanciación colectiva. Tras esa evaluación, la Comisión decidirá la mejor forma de facilitar el desarrollo de este nuevo canal de financiación en toda la Unión.

Los inversores providenciales son a menudo personas experimentadas del mundo de los negocios que están dispuestas a ofrecer apoyo financiero y de otro tipo a empresas de nueva creación. Son actualmente una fuente cada vez más importante de capital inversión en la fase de lanzamiento y las primeras etapas de formación de una empresa. Los importes invertidos por los inversores providenciales europeos son aún bajos⁸: 357 millones EUR en 2013, de los cuales más de la mitad se concentró en solo tres Estados miembros de la UE (Reino Unido, España y Francia)⁹. Europa necesita una red más sólida de inversores providenciales, que puedan operar a través de las fronteras de la UE. La Comisión seguirá respaldando la creación

⁵ Estimación basada en datos de 22 Estados miembros de la UE correspondientes a 2014. Fuente: Crowdsurfer Ltd y Ernst & Young LLP, *Crowdfunding: Mapping EU markets and events study*, 2015.

⁶ Si la plataforma de microfinanciación colectiva está autorizada como empresa de inversión y cumple los requisitos pertinentes de la MiFID.

⁷ Autoridad Europea de Mercados y Valores, *Opinion and Advice on investment-based crowdfunding*, ESMA/2014/1378 y ESMA/1560, 18.12.2014; *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, EBA/Op/2015/03, 26.03.2015.

⁸ No todas las inversiones de los inversores providenciales son directamente mensurables. Según algunas estimaciones, la inversión total de aquellos podría ser superior a la inversión de capital riesgo en algunos países europeos que cuentan con mercados de inversores providenciales muy desarrollados — Véase OCDE (2011), *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors*.

⁹ Fuente: Censo Estadísticas EBAN 2014. Se dispone de datos en relación con veintiún Estados miembros.

de redes transfronterizas y el desarrollo de la capacidad de los inversores providenciales, con especial atención a Europa Central y Oriental, de cara a la creación de plataformas transfronterizas que pongan en contacto a dichos inversores con pymes innovadoras y faciliten la cofinanciación.

1.2. Primera fase de expansión

Las empresas de rápida expansión, con gran potencial de crecimiento pero limitado capital circulante, pueden hallarse en déficit de financiación en momentos cruciales de su expansión. A menudo, los descubiertos en cuenta y las líneas de crédito a corto plazo no bastan para colmar ese déficit. De las respuestas a la consulta se desprende que es en la financiación de la fase de expansión donde el sistema financiero de la UE es menos eficaz. Dado que estas empresas tienen potencial para llegar a ser grandes empleadores, son muchas las oportunidades que se pierden para la sociedad de la UE¹⁰.

El capital riesgo tiene un papel fundamental que desempeñar a la hora de respaldar el crecimiento y ofrecer a los emprendedores la posibilidad de obtener financiación tanto en Europa como en el extranjero. El capital riesgo es normalmente capital (acciones) a largo plazo, canalizado a través de fondos que agrupan el interés de los inversores y diversifican el riesgo. No obstante, el volumen de fondos de capital riesgo de la UE sigue siendo relativamente pequeño. De una cuantía de alrededor de 60 millones EUR, el fondo de capital riesgo europeo medio representa solo la mitad del volumen de su equivalente en EE.UU., y el 90 % de las inversiones de capital riesgo de la UE se concentra en solo ocho Estados miembros¹¹. La distribución del riesgo en el sector público podría contribuir a que aumentara la escala de los fondos de capital riesgo y la impronta de estos en los veintiocho Estados miembros, y serviría, además, de catalizador de la inversión del sector privado, ayudando a favorecer el aumento de escala, la diversificación y el alcance geográfico. En particular, el fomento de los fondos de fondos podría favorecer la inversión privada en capital riesgo, al atraer a los inversores institucionales.

La legislación de la UE ha perseguido crear las condiciones reglamentarias necesarias para el éxito del sector de capital riesgo en la UE. El Reglamento sobre los fondos de capital riesgo europeos (FCRE)¹² y el Reglamento sobre los fondos de emprendimiento social europeos (FESE)¹³, en particular, definen las condiciones en las que estos fondos pueden comercializarse a inversores institucionales y particulares que disponen de un elevado patrimonio en toda la UE. Sin embargo, los pasaportes de FCRE y de FESE solo están actualmente disponibles para los operadores de fondos de menor tamaño que gestionan carteras de activos inferiores a 500 millones EUR. La introducción de una serie de modificaciones en esta legislación podría dotar de mayor eficacia a los pasaportes, por ejemplo si se permite que los gestores de fondos de mayor tamaño creen y gestionen FCRE y FESE, se reduce el umbral de inversión para atraer a más inversores y se agiliza la comercialización e inversión transfronterizas.

¹⁰ Datos procedentes de quince países de la OCDE y correspondientes a 2001-2011 indican que las empresas jóvenes desempeñan un papel crucial en la creación de empleo. Las empresas jóvenes sistemáticamente crean más empleo del que destruyen. Más concretamente, las empresas jóvenes de menos de cincuenta trabajadores representan alrededor del 11 % del empleo y suelen representar más del 33 % del total de creación de empleo en el sector empresarial, siendo su cuota en la pérdida de empleos de aproximadamente el 17 %. [Fuente: OCDE (2013), *Science, Technology and Industry Scoreboard*].

¹¹ Fuente: *European Private Equity & Venture Capital Association*.

¹² Reglamento (UE) n° 345/2013.

¹³ Reglamento (UE) n° 346/2013.

Cabe también utilizar incentivos fiscales para favorecer la financiación mediante capital, en particular dirigida a las empresas innovadoras y las empresas de nueva creación¹⁴. La Comisión estudiará de qué modo los incentivos fiscales nacionales en relación con el capital riesgo y los inversores providenciales pueden favorecer la inversión en las pymes y las empresas de nueva creación y fomentará las mejores prácticas en todos los Estados miembros.

Como complemento de la financiación del capital de riesgo y las pymes en el marco del plan de inversiones, la Comisión presentará un paquete completo de medidas destinadas a respaldar la financiación de capital de riesgo en la UE. Entre ellas, la modificación de la legislación sobre los FCRE y los FESE, y propuestas de cara a establecer una serie de fondos de fondos de capital riesgo paneuropeos y fondos multinacionales, respaldados con el presupuesto de la UE a fin de movilizar al capital privado. Este paquete global incluirá también el fomento de las mejores prácticas en materia de incentivos fiscales.

Las autoridades públicas pueden además apoyar a las entidades financieras en la creación de fondos para el crecimiento de las empresas que respalden el capital de las pymes. Compartir entre los Estados miembros las buenas prácticas sobre cómo establecer fondos para el crecimiento de las empresas haría que las ventajas de estos redundaran en una gama más variada de pymes. La Comisión trabajará con los Estados miembros y las autoridades de supervisión prudencial a efectos de promover el desarrollo de tales fondos impulsado por el sector, para potenciar el capital de las pymes.

1.3. Apoyo a las pymes que buscan financiación

La brecha de información que existe entre las pymes y los inversores puede obstaculizar la financiación no bancaria. En particular, los costes que conlleva la búsqueda impiden que posibles inversores identifiquen y evalúen empresas que resulten atractivas para invertir. De un lado, es necesario que las pequeñas empresas que necesitan financiación sean más conscientes de las posibilidades de financiación que les ofrece el mercado y, de otro, que estas empresas adquieran mayor visibilidad ante los inversores locales y paneuropeos potenciales.

Mostrar a las pymes esas posibilidades de financiación, a través de una serie de medios basados en el mercado e impulsados por los poderes públicos es el primer paso. De entrada, los bancos podrían explicar a las pymes las razones por las que les deniegan el crédito solicitado¹⁵, lo que a veces puede deberse a que existen otras posibilidades de financiación más adecuadas.

Asimismo, es cada vez más frecuente la ayuda mediante asesoramiento a través de una serie de sistemas públicos y privados en algunos Estados miembros¹⁶. La Comisión facilitará el intercambio de buenas prácticas para favorecer que las pymes que buscan financiación basada en el mercado dispongan de fuentes eficaces de información y de apoyo en todos los Estados miembros.

¹⁴ Las Directrices de la Comisión sobre las ayudas estatales para promover las inversiones de financiación de riesgo aclaran las condiciones en las que los Estados miembros pueden establecer regímenes que fomenten el capital riesgo (DO C 19 de 22.1.2014, p. 4).

¹⁵ Según lo dispuesto en el artículo 431, apartado 4, del Reglamento sobre los requisitos de capital.

¹⁶ Cabe citar, como ejemplos, Aktiespararna (Suecia), Médiateur du Credit Scheme (Francia), Better Business Finance (Reino Unido), Investomierz (Polonia), Industrie- und Handelskammern (Alemania) y Deutsche Börse Venture Network (Alemania), entre otros.

Esta infraestructura local o nacional de difusión de las nuevas posibilidades de financiación podría servir de base de un sistema de información que conecte a potenciales proveedores de financiación externa con las pymes que busquen financiación en toda Europa. Enlaces transfronterizos podrían conectar los sistemas nacionales existentes al objeto de poner en contacto a los inversores y las pymes de toda Europa. Un sistema que conectara las estructuras nacionales preservaría los conocimientos a escala local, importantes en el sector de las pymes, y permitiría que estas facilitaran una serie de datos financieros y crediticios fundamentales a los inversores a escala europea. A fin de que este sistema tuviera valor añadido sería condición indispensable que los datos esenciales fueran suficientemente comparables, de manera que los inversores potenciales de toda la UE dispusieran de una imagen exacta y fiable de la situación financiera de las pymes. La participación en este sistema y el suministro de cualquier información sería de carácter voluntario para las pymes. Un estudio reciente¹⁷ de la información crediticia sobre las pymes, realizado por la Comisión, ha puesto de relieve la existencia de grandes diferencias en la UE en cuanto a la información que se facilita, quién la facilita, cómo se facilita y quién tiene acceso a ella. La base de datos AnaCredit del BCE sobre préstamos a las empresas, que estará en línea en 2018, facilitará datos crediticios normalizados.

