



Bruselas, 25.3.2013  
COM(2013) 150 final

**LIBRO VERDE**

**FINANCIACIÓN A LARGO PLAZO DE LA ECONOMÍA EUROPEA**

(Texto pertinente a efectos del EEE)

{SWD(2013) 76 final}

## 1. INTRODUCCIÓN

La UE debe urgentemente retomar una senda de crecimiento inteligente, sostenible e integrador, creando empleo, aprovechando los ámbitos en los que disfruta de una ventaja competitiva y aumentando, de esa forma, su competitividad en el mercado mundial.

Para cumplir con ese cometido, Europa debe hacer frente a necesidades de inversión a largo plazo de gran escala, con arreglo a las prioridades de la Estrategia Europa 2020<sup>1</sup>, la actualización de la política industrial de 2012<sup>2</sup>, la iniciativa «Unión por la innovación»<sup>3</sup> y el Mecanismo «Conectar Europa»<sup>4</sup>. La inversión a largo plazo consiste en la formación de bienes de capital de vida larga, que abarcan tanto activos tangibles (por ejemplo, infraestructuras energéticas, de transporte y comunicaciones, instalaciones industriales y de servicios, vivienda y tecnologías para la ecoinnovación y contra el cambio climático) como activos intangibles (por ejemplo, educación o investigación y desarrollo) que impulsan la innovación y la competitividad. Muchas de estas inversiones tienen ventajas más amplias para los ciudadanos, ya que generan mayores beneficios para la sociedad en su conjunto al potenciar servicios esenciales y mejorar el nivel de vida. Su impacto puede también comenzar a sentirse a corto plazo. Esas inversiones permiten a las empresas y a los Estados producir más con menos recursos, respondiendo a nuevos retos económicos, sociales<sup>5</sup> y medioambientales, facilitando la transición a una economía más sostenible y aumentando la capacidad productiva e industrial de la economía. La evolución del cambio climático y el agotamiento de los recursos naturales exacerbaban aún más el desafío que supone lograr un crecimiento sostenible, puesto que exigen una mayor inversión a largo plazo en el sector de la energía con bajas emisiones de carbono, la eficiencia energética y de los recursos y las infraestructuras, de conformidad con el objetivo político de limitar el calentamiento global a dos grados y desvincular el crecimiento económico de la explotación de recursos.

Para sufragar estas inversiones a largo plazo, los Estados y las empresas de todos los tamaños necesitan acceder a una financiación a largo plazo que sea previsible. La capacidad de la economía para conseguir que esa financiación a largo plazo esté disponible depende de la capacidad del sistema financiero para canalizar el ahorro de los Estados, las empresas y los hogares hacia los destinatarios y las aplicaciones apropiadas a través de mercados abiertos y competitivos. Este proceso puede llevarse a cabo mediante la actuación de diversos intermediarios (por ejemplo, bancos, empresas de seguros y fondos de pensiones) o a través del acceso directo a los mercados de capitales. El presente Libro Verde se centra en el desarrollo de ese proceso. Como condición previa para poder canalizar la financiación a largo plazo a un coste razonable, la economía necesita generar ahorro y atraerlo. Los poderes públicos pueden propiciar esa situación a través de políticas presupuestarias sanas, sistemas tributarios eficientes y un entorno favorable para las empresas que fomente el atractivo de la economía para la inversión, incluida la extranjera.

Un buen proceso de financiación a largo plazo es fundamental para apoyar las reformas económicas estructurales y volver a una senda duradera de crecimiento económico. También es necesaria financiación a largo plazo durante todo el ciclo de vida de una empresa, para

---

<sup>1</sup> Véase [http://ec.europa.eu/europe2020/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/europe2020/index_en.htm)

<sup>2</sup> Véase <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0582:FIN:ES:PDF>

<sup>3</sup> Véase <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0546:FIN:ES:PDF>

<sup>4</sup> Véase [http://ec.europa.eu/bepa/pdf/cef\\_brochure.pdf](http://ec.europa.eu/bepa/pdf/cef_brochure.pdf)

<sup>5</sup> La Comunicación de la Comisión titulada «Hacia la inversión social para el crecimiento y la cohesión» [COM(2013) 83] subraya la necesidad de que los Estados miembros recurran más a planteamientos innovadores de financiación en el ámbito social, potenciando, entre otras cosas, la participación del sector privado.

ayudar a su puesta en marcha, permitir su expansión y sostener su crecimiento. Esta financiación facilita la transición de las empresas a medida que van avanzando en su ciclo de vida. Para ello se requiere conocer distintos instrumentos y procesos financieros y poder disponer de los mismos. La financiación a largo plazo también ayuda a financiar las exportaciones y contribuye, por tanto, a mejorar la competitividad exterior. Su importancia para el crecimiento y la creación de empleo ha sido reconocida a nivel internacional por el G-20<sup>6</sup>.

La crisis financiera ha afectado a la capacidad del sector financiero europeo de canalizar el ahorro hacia las necesidades de inversión a largo plazo. Ante todo, la crisis financiera y la frágil coyuntura macroeconómica actual han creado un clima de incertidumbre y aversión al riesgo, en particular para las PYME y en los Estados miembros bajo presión financiera. La crisis financiera ha deteriorado la capacidad de los bancos de conceder préstamos con vencimientos largos, ante la necesidad de proceder a un desapalancamiento para corregir los excesos del pasado. Al mismo tiempo, la crisis ha tenido una incidencia negativa en la confianza y la propensión al riesgo de los prestatarios y los inversores institucionales.

Una de las principales enseñanzas de la crisis es que resulta imprescindible una adecuada regulación y supervisión del sector financiero para restablecer la estabilidad financiera y la confianza en los mercados. Dentro de una respuesta más amplia de los poderes públicos, conviene asegurar que el calibrado preciso del nuevo marco regulador y de supervisión permita, de la manera más eficaz posible, al sector financiero respaldar la economía real, sin poner en peligro la estabilidad financiera.

Más allá de la crisis financiera, una pregunta importante que cabe plantearse es si la fuerte dependencia histórica de Europa respecto de la intermediación bancaria en la financiación de la inversión a largo plazo dará paso a un sistema más diversificado, con porcentajes sensiblemente más altos de financiación directa en el mercado de capitales y una mayor participación de los inversores institucionales y los mercados financieros alternativos. No hay duda de que, por su competencia para la gestión de riesgos, así como por su conocimiento local de las empresas y sus relaciones con las mismas, los bancos seguirán desempeñando un papel protagonista en la canalización de la inversión a largo plazo. No obstante, es dudoso que los bancos comerciales vayan a volver a su antigua práctica de mantener los activos a largo plazo hasta el vencimiento en la misma medida en que lo hacían antes.

El menor papel de los bancos en la actividad crediticia a largo plazo crea nuevas necesidades y oportunidades para canalizar financiación hacia inversiones a largo plazo a través de otras entidades financieras y de la intermediación basada en el mercado. Sin embargo, la capacidad de los inversores institucionales y los mercados para colmar ese vacío depende de una serie de condiciones. Paralelamente al justo calibrado del marco de regulación prudencial, muchos alegan que los principios contables, las medidas de valoración y el comportamiento de los gestores de activos generan costes adicionales e incentivos inadecuados. Además, los mercados europeos de renta fija de empresas, renta variable y titulizaciones siguen estando relativamente poco desarrollados en comparación con otras economías, y la financiación no bancaria aún es en gran parte inaccesible para las PYME.

Garantizar la existencia de canales de intermediación eficaces y eficientes para la financiación a largo plazo es una tarea compleja y multidimensional. La finalidad del presente Libro Verde es iniciar un amplio debate sobre la forma de potenciar la oferta de financiación a largo plazo y de mejorar y diversificar el sistema de intermediación financiera en beneficio de la

---

<sup>6</sup> Véase <http://www.g20.org/news/20130216/781212902.html>

inversión a largo plazo en Europa. Tal como se desprende de las preguntas de la consulta, este debate debería tener en cuenta las especificidades de los distintos agentes de los mercados financieros y abordar también cuestiones relacionadas con diversas condiciones previas. Las respuestas a las preguntas planteadas ayudarán a la Comisión a evaluar más detenidamente los obstáculos a la financiación a largo plazo, con vistas a definir posibles actuaciones para superarlos. El posible seguimiento podría adoptar diversas formas: en algunos ámbitos pueden ser necesarias disposiciones reglamentarias nuevas o adaptadas, mientras que, en otros, la función de la UE podría consistir en impulsar una mayor coordinación y promover buenas prácticas, o en realizar un seguimiento específico con los diferentes Estados miembros en el marco del semestre europeo. El presente Libro Verde va acompañado de un documento de trabajo de los servicios de la Comisión, en el que se exponen con más detalle los análisis en los que aquel se basa.

## 2. OFERTA DE FINANCIACIÓN A LARGO PLAZO Y CARACTERÍSTICAS DE LAS INVERSIONES A LARGO PLAZO

La capacidad de la economía para financiar la inversión a largo plazo depende de su capacidad de generar ahorro y de atraer inversión extranjera directa (IED) y conservarla.

La financiación a largo plazo puede proceder de diversas fuentes, incluidos los Estados, las empresas y los hogares. Los Estados y las empresas también generan una demanda de financiación a largo plazo. En Europa, los ratios inversión/PIB o ahorro/PIB se sitúan, en ambos casos, en torno al 20 %, que representa un porcentaje favorable en comparación con otras regiones. Sin embargo, este panorama global oculta el hecho de que en 2011 las inversiones privadas fueron muy inferiores a las de 2007 y este descenso fue cuatro veces superior al que registró el PIB real durante el mismo período<sup>7</sup>. Se observa en la actualidad un alto grado de incertidumbre, aversión al riesgo y falta de confianza tanto entre los ahorradores como entre los inversores, debido a la fragilidad de la coyuntura y las perspectivas macroeconómicas. Esta situación puede tener efectos duraderos, creando obstáculos más permanentes al suministro de financiación a largo plazo y perjudicando la demanda:

- **Estados:** Los recursos públicos, procedentes de la fiscalidad y la deuda pública, desempeñan un papel clave en la financiación de las inversiones a largo plazo, habida cuenta de las externalidades positivas que a menudo lleva aparejadas la inversión estatal y su complementariedad con la inversión privada. Aunque los Estados siempre desempeñarán un papel clave en la oferta de infraestructuras y bienes públicos, desde hace mucho tiempo se aspira a una mayor eficiencia del gasto a través de un análisis coste/beneficios más sistemático. Además, se utilizan recursos públicos en forma de subvenciones o préstamos para apoyar la inversión a largo plazo del sector privado en ámbitos en los que las deficiencias del mercado impiden que los niveles de financiación o inversión privada sean óptimos. En estos ámbitos, los recursos públicos no deben sustituir a la financiación privada, pero sí pueden catalizarla y ayudar a gestionar los riesgos asociados.
- **Empresas:** Las empresas financian sus inversiones, bien a partir de sus recursos propios, bien recurriendo al sistema financiero. La atonía de la demanda y la incertidumbre reinante en los mercados han afectado a las ganancias de las empresas. Al mismo tiempo, la inversión de las empresas ha sido, incluso, más reducida, dando lugar, en algunos Estados miembros, a un

---

<sup>7</sup> Véase McKinsey Global Institute (2012).

aumento del stock de ahorro interno, especialmente entre las grandes empresas –se estima que las posiciones en efectivo y equivalentes de las grandes empresas han aumentado en alrededor de cuatro puntos porcentuales entre 2009 y 2011<sup>8</sup>. Sin embargo, muchas PYME sufren también una continua falta de liquidez.

- **Hogares:** Los hogares son la principal fuente de fondos para financiar la inversión. No obstante, el instrumento que prefieren es el ahorro a corto plazo. Por ejemplo, durante el período 2000-2010, los hogares redujeron sus tenencias de renta variable en ocho puntos porcentuales en proporción de los activos financieros<sup>9</sup>. Los hogares tienen en general predilección por la liquidez y el reembolso fácil. Se prefiere la estabilidad y existe ahora una aversión al riesgo generalizada. Por lo tanto, es preciso movilizar más ahorros a largo plazo.
- **Financiación exterior:** La inversión extranjera directa (IED) es tradicionalmente una fuente importante de financiación de los proyectos a largo plazo. A pesar de la crisis, los flujos de IED en la UE experimentaron una recuperación en 2011, tras la fuerte caída de los últimos años. Las entradas de IED en la UE ascendieron a 242 000 millones EUR en 2011, lo que representa un aumento del 13 % frente a los niveles de 2010. Dentro de la UE, existen importantes disparidades entre países.

Las perspectivas de crecimiento a largo plazo de cualquier economía dependen, entre otras cosas, de la capacidad del sector financiero para canalizar las fuentes de ahorro antes mencionadas hacia la **inversión productiva**. El presente Libro Verde se refiere a la inversión a largo plazo consistente en la formación de capital tangible e intangible de vida larga. Así pues, se centra en el capital productivo (por oposición al financiero), en consonancia con el concepto utilizado en las cuentas nacionales, en las que la inversión viene determinada por la formación bruta de capital fijo. La crisis financiera afectó duramente a la formación de capital productivo y los niveles de inversión siguen siendo inferiores a los registrados antes de la crisis en muchos países de la UE. La inversión en capital productivo tangible e intangible es esencial para dar un giro completo a la economía de la UE y será un elemento fundamental de cualquier estrategia de crecimiento a largo plazo.

Si se pone énfasis en los bienes de capital de vida larga (tales como infraestructuras económicas y sociales, construcciones, I + D, educación e innovación) no es porque sean más importantes para el crecimiento que los bienes de capital de vida más corta (tales como ordenadores, teléfonos móviles y vehículos), sino debido al marcado carácter procíclico de los volúmenes de inversión en bienes de capital de corta duración. Estos volúmenes son actualmente bajos debido a las mediocres perspectivas macroeconómicas en Europa, pero se espera que se recuperen en cuanto repunte la economía. Lo mismo sucede con los demás gastos de las empresas productivas, como los costes de personal (contratación) y las compras de consumos intermedios.

La situación es muy diferente en el caso de los bienes de capital a largo plazo, que se caracterizan por largos períodos de inversión/construcción y requieren **financiación a largo plazo**, dado que los flujos de efectivo que constituyen el rendimiento de la inversión no comienzan sino después de un tiempo considerable. Como una parte significativa del stock de capital productivo a largo plazo consiste en infraestructuras públicas, este tipo de capital ha

---

<sup>8</sup> Con arreglo a un estudio de las variaciones en el efectivo y equivalentes de efectivo de 170 grandes empresas no financieras europeas calificadas por Fitch.

<sup>9</sup> Véase McKinsey Global Institute (2011).

desempeñado tradicionalmente un papel estabilizador en la economía: para ello los gobiernos han de poder realizar inversiones públicas de modo anticíclico; y el sector financiero, al proporcionar fondos para inversión, ha de poder confiar razonablemente en la vitalidad de la economía una vez concluidos los períodos de construcción.

No existe una definición única y universalmente aceptada de financiación a largo plazo. En términos generales, puede considerarse que la financiación a largo plazo es el proceso por el cual el sistema financiero proporciona los fondos necesarios para financiar inversiones que se extienden a lo largo de un período prolongado. Esta definición tiene en cuenta toda la gama de características asociadas a la financiación a largo plazo<sup>10</sup>. En cambio, los trabajos internacionales sobre inversión a largo plazo que se están llevando a cabo bajo los auspicios del G-20 definen la financiación a largo plazo de forma más restrictiva, centrándose en vencimientos superiores a cinco años, así como en las fuentes de financiación que no tienen un vencimiento específico (por ejemplo, acciones).