La Comisión impulsará una estrategia global que permita superar los obstáculos en materia de información que impiden que las pymes y los inversores potenciales detecten posibilidades de financiación o inversión, del siguiente modo:

- **colaborando con las federaciones bancarias y las organizaciones empresariales europeas con el fin de estructurar la información facilitada por los bancos que deniegan solicitudes de crédito de pymes;**
- **colaborando con la red Europea para las Empresas (*Enterprise Europe*) a fin de repertoriar la capacidad de asesoramiento y apoyo nacional y local en toda la UE, de cara a favorecer las mejores prácticas de apoyo a las pymes que puedan beneficiarse de fuentes alternativas de financiación;**
- **partiendo del trabajo realizado por el BCE y los Estados miembros, estudiar la manera de desarrollar o potenciar sistemas paneuropeos de información que conecten entre sí los sistemas nacionales, con el fin de poner en contacto a las pymes que buscan financiación con los proveedores de esta, y adoptar otras medidas si fuera necesario.**

1.4. Fondos que originan préstamos

Los grandes inversores institucionales o fondos de inversión pueden invertir en préstamos a medianas empresas u originar directamente préstamos a las mismas (a veces, en colaboración con bancos), lo que supone una forma más de diversificar la intermediación en materia crediticia y aumentar las posibilidades de financiación. Según algunas estimaciones, a finales de 2014, más de 350 operaciones habían sido realizadas por 36 prestamistas alternativos en algo más de dos años. El volumen de operaciones realizado por fondos de préstamo directo se incrementó un 43 % en Europa entre 2013 y 2014. En la actualidad, existen 40 fondos de préstamo directo (frente a 18 en 2012) y otros 81 fondos nuevos del mercado buscan captar

¹⁷ Véase *European Financial Stability and Integration Report*, abril de 2015, capítulo 7.

alrededor de 70 000 millones EUR¹⁸. Esta podría llegar a ser una fuente potencialmente importante de crédito no bancario en el futuro.

Los fondos de capital riesgo europeos (FCRE) y los fondos de inversión a largo plazo europeos (FILPE)¹⁹ pueden originar préstamos hasta cierto punto. Algunos Estados miembros ya han introducido en sus marcos normativos nacionales regímenes específicos dirigidos a definir las condiciones en las que los fondos de inversión alternativos pueden originar préstamos. Esta situación da lugar a que los fondos que operan a escala transfronteriza deban cumplir diferentes requisitos en lo que atañe a sus actividades de originación de préstamos. Aclarar el tratamiento de los fondos que originan préstamos en el marco normativo podría facilitar su desarrollo transfronterizo y garantizar, al mismo tiempo, que estén debidamente regulados desde la óptica de la protección del inversor y la estabilidad financiera.

La Comisión trabajará junto con los Estados miembros y las AES para evaluar si es necesario adoptar un enfoque coordinado de la actividad de originación de préstamos de los fondos, así como la conveniencia de establecer un marco de la UE.

1.5. Colocaciones privadas

Las empresas europeas muestran cada vez mayor interés en utilizar los mercados de «colocación privada» para la obtención de capital (habitualmente, cifras superiores a 20 millones EUR), emitiendo instrumentos de deuda dirigidos a inversores institucionales u otros inversores experimentados. Dado que el número y el tipo de inversores es limitado, este canal de financiación comporta requisitos normativos menos costosos²⁰. Las colocaciones privadas en Europa aumentaron aproximadamente un 30 % en 2014, pasando de 13 000 millones EUR en 2013 a 17 000 millones EUR en 2014²¹. Ahora bien, las empresas europeas obtuvieron un volumen aún mayor de fondos a través de la colocación privada en los mercados de EE.UU. Por otra parte, la colocación privada europea se limita a un reducido número de países. En conjunto, estas consideraciones indican que existe potencial de desarrollo de este canal en Europa. La Comisión ha señalado ya anteriormente la escasa normalización de los procesos y la documentación como obstáculos a un mayor desarrollo. Por tanto, la Comisión respalda plenamente el trabajo de la ICMA (Asociación Internacional del Mercado de Capitales)²² y el régimen alemán *Schuldscheine*²³ a ese respecto y se propone basarse en las mejores prácticas y fomentarlas en toda la UE mediante iniciativas adecuadas.

¹⁸ Fuente: AIMA, *Financing the Economy: The role of alternative asset managers in the non-bank lending environment*, mayo de 2015.

¹⁹ Reglamento sobre los fondos de inversión a largo plazo europeos, PE-CONS 97/14, 20.3.2015.

²⁰ El 52 % de las operaciones de colocación privada, exceptuadas las del mercado *Schuldscheine* alemán, corresponde a empresas que cotizan. Fuente: S&P First European Private Placement League Table, 2015.

²¹ Fuente: S&P

²² *Pan-European Corporate Private Placement Guide*, CISMA, febrero de 2015. Se trata de una Guía que promueve el uso de la documentación normalizada elaborada por la *Loan Market Association* (que se rige por el Derecho inglés) y el *Euro-PP Working Group* (que se rige por el Derecho francés). Esta iniciativa se refiere exclusivamente a la deuda de las empresas.

²³ Por ejemplo, el sector de seguros alemán ha desarrollado un régimen sencillo, reconocido por la BaFin (Autoridad Federal de Supervisión Financiera), que permite a los aseguradores calcular fácilmente un conjunto de indicadores predefinidos, a efectos de evaluar la solvencia y el cumplimiento de los requisitos de capital en las inversiones de colocación privada.

2. FACILITAR A LAS EMPRESAS EL ACCESO A LOS MERCADOS PÚBLICOS Y LA OBTENCIÓN DE CAPITAL EN ELLOS

Las ofertas públicas de instrumentos de deuda o de patrimonio son la principal vía de financiación de las empresas de mediano y gran tamaño que buscan financiación superior a 50 millones EUR. Los mercados públicos dan acceso a la más variada serie de proveedores de financiación y ofrecen una oportunidad de salida al capital inversión y a los inversores providenciales. Los mercados públicos son vitales en la transición de las medianas empresas de elevado crecimiento hacia la condición de operadores globales. Por ejemplo, las empresas que cotizan en el mercado AIM²⁴ han registrado, en promedio, un crecimiento de su volumen de negocios del 37 % y un crecimiento del empleo del 20 % en el año posterior a la oferta pública inicial (OPI)²⁵. Por tanto, la existencia de mercados públicos eficaces es un eslabón crucial de la cadena de financiación,

Aunque los mercados públicos de capitales y de deuda europeos se han desarrollado considerablemente en las últimas décadas, aún no están al mismo nivel que en otras economías desarrolladas. Además, el panorama es muy desigual entre los Estados miembros de la UE. Ello se debe, en parte, a la diferencia de tamaño y de necesidades de financiación de las empresas, así como a la preferencia por que estas sigan estando bajo la propiedad y el control de la familia²⁶. No obstante, la consulta sobre la UMC puso de relieve también el temor extendido de que el entorno normativo de la UE pueda no favorecer el desarrollo de estos canales de financiación. Por ejemplo, en el reciente informe del Grupo Operativo sobre las OPI de la UE se estima que ya solo los gastos de entrada en cotización en las OPI de una cuantía inferior a 6 millones EUR representan entre el 10 % y el 15 % del valor de la operación. En comparación, en operaciones de mayor envergadura (entre 50 y 100 millones EUR) estos gastos son de alrededor del 5 %-8 %²⁷. En la actualidad, muchas pymes consideran que estos costes iniciales (y los posteriores) de cotización no compensan las ventajas de operar en los mercados públicos²⁸. La reducción de los costes de acceso permitiría a más empresas obtener capital en esos mercados²⁹.

La puerta de entrada a los mercados públicos para las empresas que buscan fondos es el folleto. Los folletos son documentos jurídicamente obligatorios y que ofrecen toda la información que sobre una empresa necesitan los inversores para decidir con conocimiento de causa si invertir o no. Los requisitos que debe cumplir el folleto se han armonizado a fin de que puedan compararse las diferentes posibilidades de inversión de toda la UE. No obstante, la elaboración del folleto es costosa y onerosa, particularmente en el caso de las pymes, y habitualmente suelen tener cientos de páginas. Pueden resultar demasiado complejos y prolijos para los inversores, y la información esencial a efectos de inversión resulta difícil de discernir.

²⁴ Sistema multilateral de negociación, de la Bolsa de Londres, dirigido a las pymes.

²⁵ *Improving the market performance of business information regarding SMEs*, ECSIP Consortium 2013.

²⁶ En 2009, las empresas familiares representaban más del 60 % de todas las empresas europeas. Fuente: Comisión Europea, *Final Report of Expert Group – overview of Family-Business Relevant Issues: Research, Networks, Policy Measures and Existing Studies*.

²⁷ Informe OPI de la UE publicado por el Grupo Operativo sobre las OPI (emisores europeos, la EVCA y la FESE), 23 de marzo de 2015.

²⁸ Informe Demarigny, *An EU-Listing Small Business Act*, marzo de 2010.

²⁹ Un reciente estudio de Oxera indica que el coste medio que soportan los inversores que buscan información sobre una inversión es de 58 USD en EE.UU. y de 430 EUR en la UE.

La Comisión se propone modernizar la Directiva sobre el folleto³⁰. Se actualizará cuándo es necesario el folleto, se racionalizará la información exigida y el proceso de aprobación, y se creará un régimen realmente proporcionado de información que permita a las pymes redactar un folleto y acceder a los mercados de capitales. La Comisión estudiará también cómo ayudar a las pymes en el proceso de cotización, a través de estructuras de asesoramiento europeas, como, por ejemplo, el Centro Europeo de Asesoramiento para la Inversión.

Además del folleto, otros muchos obstáculos dificultan la captación de capital en los mercados públicos. A partir de 2017, los mercados de pymes en expansión, introducidos por la MiFID II, serán un primer paso que permitirá a las nuevas empresas prepararse para una posible cotización en un mercado más amplio. La creación de este mercado específico puede ser especialmente importante para el desarrollo de mercados locales o jóvenes emisores. Al objeto de que estas plataformas especializadas rindan todas sus ventajas a la UMC, la Comisión, a través de la aplicación de la MiFID II, velará por que los requisitos que se les apliquen mantengan un equilibrio adecuado entre ofrecer suficiente protección al inversor y evitar cargas administrativas innecesarias.

Para los inversores, el acceso a las pymes de elevado crecimiento en los mercados públicos puede encerrar interés por el rendimiento potencial y las ventajas de la diversificación. Sin embargo, pueden verse disuadidos por la escasez de fuentes de información y la menor liquidez³¹. Las respuestas a la consulta destacaron el hecho de que los analistas de inversiones³² no investiguen sobre las pymes y los requisitos de información adicional como dos factores importantes que impiden que las pymes intenten cotizar en los mercados públicos. Muchas pymes admitidas a negociación en sistemas multilaterales de negociación (SMN) facilitan información financiera basándose solo en las normas contables nacionales, que pueden no bastar para satisfacer las necesidades de los inversores internacionales, debido a la falta de comparabilidad. La Comisión también estudiará con el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) la posibilidad de desarrollar una solución contable adaptada y voluntaria para las empresas admitidas a negociación en los mercados de pyme en expansión.

La Comisión revisará los obstáculos normativos a que se enfrentan las pequeñas empresas para ser admitidas a negociación en los mercados públicos y trabajará estrechamente con los nuevos mercados de pymes en expansión, en el marco de la MiFID II, para garantizar que el entorno normativo de estos mercados incubadora sea el adecuado.

En el caso de las grandes empresas, los bonos de empresa son un mecanismo esencial para la obtención de financiación mediante deuda a mayor escala. Favorecida, en parte, por tipos de

³⁰ En el marco del programa REFIT (adecuación y eficacia de la reglamentación) de la Comisión para la simplificación y reducción de la carga normativa.

³¹ Véase el estudio de la Comisión: http://ec.europa.eu/growth/tools-databases/newsroom/cf/itemdetail.cfm?item_id=7562&lang=en&title=Improving-the-market-performance-of-business-information-services-regarding-listed-SMEs

³² Por ejemplo, en su respuesta a la consulta, APG declaró que el 50 % de las pymes que cotizan en Euronext Amsterdam, Bruselas, París y Lisboa no han sido objeto de investigación financiera y del 16 % solo se ocupa un analista.

interés históricamente bajos, la emisión total de bonos de las empresas no financieras de la zona del euro casi se duplicó entre 2008 y 2014, situándose en 340 000 millones EUR³³.

Pese a haberse registrado emisiones récord en el mercado primario, algunos participantes en el mercado han expresado sus temores sobre la limitada liquidez de los mercados secundarios, que dificulta las transacciones con estos instrumentos. La limitada liquidez puede traducirse en mayores primas por falta de liquidez y mayores costes de endeudamiento. Si las condiciones de crédito se deterioraran, a algunas empresas podría resultarles pronto más difícil acceder a los mercados de deuda.

La Comisión estudiará el funcionamiento de los mercados de bonos de empresa, en particular cómo aumentar la liquidez del mercado, los efectos potenciales de las reformas normativas, la evolución del mercado y la normalización voluntaria de la documentación de la oferta.

La creación de un sistema de información consolidada de las acciones, a partir de 2017, y de los instrumentos financieros asimilados a acciones a partir de 2018, tal y como exige la MiFID II, contribuirá a que tanto los reguladores como los participantes en el mercado puedan obtener una mejor imagen del mercado, lo que incrementaría el interés de los mercados de capitales como destino de las inversiones. La Comisión seguirá atenta a la evolución en este terreno.

Las diferencias en el trato fiscal de diversos instrumentos financieros puede ser un obstáculo de cara a una eficiente financiación en los mercados de capitales. El trato fiscal preferente de la deuda, debido a la posibilidad de deducir los pagos de intereses, va en detrimento de otros instrumentos financieros, en particular de las acciones. Solucionar este sesgo fiscal alentaría las inversiones en acciones y crearía una base de capital más sólida en las empresas. Las ventajas son también evidentes en términos de estabilidad financiera, ya que las empresas, al dotarse de una base de capital más sólida, serían menos vulnerables a las perturbaciones. Esto es especialmente cierto en el caso de los bancos.

Dentro del marco más amplio de los trabajos en curso en torno a la base imponible consolidada común del impuesto de sociedades (BICCS), que darán lugar a una nueva propuesta en 2016, la Comisión estudiará cómo solventar el sesgo fiscal existente en favor de la deuda.

³³ Fuente: Bloomberg,

3. INVERSIONES EN INFRAESTRUCTURA, A LARGO PLAZO Y SOSTENIBLES

Europa necesita nuevas e importantes inversiones a largo plazo y sostenibles para mantener y aumentar su competitividad y hacer la transición a una economía baja en emisiones de carbono y eficiente en el uso de los recursos. La UMC ayudará a los inversores a tomar decisiones con conocimiento de causa y a vigilar los riesgos pertinentes.

3.1. Mejorar el entorno de inversión a través del marco normativo

El marco normativo es un factor importante en la toma de decisiones de los inversores, particularmente en las inversiones a largo plazo. Los proveedores naturales de esos fondos son los grandes inversores institucionales. Los aseguradores, los fondos de pensiones y los fondos de deuda de reciente creación pueden beneficiarse de los flujos de ingresos estables procedentes de la inversión en deuda de infraestructura y que casan con pasivos a más largo plazo. Algunos bancos también participan activamente en la financiación de infraestructura, junto con los bancos nacionales de fomento.

Hasta hace poco, la inversión en infraestructura transfronteriza se ha visto obstaculizada por la inexistencia de vehículos para la captación de capitales y la inversión que gocen del común reconocimiento. El Reglamento relativo a los fondos de inversión a largo plazo europeos (FILPE), recientemente adoptado y que comenzará a aplicarse en diciembre de 2015, crea un nuevo vehículo de financiación transfronteriza destinado a proyectos a largo plazo (p.ej., infraestructuras energéticas, de transporte y comunicación; instalaciones industriales y de servicios; y vivienda). El Reglamento sobre los FILPE reúne las ventajas de un pasaporte transfronterizo y la posibilidad de obtener capital a largo plazo de inversores más pequeños (planes de pensiones locales, administraciones locales, planes de pensiones de empresa, etc.), incluidos los inversores minoristas³⁴. El Reglamento ofrecerá a los gestores de activos una nueva posibilidad de ofrecer a los inversores el acceso a una variedad de activos, incluidas las infraestructuras, mucho mayor de lo que el anterior marco normativo permitía. Los regímenes fiscales nacionales serán importantes a la hora de participar en los FILPE, por lo que la Comisión exhorta a los Estados miembros a otorgarles el mismo trato fiscal que el otorgado a fondos nacionales similares.

Un aspecto normativo esencial es la inexistencia de un cálculo específico y adecuadamente calibrado del capital reglamentario de que deben disponer los inversores institucionales por las inversiones en infraestructura. La Comisión propondrá una definición de las inversiones en infraestructura que implique flujos de caja a largo plazo previsibles y que los riesgos de tales inversiones puedan ser debidamente identificados, gestionados y controlados por los aseguradores. Esta definición común permitirá tratar las infraestructuras como una clase de activos específicos, así como adaptar el marco normativo cuando esté justificado.

Los bancos también siguen siendo importantes en la concesión u organización de préstamos para proyectos de infraestructura. En julio de 2015, la Comisión publicó un documento de consulta sobre el impacto potencial del Reglamento sobre los requisitos de capital (RRC)³⁵ y

³⁴ Los gestores autorizados en virtud de la Directiva GFIA y domiciliados en la UE pueden gestionar estos fondos para invertir en activos no líquidos o de difícil venta y a largo plazo, tales como los proyectos de infraestructura, e invertir en pymes que necesiten financiación estable durante una serie de años. A cambio, estos activos pueden ofrecer una «prima por falta de liquidez», esto es, rendimientos más elevados o estables que compensen el hecho de que los inversores no puedan recuperar su dinero antes de una fecha previamente determinada.

³⁵ Reglamento (UE) n° 575/2013.

la Directiva sobre los requisitos de capital (DRC IV)³⁶ en los préstamos que los bancos vierten a la economía, que analiza los requisitos de capital de los bancos en relación con la financiación de infraestructura y a largo plazo. El objetivo es comprender mejor los efectos de las nuevas disposiciones en materia de requisitos de capital sobre la disponibilidad de financiación para infraestructura y otras inversiones que sustenten un crecimiento a largo plazo sostenible.

De cara a facilitar la financiación de las inversiones en infraestructura e inversiones a largo plazo sostenibles en Europa, la Comisión va a presentar calibraciones revisadas de Solvencia II, a fin de garantizar que las empresas de seguros estén sujetas a un régimen normativo que refleje mejor el riesgo de las inversiones en infraestructura y en FILPE. La Comisión completará la revisión del RRC e introducirá, en su caso, modificaciones en la calibración de los requisitos de capital en relación con las infraestructuras.

3.2. Respaldo la financiación a largo plazo y en infraestructura

La magnitud de la crisis y la naturaleza de la recuperación han redundado en un gran déficit de inversión en infraestructura en la economía de la UE. El Banco Europeo de Inversiones (BEI) estima que la necesidad total acumulada de inversión en infraestructura en la UE podría ascender a 2 billones EUR de aquí a 2020³⁷.