Preguntas:

1) *¿Está de acuerdo con el análisis anterior en lo que respecta a la oferta de financiación a largo plazo y sus características?*

2) *¿Tiene alguna opinión sobre lo que sería la definición más apropiada de financiación a largo plazo?*

### 3. PROPICIAR LA FINANCIACIÓN A LARGO PLAZO DE LA ECONOMÍA EUROPEA

Al igual que ocurre con cualquier tipo de financiación, la capacidad de la economía para financiar la inversión a largo plazo depende de la capacidad del sistema financiero para canalizar de manera eficaz y eficiente los fondos hacia los destinatarios y las inversiones apropiadas a través de mercados abiertos y competitivos. Este proceso puede llevarse a cabo a través de diversos intermediarios (entre ellos, bancos, empresas de seguros y fondos de pensiones) o accediendo directamente a los mercados financieros. Sin embargo, una serie de factores impiden a estos desempeñar con total eficacia la función de financiación a largo plazo. La solución a algunos de estos factores requerirá más tiempo que la de otros.

Una de las principales enseñanzas de la crisis es que resulta imprescindible una adecuada regulación y supervisión del sector financiero para restablecer la estabilidad financiera y la confianza en los mercados. En este contexto, la UE viene realizando un amplio programa de reformas financieras, complementando las reformas presupuestarias y económicas de carácter más general. La estabilidad financiera es esencial, pero por sí sola es insuficiente. Dentro de una respuesta más amplia de los poderes públicos, el calibrado preciso del nuevo marco regulador y de supervisión debe permitir y fomentar de manera efectiva que el sector financiero respalde la economía real, incluso en el ámbito tributario, sin poner en peligro la estabilidad financiera.

Las autoridades públicas y los participantes en el mercado comparten la responsabilidad de crear este entorno, insuflando nuevamente confianza y seguridad, y mejorando el poder general de atracción de Europa como destino de la inversión. Partiendo de esta base, **las medidas para mejorar la financiación a largo plazo de la economía europea deben abordar un amplio conjunto de factores interrelacionados:**

<sup>10</sup> Estas características incluyen las características del inversor, la naturaleza del activo, el tipo de intermediación financiera y la valoración y determinación del precio del activo. Para más detalles, véase el documento de trabajo que acompaña al presente Libro Verde.

- **la capacidad de las entidades financieras para canalizar la financiación a largo plazo;**
- **la eficiencia y eficacia de los mercados financieros a la hora de ofrecer instrumentos de financiación a largo plazo;**
- **factores transversales que posibilitan el ahorro y la financiación a largo plazo; y**
- **la facilidad de acceso de las PYME a la financiación bancaria y de otro tipo.**

### **3.1. Capacidad de las entidades financieras para canalizar la financiación a largo plazo**

#### **Bancos comerciales**

Tradicionalmente, los bancos han sido los intermediarios financieros más importantes en Europa. La cuota del sector bancario en la UE es sustancial si se compara a nivel internacional, especialmente con los Estados Unidos, lo que refleja la mayor dependencia de Europa de la intermediación bancaria. De cara al futuro, esta circunstancia dificulta la financiación a largo plazo.

La crisis puso de manifiesto los riesgos que supone un recurso excesivo al apalancamiento y la transformación de vencimientos. Junto con el debilitamiento de la demanda en algunos países en recesión, ello ha llevado a muchos bancos a un proceso de desapalancamiento, contribuyendo, en particular, a la actual escasez de financiación a largo plazo<sup>11</sup>. Incluso después de que concluya este proceso, la reevaluación de los riesgos a raíz de la crisis aumentará el coste del capital. Los costes derivados de los instrumentos de gestión de las crisis bancarias pueden también incrementar el coste del capital, si bien los efectos positivos de crear un sector bancario más susceptible de resolución serán sumamente beneficiosos para la sociedad y la economía. Las vinculaciones entre bancos y emisores soberanos y una regulación más estricta también han amplificado la concentración de las actividades bancarias en los mercados nacionales, provocando una reducción de la financiación transfronteriza y una fragmentación del mercado único, lo que, a su vez, restringe aún más la disponibilidad de financiación y aumenta el coste del capital, en particular en los países que actualmente se encuentran en dificultades.

De cara al futuro, las **normas prudenciales comunes aplicables en Europa a los bancos** tienen por objeto evitar los excesos del pasado, aumentar la resistencia de los bancos frente al riesgo e insuflar confianza, así como desarrollar un código normativo único que proteja la integridad del mercado único. Desde la perspectiva de la financiación a largo plazo, la normativa prudencial debe considerar los riesgos asumidos por los bancos al utilizar depósitos a corto plazo para financiar préstamos a largo plazo. Esto no significa necesariamente que las normas que limitan la capacidad de los bancos para utilizar fondos a corto plazo de esta manera den lugar a una reducción de los préstamos a la economía real. No obstante, el equilibrio potencial entre la restricción de la creación de liquidez, con vistas a garantizar la estabilidad, y el suministro de financiación a largo plazo a la economía real explica la

---

<sup>11</sup> Por ejemplo, el estudio del BCE de octubre de 2012 sobre la actividad crediticia de los bancos indica que el endurecimiento de las condiciones de los préstamos o líneas de crédito concedidos a las empresas por los bancos de la zona del euro aumentó un 15 % en términos netos, frente al 10 % en el segundo trimestre de 2012. Del mismo modo, el volumen de nuevos préstamos a largo plazo disminuyó sensiblemente en el primer semestre de 2012 y se observa una tendencia marcadamente bajista de las existencias de tales préstamos a muy corto plazo.

necesidad de un calibrado adecuado y una aplicación progresiva de las normas. Las recientes propuestas del Comité de Basilea sobre los requisitos de liquidez van encaminadas a aumentar la resistencia de los bancos, garantizando al mismo tiempo que las restricciones aplicables a la transformación de vencimientos no tengan consecuencias no deseadas. La Comisión ha propuesto un período de seguimiento, así como la revisión del calibrado de los parámetros en materia de requisitos de liquidez<sup>12</sup>.

Otra consecuencia de la crisis que puede afectar a la capacidad de los bancos para canalizar la financiación a largo plazo es el creciente debate sobre si nuevas reformas dirigidas directamente a la estructura de los bancos reducirían en mayor medida la probabilidad de una quiebra y su impacto, garantizarían mejor la continuación de las funciones económicas vitales y protegerían mejor a los clientes minoristas vulnerables. El reciente informe del grupo de expertos de alto nivel sobre la **reforma de la estructura del sector bancario de la UE** muestra cómo el comportamiento de los bancos en las últimas décadas ha generado un aumento desproporcionado de la actividad intrafinanciera, en detrimento de las actividades orientadas al cliente, entre ellas la financiación a largo plazo de las empresas. El grupo recomendó restringir y separar las prácticas comerciales de riesgo. La Comisión está reflexionando sobre el seguimiento que conviene dar al informe del grupo.

Como es obvio, los bancos no van a desaparecer de la cadena de intermediación en Europa. Su competencia para la evaluación del riesgo de crédito, junto con su conocimiento local de las empresas y sus relaciones con las mismas seguirán siendo, como debe ser, elementos importantes. Ahora bien, en el contexto de la evolución registrada desde la crisis en el sector bancario, han aparecido nuevas necesidades y oportunidades de que otros intermediarios complementen el papel de los bancos, canalizando financiación hacia las inversiones a largo plazo de forma más equilibrada.