Los inversores institucionales y otros inversores privados pueden constituir una importante fuente de financiación de las inversiones en infraestructura, ya que estas inversiones pueden ofrecer un rendimiento estable y un historial de cumplimiento crediticio relativamente sólido³⁸. Hay indicios de que estos inversores buscan cada vez más invertir en proyectos de infraestructura. En los proyectos más ambiciosos, transformadores y a largo plazo, es necesario, a menudo, la intervención pública para poner en marcha el proceso³⁹.

En el contexto del plan de inversiones, el Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas (FEIE) movilizará 315 000 millones EUR para nuevas inversiones adicionales en la UE entre 2015 y 2017, de los cuales 240 000 millones EUR se destinarán a proyectos de innovación e infraestructura. Un Portal Europeo de Proyectos de Inversión permitirá a los promotores de proyectos radicados en la UE ponerse en contacto con inversores potenciales y compartir con ellos sus ideas y proyectos, y un Centro Europeo de Asesoramiento para la Inversión (CEAI) ofrecerá un único punto de acceso para la obtención de orientación y asesoramiento que respalde las inversiones en infraestructura en la UE.

El nuevo FEIE, en la medida de lo posible conjuntamente con los Fondos Estructurales y de Inversión Europeos (Fondos EIE), ofrece diversas posibilidades de financiación y distribución del riesgo, mediante instrumentos financieros innovadores, tales como las plataformas o los

³⁶ Directiva 2013/36/UE.

³⁷ Véase el documento de trabajo del BEI 2013/02, *Private Infrastructure Finance and Investment in Europe*, página 11.

³⁸ Un estudio global realizado por Moody's sobre las tasas de impago y de recuperación registradas entre 1983 y 2012 indica que la tasa de impago acumulada de diez años en el sector de las infraestructuras es del 6,6 %. Se trata de una cifra inferior a la de los préstamos bancarios para la financiación de proyectos. Además, la tasa de recuperación de los préstamos para infraestructuras en situación de impago es también elevada (hasta un 80 %).

³⁹ Por ejemplo, en 2013, el total de las inversiones en infraestructura pública en la EU-28 fue de 450 000 millones EUR. De este importe, las inversiones públicas representaron el 90 % y las inversiones privadas (incluidas las asociaciones público-privadas), apenas el 10 %. Documento de trabajo del BEI 2013/02, página 7.

fondos de inversión. La utilización de estructuras de fondo de inversión, incluso quizá bajo la forma de FILPE, que pueden obtener capital de inversores minoristas, o de plataformas de inversión en el marco del FEIE, puede servir para combinar recursos públicos y privados, y mejorar las perspectivas de cara a la relación riesgo-rendimiento.

En relación con el FEIE, la Comisión y el BEI facilitarán directrices sobre los requisitos que las estructuras de coinversión deben reunir para poder optar a la ayuda del Fondo. Además, a través del CEAI se facilitará asistencia técnica a los inversores que se planteen utilizar esas estructuras. Asimismo, la Comisión está dispuesta a trabajar con los inversores privados de cara a potenciar la puesta en común de recursos privados y de la UE para aumentar la financiación destinada a inversiones en infraestructura y a un crecimiento sostenible.

3.3. Aprovechar la financiación para lograr la sostenibilidad medioambiental

Unos mercados financieros eficientes pueden ayudar a los inversores a tomar decisiones de inversión fundadas, y a analizar y valorar los riesgos y oportunidades a largo plazo que comporta la transición hacia una economía respetuosa con el clima y sostenible. Este cambio de orientación de la inversión puede contribuir a la consecución de los objetivos de la política en el ámbito climático y energético fijados para 2030, y los compromisos de la UE en relación con los objetivos de desarrollo sostenible. En particular, la reciente aparición de bonos de finalidad ambiental, social y de gobernanza (ASG) también puede ayudar a orientar el capital hacia inversiones sostenibles. En 2014 se produjo un crecimiento exponencial de la emisión de bonos verdes: 35 000 millones EUR frente a 8 000 millones EUR en 2013 y menos de 1 000 millones EUR en 2012. Al rápido crecimiento de este mercado ha contribuido la normalización, impulsada por el mercado y que tiene en cuenta los criterios de selección de proyectos elaborados por instituciones financieras internacionales, tales como el Banco Mundial, el BEI y el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD). Los participantes en el mercado están elaborando también orientaciones voluntarias, lo que se conoce como «principios de los bonos verdes», para fomentar la transparencia y la integridad en el desarrollo del mercado de bonos verdes, y aclarar la calificación de las emisiones como de «bonos verdes». La Comisión seguirá evaluando y apoyando esta y otras iniciativas con respecto a las inversiones ASG, y estudiará si es necesario que la UE dicte normas sobre los bonos verdes, para ayudar a que los inversores se beneficien de un enfoque más a largo plazo y sostenible en las decisiones de inversión.

3.4. Convocatoria de datos sobre el marco normativo vigente

La UE ha dado pasos esenciales en el contexto del logro de un consenso internacional para restablecer la estabilidad financiera y la confianza del público en el sistema financiero. Es importante que la legislación de la UE logre un equilibrio adecuado entre el objetivo de reducir el riesgo y permitir el crecimiento, y no erija nuevos obstáculos inadvertidamente. Con esto en mente y junto con el presente plan de acción, la Comisión va a efectuar un estudio exhaustivo sobre los efectos acumulados y la coherencia de la legislación financiera adoptada en respuesta a la crisis financiera. El objetivo es evaluar la coherencia general del marco vigente. Vista la diversidad de actos legislativos adoptados en los últimos años y las numerosas interacciones entre ellos, existe el riesgo de que el efecto conjunto de los mismos genere consecuencias imprevistas, que puedan no detectarse en exámenes de los distintos sectores. La coherencia, homogeneidad y seguridad jurídica de la normativa son factores esenciales en la toma de decisiones de los inversores. Si una serie de datos claros justifican cambios específicos y delimitados, esto podría ayudar a mejorar el entorno de inversión y a cumplir los objetivos de la UMC.

Partiendo del trabajo realizado por el Parlamento Europeo y organismos internacionales, tales como el Consejo de Estabilidad Financiera y el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria, la Comisión abre hoy una convocatoria de datos con vistas a evaluar la interacción entre las distintas normas y los efectos acumulados de la reforma financiera en el entorno de inversión.

4. FOMENTAR LA INVERSIÓN INSTITUCIONAL Y MINORISTA

El objetivo de la UMC es hacer un mejor uso del ahorro, aumentando, para ello, la eficiencia de la conexión entre los ahorradores y los prestatarios, y la eficacia de la economía de la UE⁴⁰. Un mayor clima de confianza y seguridad puede ayudar a los inversores a tomar las decisiones de inversión adecuadas. Existe el reconocimiento general de que el aumento de la esperanza de vida y los cambios demográficos hacen necesario que los inversores minoristas ahorren más, a fin de satisfacer sus necesidades una vez jubilados. Por otra parte, muchos inversores institucionales, que operan en un entorno de bajos tipos de interés, no hallan suficientes inversiones que generen el rendimiento necesario para cumplir sus compromisos.

4.1. Inversores minoristas

Hoy en día, los inversores minoristas de Europa disponen de importantes ahorros en cuentas bancarias, pero participan menos directamente en los mercados de capitales que en el pasado. El porcentaje de acciones actualmente propiedad directa de los hogares europeos ha descendido de un 28 % en 1975 a entre un 10 % y un 11 % desde 2007⁴¹, y la parte que los inversores minoristas representan en el total de accionistas es menos de la mitad de la cifra registrada en los años setenta. Eliminar los obstáculos que impiden que los inversores minoristas ahorren a través de los mercados de capitales exige unos mercados financieros competitivos cuya oferta permita a los clientes comparar productos y encontrar los vehículos de ahorro más adecuados a precios competitivos. A fin de fomentar una mayor transparencia de los productos minoristas, la Comisión pedirá a las Autoridades Europeas de Supervisión (AES) que examinen la transparencia de los productos de pensiones y minoristas a largo plazo y analicen las comisiones y el rendimiento neto actuales, según lo establecido en el artículo 9 de los reglamentos de las AES.

A finales de 2015, la Comisión publicará un Libro Verde sobre los servicios financieros al por menor y los seguros cuya finalidad es recabar opiniones sobre cómo aumentar la oferta, la competencia y el suministro transfronterizo de productos financieros minoristas, así como los efectos de la digitalización en los servicios financieros minoristas.

Dado que los inversores minoristas compran productos de inversión solo ocasionalmente, es difícil que adquieran conocimientos o experiencia significativos en los mercados de capitales⁴². Aunque restaurar la confianza de los inversores minoristas en los mercados de capitales incumbe primordialmente al sector financiero, la reglamentación y la supervisión pueden ayudar a sentar las «reglas del juego».

Mejorar la información y el asesoramiento es imprescindible si se desea que los inversores minoristas retornen a la financiación basada en el mercado. Un primer paso consiste en la transparencia. Debería ofrecerse información pertinente y de gran calidad de una forma que resulte comparable y transparente en relación con todos los productos de inversión, lo que

⁴⁰ Por ejemplo: véase el informe de Oliver Wyman, *The real financial crisis: why financial intermediation is failing* (2012); informe del Grupo Operativo sobre las OPI, *Rebuilding IPOs in Europe*, 23 de marzo de 2015.

⁴¹ OEE, IODS (2012): *Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU listed companies between 1970 and 2012*.