Pregunta:

*3) Dada la constante evolución del sector bancario, en el futuro, ¿qué papel cree usted que deben desempeñar los bancos en la canalización de financiación hacia las inversiones a largo plazo?*

### **Bancos nacionales y multilaterales de desarrollo e incentivos financieros**

Los bancos de desarrollo, que operan tanto a escala nacional como internacional, deben ayudar a catalizar la financiación a largo plazo y mejorar la eficiencia y eficacia de los mercados e instrumentos financieros. A pesar de la contribución claramente positiva de determinadas inversiones a la prosperidad económica, las deficiencias del mercado pueden impedir que los inversores asuman determinados riesgos o tomen ciertas decisiones de inversión. En estos casos, los bancos nacionales y multilaterales de desarrollo pueden ser útiles para fomentar la financiación privada, dado que persiguen objetivos específicos de interés público ligados a un valor añadido más general, de carácter económico, social y medioambiental (y no puramente financiero). Siempre que se centren en las deficiencias comprobadas del mercado, su participación puede tener un importante efecto anticíclico, por ejemplo, al reducir la volatilidad de los costes de financiación para determinadas categorías de inversores y atenuar el cortoplacismo de los agentes privados. Es importante que la gobernanza de los bancos de desarrollo garantice que estos no se valgan de su ventaja en términos de costes de financiación para excluir la financiación privada, sino que, por el contrario, procuren catalizar la financiación privada en sectores en los que tarda en manifestarse.

<sup>12</sup> Véase [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/regcapital/new\\_proposals\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/new_proposals_en.htm).



La intervención pública puede hacerse efectiva, directa o indirectamente, ofreciendo una gama de productos de financiación o contribuyendo a ella, en su caso mediante el reparto de riesgos o su cobertura<sup>13</sup>, y agrupando a los intermediarios financieros en redes apropiadas<sup>14</sup>. En el actual presupuesto de la Unión, existe una serie de instrumentos financieros de la UE<sup>15</sup>, varios de ellos gestionados conjuntamente por la Comisión, el Banco Europeo de Inversiones (BEI) y el Fondo Europeo de Inversiones (FEI), así como en colaboración con los Estados miembros, destinados a paliar deficiencias específicas del mercado y facilitar el acceso a la financiación, incluida la financiación a más largo plazo<sup>16</sup>. En el futuro, el marco financiero plurianual (MFP) de la UE hará un uso creciente de los instrumentos financieros, que pueden potenciar considerablemente el impacto del gasto de la UE, ejerciendo un efecto multiplicador y catalizador en la financiación a largo plazo del sector privado. En particular, la mayor parte del MFP, incluidos todos los instrumentos estructurales de la UE, podrá utilizarse en instrumentos financieros. Su eficacia dependerá de la cooperación y la creación de una estrecha red entre la Comisión, el Grupo BEI y los Estados miembros.

También es importante que la intervención pública no contribuya a fragmentar el mercado único. La coordinación, evaluación y rendición de cuentas de la actuación a nivel nacional y de la UE pueden ayudar a evitarlo, aumentando el valor añadido de un planteamiento europeo. Una cooperación más estrecha entre los bancos nacionales y multilaterales de desarrollo, bajo los auspicios de la Comisión y del BEI, podría servir de base para dicha coordinación, en su caso apoyando la creación de agrupaciones europeas de interés económico para la financiación de proyectos transfronterizos. También podría analizarse el impacto de los fondos soberanos extranjeros y la oportunidad de crear fondos europeos o consolidar los existentes.

Preguntas:

*4) ¿Cómo podrían los bancos nacionales y multilaterales de desarrollo respaldar mejor la financiación de la inversión a largo plazo? ¿Es posible una mayor coordinación entre dichos bancos en aras de los objetivos perseguidos por la política de la UE? ¿De qué manera podrían los instrumentos financieros del presupuesto de la UE respaldar mejor la financiación de la inversión a largo plazo en un crecimiento sostenible?*

<sup>13</sup> Por ejemplo, los «productos puente» son instrumentos que pueden atenuar la aversión al riesgo de los inversores o las entidades financieras. Pueden incluir mejoras de crédito de primera pérdida o de entresuelo o vehículos especializados en proyectos de demostración en fase inicial y de gran escala con financiación del sector público y del sector privado.

<sup>14</sup> Por ejemplo, a través del Club de Inversores a Largo Plazo. Véase <http://www.ltic.org/>.

<sup>15</sup> Capital participativo o capital riesgo, garantías u otros instrumentos de reparto del riesgo sufragados por el presupuesto central de la UE o el presupuesto de los Fondos Estructurales. Para más detalles, véase la Comunicación de la Comisión «Marco para la próxima generación de instrumentos financieros innovadores - Plataformas de instrumentos de capital y de deuda de la UE» [COM(2011) 662].

<sup>16</sup> Por ejemplo, la iniciativa de bonos para la financiación de proyectos y los instrumentos que, a partir de los recursos de los Fondos Estructurales y de Inversión, proporcionan financiación mediante fondos propios o ajenos o de entresuelo a las PYME, los ayuntamientos y los proyectos de infraestructura. En 2011, la Comisión propuso un paquete de medidas de infraestructura, que comprendía un nuevo instrumento presupuestario, el Mecanismo «Conectar Europa», así como directrices revisadas para el transporte, la energía y las TIC y el Programa para la Competitividad de las Empresas y para las Pequeñas y Medianas Empresas (COSME). La Comisión y el BEI han desarrollado dos instrumentos de financiación de riesgo compartido, a saber: el Mecanismo de Financiación de Riesgo Compartido (MFRC) para las empresas innovadoras e intensivas en investigación y el Instrumento de Garantía de Préstamos para Proyectos de la Red Transeuropea de Transporte. A través de los Fondos Estructurales del período 2007-2013, se han invertido hasta ahora al menos 10 700 millones EUR de fondos de la UE en instrumentos de ingeniería financiera, principalmente por el FEDER en aras del acceso de las PYME a la financiación. Estos fondos se reinvertirán a largo plazo en beneficio de la economía europea.

5)¿Existen otros instrumentos y marcos de política pública que puedan apoyar la financiación de la inversión a largo plazo?

### **Inversores institucionales**

Atendiendo a los horizontes temporales más largos de sus modelos de negocio, los inversores institucionales –empresas de seguros (de vida), fondos de pensiones, fondos de inversión y fondos de dotación– constituyen proveedores adecuados de financiación a largo plazo. Conjuntamente, tienen en su poder activos por un importe total estimado de 13,8 billones EUR, lo que equivale a más del 100 % del PIB de la UE<sup>17</sup>. Otros inversores institucionales, como los fondos soberanos, los fondos específicos de infraestructuras y, en cierta medida, los fondos de capital inversión, también se han convertido en proveedores de capital a largo plazo. El capital riesgo también puede ofrecer financiación a largo plazo.

La larga duración de sus pasivos permite a los inversores institucionales, al menos en principio, realizar inversiones en activos productivos de vida larga que adquieren y mantienen, logrando rendimientos más elevados para compensar los riesgos del plazo más largo y la menor liquidez inherentes a muchos de estos activos. Los horizontes temporales más largos con los que operan hacen posible un comportamiento paciente y anticíclico de los inversores institucionales, lo que limita el cortoplacismo y la necesidad de transformación de vencimientos. La necesidad de diversificación y la búsqueda de rendimiento, en un contexto de bajos tipos de interés, han determinado su orientación hacia la financiación a largo plazo y la afectación de una parte sustancial de sus carteras a instrumentos a largo plazo tales como valores de renta variable, capital inversión y otros activos ilíquidos (por ejemplo, algunos fondos de pensiones han invertido directamente en proyectos de energía renovable de gran escala en los últimos años).

En este contexto, los inversores institucionales, al igual que los bancos, están obligados a atenerse a diversas normas prudenciales y a cumplir las pertinentes normas contables. Las nuevas normas prudenciales aplicables a las **empresas de seguros** («Directiva Solvencia II»)<sup>18</sup> obligan a estas a poseer activos de cobertura adecuados a la naturaleza y duración de sus pasivos; el mantenimiento de inversiones a largo plazo está en consonancia con las funciones sociales de estas empresas. La Directiva Solvencia II tiene por objeto establecer un régimen armonizado basado en el riesgo económico y prevé la valoración de los activos por un valor económico coherente con el de mercado. El impacto de las nuevas normas prudenciales sobre la capacidad de financiación a largo plazo de las aseguradoras dependerá, en parte, del punto de partida de cada una de ellas y de la forma exacta en que se traten los activos a más largo plazo. El debate se ha centrado en la manera de garantizar que las exigencias reglamentarias de capital para cubrir el riesgo de los activos no pesen excesivamente sobre el mantenimiento de activos a largo plazo; y que no se reduzcan los incentivos positivos del régimen Solvencia II a la hora de recompensar la cobertura de la duración de los pasivos a largo plazo a través de inversiones a largo plazo.

En este contexto, los servicios de la Comisión han solicitado a la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ) que examine si, en el marco del régimen Solvencia II, conviene afinar el calibrado preciso de los requisitos de capital frente a inversiones en determinados activos (incluidos la financiación de infraestructuras y los bonos para proyectos; la financiación de PYME, la titulización de deuda, etc.), de modo que no haya obstáculos para la financiación a largo plazo, sin que se creen, no obstante, riesgos

<sup>17</sup> Véase Fitch 2011 y EFAMA (2012).

<sup>18</sup> Véase [http://ec.europa.eu/internal\\_market/insurance/solvency/future/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency/future/index_en.htm).

prudenciales adicionales. La Comisión, el Consejo y el Parlamento también han examinado medidas para facilitar la oferta de productos de seguros con garantías a largo plazo e inversiones a largo plazo con arreglo a la Directiva Solvencia II. Basándose en estas constataciones técnicas, la Comisión informará sobre las medidas oportunas que puedan incluirse en la Directiva Solvencia II o en los correspondientes actos delegados.

Los fondos de pensiones necesitan gestionar sus riesgos para generar el nivel requerido de rendimiento anual en beneficio de sus partícipes. Las normas relativas al capital de los fondos de pensiones difieren entre los Estados miembros y difieren asimismo de las aplicadas a las aseguradoras, para tener en cuenta los distintos riesgos que llevan aparejados los fondos de pensiones de empleo y los recursos de financiación a los que pueden acceder. La Comisión tiene previsto revisar la Directiva sobre los fondos de pensiones de empleo<sup>19</sup>, con la finalidad de reforzar la protección de los partícipes y facilitar la actividad transfronteriza en este sector. Será importante garantizar que las nuevas normas prudenciales que regulen los planes de pensiones de empleo no desincentiven una financiación a largo plazo sostenible. Al revisar la Directiva sobre los fondos de pensiones de empleo se deberán, por tanto, tener en cuenta las posibles repercusiones sobre la financiación a largo plazo y el crecimiento económico.

Sin embargo, más allá de las normas prudenciales, hay otros factores estructurales que afectan a la capacidad de los inversores institucionales para actuar como proveedores de financiación a largo plazo. La contracción de la actividad económica tendrá probablemente una incidencia duradera en las estrategias de asignación de activos a largo plazo de los inversores institucionales al fomentar estrategias de inversión más prudentes. Por ejemplo, la exposición media de los inversores institucionales a activos de infraestructura sigue siendo baja en comparación con su asignación a bienes inmuebles y con las necesidades reales de inversión en infraestructuras. En términos de gestión y diversificación del riesgo, los inversores institucionales pueden sentir inquietud ante la gran escala de los proyectos de inversión a largo plazo. Asimismo, es posible que los departamentos de gestión de activos de los inversores institucionales no bancarios no estén acostumbrados a tratar con activos menos líquidos, tarea de la que antes se encargaban con frecuencia las aseguradoras monolínea que garantizaban tales activos. Con el tiempo, esto significa que algunos inversores pueden tener que ampliar sus actuales competencias para respaldar sus decisiones de inversión.

Puede haber margen, por tanto, para las iniciativas destinadas a poner en común recursos financieros<sup>20</sup> y estructurar los paquetes de financiación con arreglo a diferentes fases de riesgo. En este sentido, el diálogo entre los inversores y las empresas no financieras, así como la difusión de buenas prácticas y estudios de casos pueden resultar de utilidad<sup>21</sup>. La Comisión también se ha comprometido<sup>22</sup> ya a presentar propuestas sobre posibles modelos de **fondos de inversión a largo plazo**. Las primeras indicaciones de los interesados sugieren que un nuevo vehículo de tipo fondo de inversión a largo plazo podría facilitar la obtención de capital en toda la Unión. Podría ayudar a los inversores institucionales de grandes y medianas dimensiones a invertir, por ejemplo, en una serie de proyectos de infraestructura. Los fondos de inversión a largo plazo permitirán a los inversores institucionales diversificar y repartir los riesgos. Además, los gestores de ese tipo de fondo pueden aportar conocimientos adicionales

---

<sup>19</sup> Véase [http://ec.europa.eu/internal\\_market/pensions/directive/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/pensions/directive/index_en.htm).

<sup>20</sup> Ejemplos de ello, en la actualidad, son la plataforma de infraestructura de los fondos de pensiones (*Pension Infrastructure Platform*) prevista en el Reino Unido y las ideas de creación de un fondo común de capital inversión e infraestructuras entre algunos fondos de pensiones de ámbito regional.

<sup>21</sup> Por ejemplo, se ha establecido una mesa redonda sobre financiación para determinar las posibilidades de desarrollar formas de financiación adaptadas e instrumentos financieros innovadores para apoyar las actuaciones encaminadas a optimizar la eficiencia de los recursos.

<sup>22</sup> Véase [http://ec.europa.eu/internal\\_market/smact/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/smact/index_en.htm).

sobre la manera de considerar las transacciones subyacentes, o el modo de seleccionar y gestionar los proyectos de infraestructura a largo plazo.

Preguntas:

6) *¿En qué medida y de qué modo pueden los inversores institucionales desempeñar un mayor papel en el cambiante panorama de la financiación a largo plazo?*

7) *A la hora de elaborar e instrumentar las normas prudenciales respectivas de las aseguradoras, las reaseguradoras y los fondos de pensiones, entre ellos los de empleo, ¿cómo puede establecerse un equilibrio óptimo entre los objetivos prudenciales y la voluntad de propiciar la financiación a largo plazo?*

8) *¿Qué obstáculos se oponen a la creación de vehículos de inversión conjunta? ¿Podrían establecerse plataformas a nivel de la UE?*

9) *¿Qué otras opciones e instrumentos cabría considerar con vistas a reforzar la capacidad de los bancos e inversores institucionales para canalizar financiación a largo plazo?*

### **Efectos combinados de la reforma normativa impuesta a las entidades financieras**

**La UE viene realizando un programa general de reformas financieras. Al evaluar todas las modificaciones, vigentes y previstas, de la normativa prudencial que regula los diversos operadores financieros (bancos, aseguradoras, proveedores de pensiones, etc.), una pregunta importante que cabe plantearse es si su impacto acumulado sobre la formación de capital macroeconómico a largo plazo podría ser superior a la simple suma de los efectos de cada una de las reformas tomadas de forma aislada. Por ejemplo, si los bancos reducen su exposición frente a activos reales a largo plazo como consecuencia del aumento de las exigencias de liquidez, los inversores institucionales con pasivos a largo plazo podrían colmar el vacío, siempre que el marco regulador evite focalizarse en exceso en la volatilidad a corto plazo. Sin embargo, la imposición simultánea de exigencias de liquidez a los diferentes agentes del mercado financiero puede desincentivar las inversiones en activos menos líquidos y, por ende, bloquear varios posibles canales de financiación de inversiones a largo plazo al mismo tiempo.**

**Se requiere, pues, una estrecha supervisión de los posibles efectos acumulados de las reformas prudenciales. Algunos organismos reguladores internacionales, como el Consejo de Estabilidad Financiera y el Grupo de Ministros de Finanzas y Gobernadores de los Bancos Centrales del G-20, ya están trabajando en ello. El reto consiste en lograr los objetivos perseguidos por la normativa, a saber, una mayor estabilidad macrofinanciera y una convergencia de la normativa a nivel mundial, de tal forma que se reduzca al mínimo cualquier factor que desincentive la financiación de inversiones productivas a largo plazo.**

Pregunta:

10) *¿Tienen las reformas prudenciales, realizadas y previstas, efectos acumulados sobre el nivel y la ciclicidad de la inversión a largo plazo agregada? ¿De qué magnitud? ¿Cuál es la mejor manera de abordar todo posible efecto?*

### 3.2. Eficiencia y eficacia de los mercados financieros a la hora de ofrecer instrumentos de financiación a largo plazo

Junto con los inversores institucionales, se necesitan infraestructuras y mercados de capitales profundos y que funcionen correctamente, a fin de ofrecer una gama más amplia de instrumentos para canalizar la financiación a largo plazo.