⁴² En 2013, solo el 35 % de los inversores minoristas consideraba que los proveedores de servicios de inversión respetaban las normas de protección de los consumidores. Comisión Europea (2013), Encuesta de vigilancia del mercado, 2010-2013.

debe incluir las características esenciales de los productos (p.ej., los costes, los posibles rendimientos y riesgos). En los últimos años, la UE ha logrado avances significativos en la mejora de los requisitos de información en todos los sectores. Se han introducido nuevos requisitos de divulgación de información a través de diferentes medidas legislativas⁴³. Algunas de las normas de desarrollo están aún en fase de preparación y entrarán en vigor de manera progresiva en los próximos años. A fin de garantizar que las recientes reformas legislativas cumplan sus objetivos, convendría realizar una evaluación completa sobre la eficacia de este nuevo planteamiento de información, que podría ayudar a asegurar la coherencia, detectar posibles lagunas o duplicaciones innecesarias, y servir de base, en su caso, para la racionalización de los requisitos.

De cara a una mejor movilización del ahorro a través de los mercados de capitales, los inversores minoristas deberían también poder acceder fácilmente a toda una serie de productos de inversión adecuados, rentables y asequibles, así como a asesoramiento independiente. Algunas de las respuestas a la consulta destacan lo limitado de la recompensa que actualmente reciben los inversores minoristas por asumir riesgos más elevados en las inversiones basadas en el mercado, debido a las elevadas comisiones de intermediación y distribución. Las disposiciones de la MiFID II, del Reglamento sobre los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros, y la Directiva sobre la distribución de seguros introducen importantes cambios en las normas sobre el asesoramiento en materia de inversión y la información sobre los productos. La transición a la distribución en línea de productos de inversión y la aparición de nuevas soluciones de tecnología financiera ofrecen la oportunidad de seguir desarrollando servicios de asesoramiento y plataformas de distribución en línea de «acceso abierto». Será importante velar por que estos cambios vayan acompañados de una evaluación crítica de las soluciones y los resultados de inversión que se proponen a los inversores minoristas.

La Comisión realizará una evaluación completa de los mercados europeos de productos de inversión minorista, incluidos los canales de distribución y el asesoramiento en materia de inversión, basándose en el trabajo de expertos. En ella, se determinará cómo mejorar el marco de actuación y los canales de intermediación, de forma que los inversores minoristas puedan tener acceso a productos adecuados en condiciones justas y de rentabilidad. Asimismo, se examinará de qué manera debe evolucionar el marco estratégico para aprovechar las nuevas posibilidades que ofrecen los servicios basados en internet y la tecnología financiera.

Los hogares europeos se enfrentan a una serie de dificultades con vistas a ahorrar para obtener pensiones adecuadas⁴⁴, en un contexto de mayor longevidad, presiones presupuestarias a escala nacional y una prolongada situación de bajos tipos de interés. A estos efectos, la Comisión respalda el desarrollo de planes de pensiones colectivos e individuales que complementen los regímenes públicos de pensiones.

El sistema financiero de la UE debe apoyar a las personas en la previsión de ahorro destinado a las pensiones individuales. Puede hacerlo a través de medidas destinadas a incentivar y

⁴³ Directiva 2014/91/UE; Reglamento (UE) n° 1286/2014; Directiva 2014/65/UE; Directiva sobre la distribución de seguros, 10747/15; Directiva 2009/138/CE y la propuesta de Reglamento sobre la notificación de las operaciones de financiación de valores y su transparencia [COM(2014) 040 final].

⁴⁴ *The 2015 Pension Adequacy Report: current and future income adequacy in old age in the EU*, pendiente de publicación.

eliminar los obstáculos al desarrollo de planes de pensiones individuales en Europa («tercer pilar»).

En la actualidad, no existe un verdadero mercado único para ese «tercer pilar». La gran variedad de normas existentes tanto a nivel nacional como de la UE supone un impedimento para el pleno desarrollo de un mercado amplio y competitivo de pensiones individuales⁴⁵. La fragmentación del mercado impide que los proveedores de pensiones individuales obtengan el máximo provecho de las economías de escala, la diversificación del riesgo y la innovación, lo que reduce las posibilidades de elección y aumenta el coste de quienes ahorran con vistas a la jubilación. Cabría prever una pensión individual europea, de carácter facultativo, como modelo reglamentario basado en un nivel adecuado de protección del consumidor y que podrían utilizar los proveedores de pensiones cuando ofrecieran sus productos en toda la UE. Un mercado de pensiones europeo de «tercer pilar» de mayor tamaño impulsaría también el aporte de fondos de inversores institucionales y la inversión en la economía real.

La Comisión evaluará la conveniencia de un marco de actuación dirigido a establecer un mercado europeo de pensiones individuales sencillo, eficiente y competitivo, y que pueda tener éxito, y determinará si es necesaria legislación de la UE que sustente este mercado.

4.2. Inversores institucionales

Los inversores institucionales, en particular las empresas de seguro de vida y los fondos de pensiones, constituyen inversores a largo plazo naturales. No obstante, en los últimos años han ido reduciendo sus inversiones en proyectos y empresas a largo plazo. La participación accionarial de los aseguradores y los fondos de pensiones ha descendido, pasando de una cifra superior al 25 % de la capitalización del mercado bursátil en 1992 a un 8 % a finales de 2012⁴⁶. Actualmente, gran parte de su cartera se compone habitualmente de una reducida gama de activos. La UE debe respaldar a los inversores institucionales de manera que puedan mantener exposiciones frente a activos de larga duración y pymes, al tiempo que mantienen una sólida y prudente gestión del activo y el pasivo.

La normativa prudencial afecta al interés de los inversores institucionales por invertir en determinados activos, debido a la calibración de las exigencias de capital. La Comisión introducirá calibraciones más acordes con el riesgo en lo que atañe a las infraestructuras y los FILPE (véase el capítulo 3), así como a los productos de titulización más sencillos y transparentes (véase el capítulo 5). Más allá de estas medidas, las respuestas a la consulta destacaron también el tratamiento prudencial del capital inversión y de la deuda de colocación privada en Solvencia II como un obstáculo para la inversión en estas clases de activos.

La Comisión evaluará la conveniencia de introducir cambios y, en su caso, preparará las modificaciones que podrían realizarse con ocasión de la revisión de Solvencia II.

Los fondos de inversión aumentaron su participación en los mercados bursátiles de la UE desde una cifra inferior al 10 % en los años noventa al 21 % en 2012. En los últimos años, han venido también adquiriendo cada vez más relevancia como tenedores de bonos de empresa. Estos fondos se cuentan entre los inversores transfronterizos más activos, pero la

⁴⁵ El documento de trabajo de la AESPJ sobre la creación de un producto paneuropeo normalizado de pensiones individuales, de 3.7.2015, ofrece una panorámica del actual marco normativo y del mercado.

⁴⁶ Fuente: *Final Report: Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-Listed companies between 1970 and 2012*, Observatoire de l'Épargne Européenne y Insead OEE Data Services, agosto de 2013

fragmentación del mercado sigue siendo un problema en el sector europeo de la gestión de activos. Muchas de las respuestas a la consulta indicaban que una serie de factores restringen la actividad transfronteriza de estos fondos, tales como un trato fiscal discriminatorio, distintos requisitos nacionales en lo que atañe a la comercialización de los fondos y el coste de las notificaciones transfronterizas. La eliminación de los obstáculos injustificados serviría de incentivo para que los gestores de fondos optaran por una mayor comercialización transfronteriza de sus fondos, y reduciría los costes para los inversores.

La Comisión recopilará datos sobre los principales obstáculos a la distribución transfronteriza de fondos de inversión, por ejemplo, requisitos de comercialización desproporcionados, gastos y otras condiciones administrativas impuestas por los países de acogida, así como el entorno fiscal. A partir de los datos recopilados, la Comisión procurará eliminar esos obstáculos, mediante legislación si fuera necesario.

5. MOVILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD BANCARIA COMO RESPALDO DE LA ECONOMÍA EN GENERAL

En su calidad de prestamistas en relación con una importante parte de la economía e intermediarios en los mercados de capitales, los bancos desempeñarán una función importante en la UMC y en la economía europea en general. Los bancos poseen sólidos vínculos y conocimientos en el ámbito local, de modo que los préstamos bancarios seguirán siendo una importante fuente de financiación de muchas pequeñas empresas. En el caso de otras empresas, el acceso a financiación bancaria seguirá siendo importante en el contexto de la diversificación de sus fuentes de financiación. Por ello, en paralelo al trabajo sobre la UMC, la Comisión está revisando la legislación bancaria con vistas a garantizar un equilibrio óptimo entre gestionar el riesgo y posibilitar el crecimiento⁴⁷.

La existencia de redes locales sólidas es importante como soporte del crecimiento de las empresas de menor tamaño. En algunos Estados miembros, existen cooperativas de crédito en las que, por ejemplo, las pymes pueden financiarse recíprocamente sin ánimo de lucro. Asimismo, pueden facilitar el intercambio de conocimientos entre sus miembros. La aplicación de normativa bancaria intrincada y compleja puede constituir, a veces, un obstáculo desproporcionado para las cooperativas de crédito y otras cooperativas sin ánimo de lucro que prestan servicios a las pymes. Ello puede ser así, especialmente, cuando son de pequeño tamaño y se especializan principalmente en recabar fondos de sus miembros y redistribuirlos entre ellos, de manera que los riesgos para el conjunto del sistema financiero son limitados.

En algunos Estados miembros, las cooperativas de crédito ya están exentas de la aplicación del marco normativo constituido por la Directiva sobre los requisitos de capital. En aras de la igualdad de condiciones, todos los Estados miembros deberían poder disponer de cooperativas de crédito sujetas a salvaguardias reglamentarias nacionales acordes con los riesgos en que incurran. A estos efectos, la Comisión estudiará la posibilidad de que todos los Estados miembros autoricen cooperativas de crédito que operen al margen de la normativa europea sobre los requisitos de capital aplicables a los bancos.

La titulización puede aumentar la disponibilidad de crédito y reducir el coste de la financiación. Como herramienta de financiación, puede contribuir a una buena diversificación de la base de financiación. Puede servir también como importante herramienta de transferencia del riesgo con vistas a aumentar la eficiencia y asignar el riesgo en función de la demanda.

Tras la crisis, los mercados de titulizaciones de la UE siguen notablemente deteriorados, dañados por los temores que suscita el proceso de titulización y los riesgos que entraña. Aunque estos problemas se hicieron patentes primordialmente en las titulizaciones basadas en los préstamos de alto riesgo de los EE.UU.⁴⁸, la posterior respuesta en forma de revisión de la normativa se hizo extensiva a todas las titulizaciones. No se trata de deshacer las reformas de la UE dirigidas a los riesgos inherentes a las titulizaciones de gran complejidad y opacidad.

⁴⁷ http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/long-term-finance/docs/consultation-document_en.pdf

⁴⁸ En el punto álgido de la crisis, solo un 0,1 % de los productos de titulización europeos de peor comportamiento con una calificación de AAA incurrieron en impago. Frente a ello, sus equivalentes estadounidenses, incurrieron en impago en un 16 % de las ocasiones. Otras titulizaciones de la UE de mayor riesgo (calificación BBB) también se comportaron muy bien, pues las categorías de peor comportamiento incurrieron en impago en un 0,2 % de las ocasiones en el momento culminante de la crisis. En cambio, la tasa de impago de los valores estadounidenses calificados como BBB alcanzó el 62 %. Fuente: ABE.

Ahora bien, es importante revitalizar las titulizaciones para su uso como un canal eficaz de financiación de la economía en general y mecanismo de diversificación del riesgo. En el contexto del plan de inversiones, la Comisión ya respalda financieramente las operaciones de titulización. Las nuevas propuestas legislativas que hoy se adoptan darán un paso más. Diferenciarán mejor los productos considerados simples, transparentes y normalizados, a fin de estimular la confianza de los inversores y reducir las obligaciones de diligencia debida. A partir del dictamen de la ABE, la Comisión propondrá también requisitos prudenciales más adecuados para las inversiones de los bancos y los aseguradores en los mencionados productos. Este paquete de medidas se estima que ayudará a liberar capacidad en los balances de los bancos e incrementará las posibilidades de préstamo de estos al conjunto de la economía, contribuyendo a construir una base de inversores a más largo plazo.

La Comisión publica hoy una propuesta de marco de la UE sobre titulizaciones simples, transparentes y normalizadas, así como las nuevas calibraciones prudenciales que el Reglamento sobre los requisitos de capital prevé para los bancos. Una vez adoptado ese marco, se establecerán calibraciones equivalentes para los aseguradores mediante una modificación del acto delegado de Solvencia II, a fin de incorporar los criterios de simplicidad, transparencia y normalización.

En algunos Estados miembros revisten también particular importancia como herramienta de financiación los bonos garantizados. Sin embargo, actualmente el mercado de estos bonos está fragmentado por las fronteras nacionales. La disparidad de los regímenes jurídicos y las prácticas de supervisión de los Estados miembros que han adoptado legislación específica en relación con dichos bonos limita las posibilidades de normalización del mercado en lo que atañe a las prácticas de suscripción y de divulgación de información. Esto puede ser un obstáculo para la profundidad y liquidez del mercado, y para el acceso de los inversores a este, sobre todo en el ámbito transfronterizo. Disponer de un marco de la UE que propicie un mercado de bonos garantizados más integrado podría ayudar a reducir el coste de financiación de los bancos emisores de tales bonos, en especial en determinados Estados miembros.

La Comisión publica hoy una consulta sobre el desarrollo de un marco paneuropeo de bonos garantizados, a partir de regímenes nacionales que funcionen bien, sin alterar estos, y basándose en normas de alta calidad y las mejores prácticas del mercado. A través de esta consulta se recabarán también opiniones sobre el uso de estructuras similares que respalden los préstamos a las pymes.

6. FACILITAR LA INVERSIÓN TRANSFRONTERIZA

Aunque en las últimas décadas se ha avanzado significativamente en el desarrollo de un mercado único de capitales, son muchos los obstáculos, ya antiguos y muy arraigados, que aún se oponen a las inversiones transfronterizas. Se trata de obstáculos que van desde aquellos que tienen su origen en los ordenamientos nacionales (legislación en materia de insolvencia, garantías reales y valores) a aquellos que plantean la infraestructura del mercado, las barreras fiscales y los cambios del entorno normativo que hacen menos previsibles las normas sobre las inversiones directas. La distribución transfronteriza del riesgo es menor ahora que al comienzo de la crisis y la inversión procedente del exterior de la UE ha descendido también en el mismo periodo.

Eliminar algunos de los impedimentos persistentes que disuaden a los inversores de diversificar sus carteras geográficas reportaría importantes ventajas a quienes están en busca de capital, a los inversores y al conjunto de la economía. Si los mercados de capitales de la UE estuvieran más integrados, los Estados miembros de la UE resultarían más atractivos para los inversores de terceros países como destino de inversión.

6.1. Seguridad jurídica e infraestructura de mercado para la inversión transfronteriza

La eficiencia y seguridad de las infraestructuras de postnegociación son los elementos clave del buen funcionamiento de los mercados de capitales. En las respuestas a la consulta efectuada, ocupa un lugar destacado la preocupación por el hecho de que actualmente no existe seguridad jurídica a la hora de determinar la propiedad de los valores cuando el emisor y el inversor están radicados en diferentes Estados miembros y/o los valores están en poder de entidades de diferentes Estados miembros. Estas situaciones son cada vez más frecuentes. En muchas de las respuestas al Libro Verde se piden disposiciones que aclaren qué ordenamiento nacional se aplica a una determinada operación de valores transfronteriza. A tal efecto, la Comisión se propone mejorar y ampliar las normas vigentes en este ámbito. Modernizar la legislación es tanto más importante cuanto que se prevé un incremento de las operaciones de valores transfronterizas como consecuencia del lanzamiento de la plataforma Target2-Securities (T2S).

Además, las diferencias de trato nacional por lo que respecta a la oponibilidad frente a terceros de la cesión créditos⁴⁹ complica el uso de estos instrumentos como garantía transfronteriza y hace que a los inversores les resulte difícil valorar el riesgo de las inversiones en deuda. Esta inseguridad jurídica frustra operaciones financieras económicamente significativas, tales como las titulizaciones que exigen una sólida gestión de las garantías reales.

La Comisión impulsará la pronta realización de trabajos específicos acerca de la inseguridad que reina sobre la propiedad de los valores. Tras una nueva consulta y una nueva evaluación de impacto, la Comisión propondrá también normas uniformes con vistas a determinar en condiciones de seguridad jurídica qué ordenamiento nacional se aplicará en lo que atañe a la oponibilidad frente a terceros de la cesión de créditos.

En los últimos años, legislación de la UE, tal como el Reglamento sobre la infraestructura de los mercados europeos (EMIR)⁵⁰, el Reglamento sobre los depositarios centrales de valores

⁴⁹ Cuando el acreedor original cede un título de deuda a otra persona.

⁵⁰ Reglamento (UE) n° 648/2012.

(DRCV)⁵¹ y la MiFID II, ha eliminado muchos de los obstáculos que dificultan la compensación y liquidación transfronteriza de valores. Sin embargo, debido a las muchas disposiciones aún pendientes de entrar en vigor y la reciente creación de la plataforma única de negociación T2S, el entorno de postnegociación está experimentando importantes cambios. Estos cambios conducen a una reestructuración de esa infraestructura y promueven las prácticas de mercado innovadoras, particularmente en lo que atañe a la gestión de las garantías reales. Es necesario hacer un seguimiento de los mercados para garantizar que la legislación se adapte a esos cambios en las prácticas sin que por ello disminuya la seguridad y eficiencia del sistema de postnegociación.

Pese a estos progresos, persisten obstáculos que impiden la eficiente compensación y liquidación transfronteriza, entre ellos los enunciados en el Informe Giovannini⁵² hace más de una década. Muchos de esos obstáculos se deben a divergencias en las legislaciones nacionales en materia de propiedad y de insolvencia, así como sobre la tenencia de valores, que presentan grandes diferencias en cuanto a la naturaleza jurídica del activo. Estas diferencias pueden generar inseguridad a la hora de determinar quién ostenta la propiedad del valor en caso de impago y los derechos de quién tienen prelación en caso de insolvencia. Y sin embargo, la inseguridad en aspectos tan esenciales conlleva importantes riesgos jurídicos, por ejemplo en relación con la ejecutabilidad de la garantía, y pueden afectar negativamente a la resiliencia de la liquidación y los flujos de garantías transfronterizos.

En aras de favorecer sistemas de postnegociación y mercados de garantías reales más eficientes y resilientes, la Comisión examinará por extenso los avances en la eliminación de los obstáculos que, según el Informe Giovannini, dificultan la compensación y liquidación transfronterizas, tras la aplicación de legislación recientemente adoptada y los cambios en la infraestructura del mercado.

6.2. Eliminar los obstáculos nacionales a la inversión transfronteriza

La coherencia en la aplicación, ejecución y observancia del marco jurídico y de supervisión es indispensable para la libre circulación de capitales y la creación de condiciones equitativas de competencia. Ahora que ya existe un número importante de disposiciones financieras de la UE orientadas a facilitar las inversiones transfronterizas, es necesario poner el acento en la eficacia de la ejecución efectiva y la observancia. Los obstáculos pueden derivarse de las legislaciones o las prácticas administrativas nacionales. Algunos tienen que ver con la regulación nacional que se añade a las normas mínimas de la UE, mientras que otros pueden deberse a divergencias en la aplicación de las normas de la UE. Asimismo, otros obstáculos surgen de medidas nacionales adoptadas en ámbitos en los que no existe legislación de la UE o en los que la responsabilidad descansa en el plano nacional.