Los mercados de bonos europeos se han desarrollado con extraordinario dinamismo durante las últimas décadas<sup>23</sup>. Sin embargo, los bonos de sociedades no financieras en Europa representan aún tan solo el 15 % de la deuda de empresas en comparación con otras economías. En la práctica, solo las grandes empresas tienen acceso a los mercados de bonos europeos, mientras que la mayoría de las empresas de mediana capitalización y de las PYME apenas pueden sacar partido de los mercados de bonos. Los mercados europeos de titulización también están infradesarrollados en comparación con otras partes del mundo, lo que limita también la gama de instrumentos de financiación a largo plazo disponibles.

La Comisión ha propuesto reformas para mejorar la estructura del mercado a través de la creación de nuevos centros de negociación, incrementar la transparencia y la eficiencia de la información, reforzar los requisitos con vistas a reducir las actividades de negociación a corto plazo y de carácter especulativo, y mejorar la protección de los inversores<sup>24</sup>. Será preciso supervisar hasta qué punto estas reformas permitirán lograr que los mercados de capitales canalicen financiación a largo plazo de la manera más eficaz posible. Es posible que sean necesarias otras medidas.

Los **mercados de bonos garantizados**<sup>25</sup> han demostrado ser relativamente resistentes durante la crisis. Sin embargo, los mercados están fragmentados con arreglo a las fronteras nacionales y se requiere un análisis más profundo para dilucidar si una mayor armonización podría impulsar la utilización de los bonos garantizados y en qué medida, en consonancia con las recientes iniciativas impulsadas por el mercado, teniendo debidamente en cuenta al mismo tiempo las preocupaciones ligadas a un aumento potencial de los gravámenes sobre los activos en los balances de los bancos.

La reconfiguración de los **mercados de titulización** podría también ayudar a liberar fuentes adicionales de financiación a largo plazo. Con una supervisión adecuada y datos transparentes, pueden ayudar a las entidades financieras a liberar capital, que puede seguidamente movilizarse para conceder nuevos préstamos, y a gestionar los riesgos. Entre las iniciativas impulsadas por el mercado para estimular los mercados de titulización cabe citar los distintivos de reciente creación atribuibles a las titulizaciones de elevada calidad, transparentes y normalizadas. Es posible desarrollar productos de titulización simples basados en estructuras claras y no apalancadas, utilizando activos subyacentes bien seleccionados, diversificados y de bajo riesgo. Los mercados orientados específicamente a las PYME, así como las oportunas normas prudenciales y sistemas de supervisión, son aspectos importantes que conviene considerar. Además podrían estudiarse productos vinculados a sectores específicos.

---

<sup>23</sup> Por ejemplo, el saldo vivo agregado de los valores de renta fija emitidos por sociedades no financieras en la zona del euro ascendía a 940 000 millones EUR en julio de 2012, frente a 652 000 millones EUR, aproximadamente, a principios de 2008 (fuente: BCE).

<sup>24</sup> Véase [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm).

<sup>25</sup> Los bonos garantizados son bonos respaldados por conjuntos de hipotecas que permanecen en el balance del emisor, a diferencia de los valores garantizados por hipotecas, en cuyo caso los activos se eliminan del balance.

La UE en su conjunto nunca ha tenido un verdadero **mercado europeo de bonos para proyectos**<sup>26</sup>. La Comisión, conjuntamente con el BEI, ha comenzado a trabajar en esta área mediante la Iniciativa de Obligaciones para la Financiación de Proyectos, que aspira a ser una solución basada en los mercados financieros para abordar las imperfecciones y los problemas de solvencia de los mercados. La iniciativa tiene por objeto demostrar la viabilidad de la financiación de proyectos de infraestructura mediante bonos y, en última instancia, desarrollar un mercado líquido de bonos para proyectos. Aunque, por ahora, a pequeña escala, los participantes en el mercado también están desarrollando diversas plataformas, productos e instrumentos de inversión para estimular los mercados de bonos para proyectos. Merece la pena reflexionar sobre la forma de promover el uso de estos bonos, teniendo en cuenta también la evaluación intermedia prevista de la iniciativa<sup>27</sup>.

Son también muchos los que alegan que la economía, las empresas y los proyectos de inversión no necesitan más recursos ajenos, sino más **recursos propios**. Los recursos propios pueden ser un mejor instrumento de financiación para las inversiones a largo plazo y de alto riesgo, así como para aquellas con considerables asimetrías de información y riesgo moral. Desde la crisis, la incertidumbre reinante a nivel macroeconómico y los bajos tipos de interés pueden haber afectado a la demanda y la propensión al riesgo de las empresas en lo que respecta al capital social a largo plazo. En su lugar, los inversores han buscado refugio en instrumentos de deuda pública de elevada solvencia. Paralelamente, el mercado se ha cerrado más que nunca a las OPI, limitando el acceso de las empresas al capital, y las bolsas europeas actúan cada vez más como proveedores de liquidez, en lugar de ofrecer capital nuevo. En general, el coste de los recursos propios se ha mantenido alto, en tanto que el de los recursos ajenos ha disminuido, lo cual pone de relieve el déficit de recursos propios existente en Europa, y que probablemente llevará tiempo corregir. Esta evolución parece haber tenido un mayor impacto en las empresas de mediana capitalización. Las políticas y las normas dictadas por los gobiernos han de tener la menor influencia posible en la elección de los agentes privados entre financiación mediante recursos propios o mediante recursos ajenos (véase, por ejemplo, lo señalado más abajo con respecto a la fiscalidad de las empresas).

**Preguntas:**

11) *¿Cómo podría mejorarse en Europa la financiación de la inversión a largo plazo por los mercados de capitales?*

12) *¿Cómo pueden los mercados de capitales contribuir a corregir el déficit de recursos propios en Europa? ¿Qué es lo que debería cambiar en la forma en que funciona la intermediación basada en el mercado, para asegurar un mejor flujo de la financiación hacia las inversiones a largo plazo, un mayor respaldo de la financiación de las inversiones a largo plazo en un crecimiento sostenible desde la óptica económica, social y medioambiental, y una adecuada protección de los inversores y consumidores?*

13) *¿Cuáles son los pros y los contras de desarrollar un marco más armonizado para los bonos garantizados? ¿Qué elementos podrían componer este marco?*

<sup>26</sup> Los bonos para proyectos son valores de deuda privada emitidos por la empresa promotora para financiar un proyecto específico fuera de balance.

<sup>27</sup> La reflexión podría abarcar lo siguiente: a) normalización y etiquetado de los bonos para proyectos emitidos por las empresas promotoras en la UE; b) necesidad o no de un marco regulador específico; y c) análisis de la necesidad y utilidad de trabajar en el desarrollo de un mercado de bonos para proyectos (por ejemplo, a través de una plataforma de negociación). Del mismo modo, los bonos para proyectos podrían ampliarse a los bonos verdes y los bonos específicos para la financiación de proyectos industriales de demostración, incluidos los proyectos industriales pioneros de demostración a escala comercial.

14) *¿Cómo podría reactivarse el mercado de titulización de la UE, a fin de lograr el equilibrio adecuado entre la estabilidad financiera y la necesidad de mejorar la transformación de vencimientos por el sistema financiero?*

### 3.3 Factores transversales que posibilitan el ahorro y la financiación a largo plazo

Hay una serie de factores de carácter más transversal que resultan pertinentes para la inversión a largo plazo y que deberían también examinarse, habida cuenta del impacto que pueden tener tanto en la oferta de financiación a largo plazo como en la correspondiente intermediación.

Las acciones de las autoridades públicas, incluidos los regímenes tributarios, tienen gran trascendencia a la hora de fomentar los proyectos de inversión a largo plazo, crear incentivos y potenciar la capacidad de los hogares para ahorrar de manera prolongada y la de los participantes en el mercado para canalizar financiación a largo plazo hacia inversiones productivas. Los marcos de actuación a largo plazo establecidos por las autoridades públicas favorecen el desarrollo de programas de inversión estratégica más allá del ciclo político, proporcionando mayor transparencia y seguridad a los inversores y empresas. Es importante que la intervención del Estado en este contexto no falsee la competencia, excluya a los inversores privados o destruya la igualdad de condiciones del mercado único.

Algunos Estados miembros han tomado igualmente medidas para fomentar el ahorro y la inversión a largo plazo entre los hogares. En algunos países se han adoptado planes de jubilación de afiliación automática. Otros han introducido cuentas de ahorro específicas<sup>28</sup> para apoyar la financiación de proyectos de inversión a largo plazo, las cuales ofrecen un rendimiento fijo garantizado (por el Estado) y, en ocasiones, ciertas ventajas fiscales. Los fondos depositados en estas cuentas se invierten seguidamente en bienes públicos tales como hospitales, viviendas sociales y universidades. A más largo plazo, quizá merezca la pena analizar si la **disponibilidad de instrumentos específicos a escala de la UE** podría ayudar a movilizar un mayor volumen de ahorro a largo plazo, que esté más directamente vinculado con objetivos sociales más amplios. Este modelo tendría que someterse a algunas adaptaciones para ser aplicable a nivel de la UE.

Muchos citan, asimismo, las medidas de valoración, los principios contables y las estrategias desplegadas por los gestores de activos como factores que complican la cadena de intermediación, incrementan los costes de intermediación y crean incentivos inadecuados, como los derivados de la tendencia a la especulación y el cortoplacismo, que se deben también a la percepción de que la inversión a largo plazo conlleva mayores riesgos y un rendimiento diferido.

Pregunta:

15) *¿Cuáles son los aspectos positivos de los diversos modelos de cuentas de ahorro específicas existentes en la UE? ¿Podría concebirse un modelo de la UE?*

#### **Fiscalidad**

La estructura y el nivel de la tributación pueden tener un impacto sobre las decisiones de ahorro y de inversión y, por tanto, sobre el crecimiento. Generalmente, los sistemas tributarios deben estar concebidos de tal manera que distorsionen lo menos posible las decisiones

<sup>28</sup> Por ejemplo, *Livret A* en Francia; *libretti postali* en Italia; y *Bausparvertrag* (cuenta de ahorro para financiación de vivienda) en Alemania.

económicas de los ciudadanos y las empresas, a menos que los impuestos vayan dirigidos a corregir externalidades derivadas de deficiencias específicas y claramente definidas del mercado:

- **Impuestos e inversión:** El impuesto de sociedades es uno de los muchos factores que influyen en las decisiones relativas a los niveles de inversión, así como en la forma de financiarla. En particular, en la mayoría de los Estados miembros, el régimen tributario aplicable a las sociedades tiende a favorecer los recursos ajenos en detrimento de los propios, creando incentivos para un mayor apalancamiento de las empresas, ya que los pagos de intereses son deducibles, mientras que, por lo general, no existe posibilidad de deducir el rendimiento del capital social. Una base imponible bien concebida que reduzca la distorsión en favor del apalancamiento podría también mitigar la vulnerabilidad de las empresas frente a una disminución a corto plazo del crédito. Sin embargo, son muy pocos los Estados miembros en los que se han adoptado reformas para intentar eliminar esta distorsión. Profundizar en el debate acerca de la configuración de las bases del impuesto de sociedades desde la óptica de su neutralidad sobre la financiación podría, por tanto, ser útil en toda la UE.
- **Impuestos y ahorro:** La fiscalidad del ahorro tiene una serie de importantes repercusiones económicas, al afectar, en particular, al volumen total del ahorro en la economía y al influir, por consiguiente, en la asignación del capital y la inversión. Habida cuenta de estos efectos, las políticas tributarias en este ámbito tienen que definirse cuidadosamente. Muchos Estados miembros ya han establecido una serie de incentivos para aumentar el ahorro (a largo plazo), centrándose especialmente en el ahorro relacionado con las pensiones. Además, muchos Estados miembros aplican un doble sistema de impuesto sobre la renta y gravan por lo general los rendimientos del capital por separado a un tipo impositivo inferior al aplicado a otras fuentes de ingresos.
- **Incentivos fiscales:** Los incentivos fiscales se consideran a menudo instrumentos para fomentar determinados tipos de inversión; una subvención fiscal puede justificarse cuando el rendimiento social de una inversión es superior al rendimiento privado del inversor y, por consiguiente, los niveles de inversión son inferiores al óptimo social (por ejemplo, I+D y medio ambiente). Aunque en algunos casos la utilización de los incentivos fiscales está justificada, también pueden crear cargas administrativas al aumentar el número de exenciones o normas adicionales que deben aplicarse. Asimismo, en algunos casos, la multiplicidad de normas nacionales diferentes puede crear posibilidades de arbitraje.

Preguntas:

16) *¿Qué tipo de reformas del impuesto de sociedades podría mejorar las condiciones de inversión eliminando las distorsiones entre los recursos ajenos y los propios?*

17) *¿Qué consideraciones han de tenerse en cuenta para establecer los incentivos adecuados a nivel nacional, de cara al ahorro a largo plazo? En particular, ¿cómo deberían utilizarse los incentivos fiscales para fomentar el ahorro a largo plazo de manera equilibrada?*

18) *¿Qué tipos de incentivos referidos al impuesto de sociedades son beneficiosos? ¿Qué medidas podrían adoptarse para hacer frente a los riesgos de arbitraje cuando se conceden exenciones o incentivos en favor de actividades específicas?*



19) *¿Podría una mayor coordinación fiscal en la UE favorecer la financiación de la inversión a largo plazo?*

### ***Principios contables***

La contabilidad no es neutra, sino que conforma las decisiones económicas: las normas y medidas contables (tales como las NIIF) ayudan a crear un lenguaje común entre empresarios, inversores y autoridades públicas, en beneficio de la confianza y la seguridad. Ello significa que deben conciliar diferentes puntos de vista: el interés económico y el interés financiero o del inversor. Los **principios de contabilidad por el valor razonable** pueden aumentar la transparencia y la coherencia de la información financiera, ya que muestran el valor de mercado de los activos y pasivos y proporcionan información sobre la situación financiera respectiva de diferentes entidades. Sin embargo, también pueden ser perjudiciales para la estabilidad y el horizonte de financiación a largo plazo. Por ejemplo, algunos estudios ponen de manifiesto una reducción, por parte de los inversores institucionales, de la proporción de las carteras invertida en acciones, dado que las acciones se consideran más volátiles y arriesgadas que los bonos. Otros estudios sostienen que una valoración coherente con el mercado puede alentar a los inversores a largo plazo a incrementar su exposición al riesgo, si la volatilidad se reconoce fuera de sus cuentas de resultados. Merece la pena examinar más detenidamente si estas normas son adecuadas cuando se trata de inversión a largo plazo. En este contexto, sería útil determinar posibles formas de establecer un equilibrio entre la exactitud de la información proporcionada a los inversores y la concesión de incentivos suficientes para mantener y gestionar activos a muy largo plazo.