Por lo que respecta a los obstáculos que no son objeto de otras actuaciones, tales como la convergencia en materia de supervisión, la Comisión trabajará con los Estados miembros para detectarlos y eliminarlos aplicando un enfoque de colaboración. La Comisión se propone:

- implantar una red de 28 puntos de contacto nacionales y entablar conversaciones bilaterales sobre las posibles actuaciones nacionales dirigidas a suprimir los obstáculos;
- desarrollar mejores prácticas, marcadores de puntuación, recomendaciones y directrices basándose en el trabajo dentro de la red.

⁵¹ Reglamento (UE) n° 909/2014.

⁵² http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf

La Comisión, en colaboración con los Estados miembros, determinará y procurará eliminar los obstáculos nacionales injustificados que dificultan la libre circulación de capitales, y que se deben, entre otras cosas, a una ejecución insuficiente o a divergencias en la interpretación del código normativo único, así como a legislación nacional que impide el buen funcionamiento de la UMC, y publicará un informe a finales de 2016.

La convergencia de los procedimientos de insolvencia y reestructuración proporcionaría a los inversores transfronterizos mayor seguridad jurídica y favorecería que las empresas viables en dificultades financieras se reestructuraran oportunamente. Las respuestas a la consulta coinciden, en general, en que la ineficiencia y divergencia de las legislaciones en materia de insolvencia hacen que para los inversores resulte más difícil evaluar el riesgo de crédito, en particular en las inversiones transfronterizas.

El Banco Mundial, en su informe *Doing Business*, de 2015, clasifica a los países según la solidez de sus marcos de insolvencia en una escala de 0 a 16. La media simple de la UE es de 11,6, un 5 % inferior a la media de la OCDE correspondiente a los países de elevada renta (12,2). Algunos Estados miembros registran una cifra inferior a 8.

En 2014, la Comisión publicó una Recomendación sobre un nuevo enfoque frente a la insolvencia y el fracaso empresarial⁵³ en la que exhorta a los Estados miembros a implantar procedimientos de reestructuración temprana y dar una «segunda oportunidad» a los emprendedores. Esta Recomendación fija principios comunes para los procedimientos nacionales de insolvencia de las empresas en dificultades, y medidas dirigidas a reducir la duración y los costes de los procedimientos aplicables a las pymes (p.ej., el uso de formularios normalizados, el uso de medios de comunicación a distancia). Si bien resulta claro que la Recomendación ha servido de orientación útil a los Estados miembros que han emprendido reformas en materia de insolvencia, una evaluación realizada por la Comisión indica que se ha aplicado solo parcialmente, incluso en esos Estados miembros que han iniciado reformas⁵⁴.

La Comisión propondrá una iniciativa legislativa sobre insolvencia empresarial, que abordará la reestructuración en una fase temprana y la segunda oportunidad, basándose en la experiencia adquirida merced a la Recomendación. Dicha iniciativa procurará suprimir los obstáculos más importantes a la libre circulación de capitales, partiendo de los regímenes nacionales que funcionen bien.

En las decisiones de inversión transfronteriza reviste también gran importancia la fiscalidad. En el contexto de la UMC, se han detectado, en particular, dos obstáculos fiscales a las inversiones transfronterizas. En primer lugar, muchos inversores han subrayado que, actualmente, se ven penalizados en sus inversiones transfronterizas por la aplicación de retenciones a cuenta locales que resulta prácticamente imposible reclamar y que se añaden a los impuestos nacionales. El problema radica en los diferentes enfoques nacionales de la aplicación de las retenciones a cuenta y la complejidad de los procedimientos de solicitud de exención de estos impuestos. Asimismo, la imposición potencialmente discriminatoria de los fondos de pensiones y de las empresas de seguros de vida constituye un obstáculo a la libre circulación de capitales.

⁵³ C(2014) 1500 final, de 12.3.2014.

⁵⁴ Evaluación de la aplicación de la Recomendación sobre un nuevo enfoque frente a la insolvencia y el fracaso empresarial (http://ec.europa.eu/justice/civil/commercial/insolvency/index_en.htm)

A fin de alentar a los Estados miembros a adoptar sistemas de exención en origen de las retenciones a cuenta y establecer procedimientos de devolución rápidos y normalizados, la Comisión promoverá las mejores prácticas y elaborará, junto con los Estados miembros, un código de conducta sobre los principios de la exención de la retención a cuenta. La Comisión realizará también un estudio sobre los obstáculos fiscales discriminatorios que dificultan las inversiones transfronterizas de las empresas de seguro de vida y los fondos de pensiones, y, en su caso, incoará procedimientos de infracción.

Actualmente, existen unos 200 tratados bilaterales de inversión (TBI) entre Estados miembros, que establecen variadas normas en relación con el tratamiento de las inversiones transfronterizas y que son incompatibles con el Derecho de la UE. Recientemente, la Comisión ha entablado acciones legales contra esos tratados, y estudiará con los Estados miembros si es necesario adoptar medidas adicionales de cara a reforzar la protección de los inversores transfronterizos y, de esta manera, reforzar también el atractivo del mercado único como destino de inversión.

6.3. Promover la estabilidad financiera y la convergencia en materia de supervisión

Al promover canales de financiación más diversificados, la UMC ayudará a aumentar la resiliencia del sistema financiero de la UE⁵⁵. Al mismo tiempo, es preciso estar alerta ante los riesgos que para la estabilidad financiera puedan surgir en los mercados de capitales. En los últimos años, la UE ha efectuado una serie de reformas dirigidas a aumentar la transparencia y solidez de los mercados de capitales y a mejorar su regulación. En particular, ha reducido los riesgos de los mercados de derivados a través del EMIR, introducido normas de negociación más seguras y transparentes a través de la MiFID, y regulado a todos los gestores de fondos alternativos de la UE mediante la Directiva sobre los GFIA. Además, están en curso otras reformas a través del Reglamento sobre las operaciones de financiación de valores⁵⁶, la propuesta sobre los fondos del mercado monetario y la ya prevista propuesta legislativa sobre la recuperación y resolución de las entidades de contrapartida central. El Consejo de Estabilidad Financiera ha dado prioridad al trabajo destinado a comprender y solventar las vulnerabilidades que afectan a las entidades que emprenden actividades de tipo bancario en los mercados de capitales. Garantizar un enfoque normativo global frente a los riesgos sistémicos que puedan surgir permitirá a la vez reforzar la estabilidad financiera y facilitar las inversiones transfronterizas.

La Comisión trabajará con el Consejo de Estabilidad Financiera y las AES, junto con la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), con vistas a evaluar los posibles riesgos que para la estabilidad financiera plantee la financiación basada en el mercado. Asimismo, se realizarán otros trabajos analíticos, por ejemplo para comprender mejor todo lo relacionado con la liquidez y la interconectividad en el sistema financiero, y evaluar si deberían establecerse instrumentos macroprudenciales adicionales. La Comisión

⁵⁵ Discurso de V. Constâncio, vicepresidente del BCE.

⁵⁶ Como establece el Reglamento sobre las operaciones de financiación de valores, una vez culmine el trabajo realizado por los foros internacionales pertinentes, y con la ayuda de la AEVM, la ABE y la JERS, la Comisión informará al Parlamento Europeo y al Consejo, en 2017, sobre los progresos registrados en los trabajos internacionales dirigidos a mitigar los riesgos que conllevan las operaciones de financiación de valores, incluidas las recomendaciones del Consejo de Estabilidad Financiera sobre los descuentos aplicables a aquellas de dichas operaciones que no son objeto de compensación centralizada, y su adecuación para los mercados europeos.

introducirá los cambios que resulten necesarios en el marco macroprudencial con ocasión de una próxima revisión de la JERS.

Por cuanto atañe a la supervisión, las respuestas a la consulta se mostraron favorables con respecto a la arquitectura que la UE erigió tras la crisis financiera de 2011. Aunque se ha avanzado en el establecimiento del Sistema Europeo de Supervisión Financiera y la aplicación del código normativo único, las respuestas destacan también la importancia de velar por la convergencia en materia de supervisión y una aplicación y ejecución coherentes de la legislación sobre servicios financieros de la UE, tal y como también subrayaba el informe de los cinco presidentes sobre la realización de la unión económica y monetaria.

La legislación sobre los mercados de capitales adoptada en los últimos años confiere a las AES una importante función en diversos ámbitos. Las respuestas a la consulta piden, en particular, que la AEVM desempeñe un papel más importante de cara a reforzar la convergencia en materia de supervisión en lo que atañe a la normativa aplicable a los mercados de capitales y la información de mercado, así como a velar por que el código normativo único se aplique coherentemente en toda la UE. Los esfuerzos que por establecer un código único de los mercados de capitales se han realizado en los últimos años deberían redundar en una mayor eficiencia e integración de dichos mercados. La mayor integración financiera obligará a la AEVM a centrarse en mayor medida en la búsqueda de convergencia de los resultados de supervisión en toda la UE, incluido en materia contable, a fin de garantizar el buen funcionamiento del mercado único. La AEVM podría atender más a la determinación, el respaldo y el fomento de las mejores prácticas, para garantizar la eficacia de las técnicas de supervisión de los Estados miembros y la obtención de resultados comparables en toda la UE. En este contexto, la AEVM debería hacer un uso más sistemático y eficiente de las herramientas de que dispone, en particular las revisiones *inter pares* temáticas y por país.

La Comisión trabajará con la AEVM a fin de elaborar y aplicar una estrategia para el refuerzo de la convergencia en materia de supervisión, y determinar ámbitos en los que un enfoque más integrado pueda mejorar el funcionamiento del mercado único de capitales. Trabajaré, asimismo, con la AEVM con el fin de aumentar la eficacia de la toma de decisiones de esta en relación con las revisiones *inter pares* temáticas y por país. En 2016, la Comisión publicará un Libro Blanco sobre la gobernanza y la financiación de las AES.

La UMC es un proyecto clásico de mercado único en beneficio de los 28 Estados miembros. A fin de que los mercados de capitales rindan todo su potencial, la Comisión, a través del Servicio de Apoyo a las Reformas Estructurales, elaborará una estrategia para prestar asistencia técnica a los Estados miembros, siempre que sea necesario, para reforzar capacidades específicas de los mercados de capitales nacionales.

6.4. Facilitar la inversión internacional

Para que los mercados de capitales de la UE florezcan, tendrán que ser abiertos y competitivos a escala mundial, y capaces de atraer inversiones adicionales de capital y de deuda de inversores internacionales. La UMC ayudará a que los mercados de capitales de la UE sean más atractivos para los inversores internacionales, al eliminar los costes legales y administrativos de las operaciones transfronterizas, y aumentar la convergencia de los resultados en materia de supervisión en toda Europa. Dado el carácter mundial de los mercados de capitales, la UMC debe tener en cuenta el contexto mundial en general y garantizar que los mercados de capitales europeos sigan siendo parte integrante del sistema financiero internacional. La Comisión seguirá colaborando estrechamente con los Estados miembros de la UE y terceros países en foros internacionales, tales como el Consejo de

Estabilidad Financiera y la OICV para elaborar respuestas estratégicas convergentes, a fin de favorecer el desarrollo de los mercados de capitales en todo el mundo. Además, la Comisión procurará establecer marcos para la cooperación en materia reglamentaria, en el ámbito de los servicios financieros, con los principales terceros países para reforzar la integración de los mercados de capitales.

La política comercial y de inversión internacional de la UE está llamada a desempeñar una importante función en el impulso de las inversiones internacionales. Los acuerdos de comercio e inversión internacionales liberalizan la circulación de capitales, regulan el acceso al mercado y la inversión, incluido en lo relativo a la prestación de servicios financieros, y pueden contribuir al logro de un nivel adecuado de protección y condiciones equitativas para los inversores. La Comisión seguirá también participando en los trabajos internacionales sobre la libre circulación de capitales, incluido en el contexto de los Códigos de Liberalización de los Movimientos de Capitales de la OCDE.

7. PRÓXIMOS PASOS Y SEGUIMIENTO

El presente plan de acción establece las actuaciones prioritarias necesarias para estimular la inversión en todos los Estados miembros y en el conjunto de la UE, y vincular más el ahorro al crecimiento. De cara a la preparación de las actuaciones propuestas las diversas opciones posibles para alcanzar los objetivos serán objeto de la pertinente consulta y evaluación.

El éxito en la adopción e implementación de estas actuaciones exigirá un esfuerzo sostenido y concertado. Este es un proyecto que engloba a los 28 Estados miembros y la Comisión colaborará estrechamente con ellos y con el Parlamento Europeo para elaborar las propuestas.

A fin de generar ya un impulso, hoy se anuncian propuestas concretas, a las que seguirán otras pronto. Las primeras actuaciones comprenden un paquete global sobre las titulizaciones, que incluye una actualización de las calibraciones del Reglamento sobre los requisitos de capital, la definición de infraestructura y una revisión de las calibraciones de Solvencia II, así como una propuesta de revisión de la Directiva sobre el folleto. En otros ámbitos, pueden ser necesarias nuevas consultas con los interesados. Al mismo tiempo, la Comisión propiciará el diálogo con los Estados miembros sobre aspectos tales como la fiscalidad y la insolvencia, con miras a conseguir avanzar a medio o largo plazo.

El éxito de la UMC dependerá también de los participantes en el mercado. Los intermediarios financieros deberán igualmente desempeñar la función que les corresponde de cara a restablecer la confianza de sus clientes y generar, asimismo, confianza en los mercados de capitales de Europa. El presente plan de acción incluye iniciativas impulsadas por el mercado y la Comisión urge a las partes pertinentes a que otorguen prioridad a los avances en estos ámbitos.

Además, la Comisión seguirá trabajando para determinar las principales deficiencias y obstáculos que dificultan la profundización de los mercados de capitales en Europa y estudiará la mejor manera de solventarlos, manteniendo siempre un interés primordial en la protección del inversor y la supervisión del mercado.

Junto a los informes anuales, la Comisión preparará en 2017 un balance de situación que sirva de base para decidir acerca de cualquier otra medida que pueda ser necesaria.

La Comisión informará periódicamente al Parlamento Europeo y a los Estados miembros sobre los avances que se registren.

Anexo 1: Lista de actuaciones y calendario indicativo

Financiar la innovación, las empresas de nueva creación y las empresas no cotizadas		
Respaldar el capital riesgo y la financiación de capital	Elaborar una propuesta sobre fondos de fondos de capital riesgo paneuropeos y fondos multinacionales	T2 2016
	Revisar la legislación sobre los FCRE y los FESE	T3 2016
	Elaborar un estudio sobre los incentivos fiscales para el capital riesgo y los inversores providenciales	2017
Superar los obstáculos de índole informativa que plantea la inversión en pymes	Reforzar la respuesta de los bancos que deniegan solicitudes de crédito a pymes	T2 2016
	Repertoriar la capacidad de apoyo y asesoramiento local o nacional existente en toda la UE para fomentar las mejores prácticas	2017
	Investigar cómo desarrollar o respaldar sistemas de información paneuropeos	2017
Fomentar formas innovadoras de financiación de las empresas	Elaborar un informe sobre la microfinanciación colectiva	T1 2016
	Elaborar un enfoque coordinado con respecto a la originación de préstamos por fondos y evaluar la pertinencia de un futuro marco de la UE	T4 2016
Facilitar a las empresas el acceso a los mercados públicos y la obtención de capital en ellos		
Potenciar el acceso a los mercados de capitales	Elaborar una propuesta de modernización de la Directiva sobre el folleto	T4 2015
	Examinar los obstáculos reglamentarios a la admisión de las pymes en los mercados públicos y los mercados de pymes en expansión	2017
	Examinar los mercados de bonos de empresa de la UE, con especial atención a cómo aumentar la liquidez del mercado	2017
Respaldar la financiación de capital	Solventar el sesgo a favor de la deuda, en el contexto de la propuesta legislativa sobre la base imponible común consolidada del impuesto de sociedades	T4 2016
Inversiones en infraestructura, a largo plazo y sostenibles		
Respaldar la inversión en infraestructura	Ajustar las calibraciones de Solvencia II con respecto a las inversiones de las empresas de seguros en infraestructura y fondos de inversión a largo plazo europeos	T3 2015
	Revisar el Reglamento sobre los requisitos de capital de los bancos, modificando las calibraciones aplicables a las infraestructuras, en su caso	En curso
Garantizar la coherencia del código normativo único	Abrir una convocatoria de datos sobre los efectos acumulados de la reforma financiera	T3 2015
Fomentar la inversión minorista e institucional		

Aumentar la oferta y la competencia en el sector minorista	Libro Verde sobre los servicios financieros al por menor y los seguros	T4 2015
Ayudar a los inversores minoristas a conseguir mejores condiciones	Examinar los mercados de productos de inversión minorista de la UE	2018
Respaldar el ahorro con fines de jubilación	Evaluar la necesidad de un marco de actuación para establecer pensiones individuales europeas	T4 2016
Ampliar las oportunidades de los inversores institucionales y los gestores de fondos	Examinar el tratamiento prudencial del capital riesgo y la deuda de colocación privada en Solvencia II	2018
	Efectuar una consulta sobre los principales obstáculos a la distribución transfronteriza de fondos de inversión	T2 2016
Potenciar la capacidad de los bancos para respaldar la economía en general		
Reforzar las redes de financiación locales	Estudiar la posibilidad de que todos los Estados miembros autoricen cooperativas de crédito que operen al margen de las normas de la UE sobre los requisitos de capital de los bancos	En curso
Crear mercados de titulizaciones a escala de la UE	Presentar una propuesta sobre titulizaciones simples, transparentes y normalizadas, y revisar las calibraciones aplicables al capital de los bancos	T3 2015
Apoyar la financiación de la economía en general por los bancos	Efectuar una consulta sobre un marco de bonos garantizados y estructuras similares para préstamos a las pyme aplicable en toda la UE	T3 2015
Facilitar la inversión transfronteriza		
Eliminar los obstáculos nacionales a la inversión transfronteriza	Elaborar un informe sobre los obstáculos nacionales a la libre circulación de capitales	T4 2016
Mejorar la infraestructura del mercado para la inversión transfronteriza	Emprender acciones específicas en relación con las normas sobre la propiedad de los valores y la oponibilidad frente a terceros de la cesión de créditos	2017
	Examinar los progresos registrados en la eliminación de los obstáculos Giovannini que aún persisten	2017
Impulsar la convergencia de los procedimientos de insolvencia	Elaborar una iniciativa legislativa sobre la insolvencia de las empresas, a efectos de superar los obstáculos a la libre circulación de capitales más importantes	T4 2016
Eliminar los obstáculos fiscales	Establecer las mejores prácticas y un código de conducta para la exención en origen de las retenciones impositivas a cuenta	2017

transfronterizos	Estudiar los obstáculos fiscales discriminatorios a la inversión transfronteriza de los fondos de pensiones y las empresas de seguro de vida	2017
Reforzar la convergencia en materia de supervisión y la generación de capacidad del mercado de capitales	Elaborar una estrategia sobre la convergencia en materia de supervisión a fin de mejorar el funcionamiento del mercado único de capitales Libro Blanco sobre la financiación y la gobernanza de las AES Elaborar una estrategia a fin de prestar a los Estados miembros apoyo técnico en relación con el refuerzo de la capacidad de los mercados de capitales	En curso T2 2016 T3 2016
Reforzar la capacidad a efectos de preservar la estabilidad financiera	Revisar el marco macroprudencial de la UE	2017