Pregunta:

20) *En su opinión, ¿en qué medida ha llevado la aplicación de los principios de contabilidad por el valor razonable a un comportamiento cortoplacista de los inversores? ¿Qué alternativas u otras formas de contrarrestar esos efectos podrían proponerse?*

### ***Disposiciones en materia de gobierno corporativo***

La forma en que se gestionan los activos puede tener una gran trascendencia para la financiación a largo plazo, ya que puede aproximar los incentivos de los gestores de activos, los inversores y las empresas en pro de estrategias a largo plazo, mitigando cualquier inquietud en torno al cortoplacismo, la especulación y las relaciones de agencia. Existen ya normas que regulan las obligaciones fiduciarias, los conflictos de intereses, la retribución, el ejercicio de los derechos de voto y la publicación de información sobre costes, así como la prestación de servicios de asesoramiento en materia de inversión y gestión de cartera<sup>29</sup>. El **Plan de acción sobre Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo**<sup>30</sup> contempla también otras actuaciones, entre ellas posibles modificaciones de la Directiva sobre los derechos de los accionistas. Cabría considerar medidas adicionales, tales como una evaluación más detenida de la manera en que se estructuran los incentivos de los gestores de activos, a fin de tener más en cuenta las consideraciones largoplacistas, y la exigencia de una mayor transparencia por parte de dichos gestores en el cumplimiento de sus obligaciones fiduciarias. También se ha sugerido la idea de fomentar una mayor implicación de los accionistas a largo

<sup>29</sup> Véase [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/ucits\\_directive\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits_directive_en.htm) y [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/alternative\\_investments\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm).

<sup>30</sup> Véase [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/121212\\_company-law-corporate-governance-action-plan\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/121212_company-law-corporate-governance-action-plan_en.pdf).

plazo, la cual podría examinarse con más detenimiento, analizando, por ejemplo, la posibilidad de conceder más derechos de voto o dividendos a los inversores a largo plazo.

Preguntas:

21) *¿Qué tipo de incentivos podrían ayudar a promover una mayor implicación de los accionistas a largo plazo?*

22) *¿Cómo se pueden configurar los mandatos e incentivos otorgados a los gestores de activos para apoyar las estrategias y las relaciones de inversión a largo plazo?*

23) *¿Es necesario revisar la definición de obligación fiduciaria en el contexto de la financiación a largo plazo?*

### **Información**

Algunos análisis recientes ponen de relieve una creciente demanda de **publicación de información no financiera por las empresas**. Los estudios sugieren que las empresas que gestionan de forma proactiva los aspectos relacionados con la sostenibilidad de sus operaciones soportan sistemáticamente un menor coste de capital y tienden a obtener mejores resultados que sus competidores a largo plazo. La imposición de requisitos generales de información podría no ser suficiente para estimular las decisiones de inversión a largo plazo, por lo que la Comisión está trabajando en la elaboración de un marco de información no financiera más sólido. La publicación de información no financiera por los gestores y titulares de activos puede merecer también una mayor consideración, entre otras cosas en torno a la manera de reflejar en la gestión de la cartera los riesgos y repercusiones específicos vinculados a la sostenibilidad. Muchos consideran también que la **información trimestral** crea incentivos inadecuados, empujando a los participantes en el mercado a focalizarse en los resultados a muy corto plazo. En la revisión de la Directiva sobre transparencia<sup>31</sup>, la Comisión ha propuesto suprimir la obligación de información trimestral.

Los **parámetros de referencia** y las **calificaciones crediticias** pueden centrarse asimismo en horizontes anuales o breves. La Comisión ha propuesto endurecer las normas para reducir el peso otorgado a las calificaciones y en noviembre de 2012 se alcanzó un acuerdo político sobre diversas reformas legislativas<sup>32</sup>. El desarrollo de medidas y calificaciones que equilibren el fomento de una perspectiva a largo plazo con la rendición de cuentas a corto plazo podría ser útil para ayudar a los inversores a largo plazo.

Preguntas:

24) *¿En qué medida puede una mayor integración de la información financiera y no financiera ayudar a proporcionar una visión general más clara de los resultados a largo plazo de una empresa, y contribuir a una mejor toma de decisiones de inversión?*

25) *¿Es necesario desarrollar parámetros de referencia a largo plazo específicos?*

### **3.4 Facilidad de acceso de las PYME a la financiación bancaria y de otro tipo**

<sup>31</sup> Véase [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_en.pdf).

<sup>32</sup> Véase [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/agencies/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm).

Las pequeñas y medianas empresas de hoy encierran el potencial necesario para sustentar el crecimiento a largo plazo futuro. Tradicionalmente han tenido que hacer frente a considerables dificultades a la hora de acceder a la financiación precisa para su crecimiento. Dada su dependencia de la financiación bancaria, esas dificultades se ven exacerbadas por el desapalancamiento de los bancos. Además, se enfrentan en la actualidad a unos mercados financieros fragmentados en la UE, puesto que las condiciones de acceso a la financiación varían considerablemente de unos países a otros.

La reducida disponibilidad de financiación bancaria ha impulsado ya a tomar medidas para promover el desarrollo de canales alternativos no bancarios con vistas a la concesión de préstamos a las PYME. En 2011, la Comisión adoptó un plan de acción para resolver los problemas de financiación con que tropiezan las PYME<sup>33</sup>. Se han acordado ya una serie de iniciativas, incluidos nuevos marcos a nivel de la UE para la inversión en fondos de capital riesgo y de emprendimiento social. También están en marcha algunas iniciativas para facilitar el acceso de las PYME a los mercados de renta variable. Sin embargo, aún están por adoptar otras propuestas legislativas ligadas al plan de acción. Se han presentado igualmente propuestas para permitir que los operadores de plataformas de negociación multilateral estén registrados también con el distintivo de «mercado de PYME en expansión» y para establecer un régimen proporcionado que reduzca los costes y las cargas de administración para las PYME que recurran a los mercados con vistas a obtener financiación<sup>34</sup>. Paralelamente, algunos mercados ya tradicionales, como los de financiación con garantía de activos y de financiación de la cadena de suministro, han crecido y se han registrado innovaciones financieras que recurren a la tecnología y a internet, como el micromecenazgo (*crowd-funding*).

Ahora bien, estas medidas pueden no ser suficientes para resolver las dificultades a las que se enfrentan las PYME para acceder a la financiación. Entre las medidas adicionales que podrían examinarse, cabe citar las siguientes:

- **Desarrollar el capital riesgo.** El sector del capital riesgo adolece de falta de recursos y está sometido a la influencia de la normativa prudencial bancaria y de seguros. Los fondos de fondos podrían ser instrumentos eficaces para aumentar el volumen de capital riesgo. Un fondo de garantías para los inversores institucionales podría reducir aún más las limitaciones de este mercado.
- **Desarrollar redes y mercados específicos para las PYME.** Los fondos de capital riesgo dependen también de la existencia de bolsas de valores orientadas a las PYME y que funcionen correctamente para convertir sus inversiones en ofertas públicas iniciales. Las medidas que cabe contemplar incluyen la creación de un enfoque diferenciado para las PYME, que vaya más allá de la actual propuesta MiFID II, y el desarrollo de normas de contabilidad específicas para las PYME que cotizan en bolsa y las nuevas plataformas de negociación. Los mercados específicos para PYME podrían conferir a estas empresas mayor visibilidad, ayudarlas a atraer nuevos inversores y favorecer el desarrollo de nuevos instrumentos de titulización de PYME. Mediante el desarrollo de marcos para las redes empresariales se podría propiciar la agrupación de PYME y el reparto, la mutualización y la diversificación de riesgos, mejorando así su acceso a la financiación.

---

<sup>33</sup> Véase [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/com-2011-870\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/com-2011-870_en.pdf).

<sup>34</sup> Véase [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/prospectus/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_en.htm).

- **Desarrollar nuevos instrumentos de titulización para las PYME.** La Comisión ha implantado ya un instrumento de titulización para las PYME y ha propuesto seguir ofreciendo apoyo a la titulización a través del programa COSME. Además, con arreglo a los criterios de la UE para las inversiones industriales de interés europeo realizadas por PYME, los vehículos para créditos estructurados podrían recibir un sello europeo. Habida cuenta de las importantes diferencias entre sectores industriales y entre los ciclos de inversión, estos instrumentos deberían estar diferenciados.
- **Desarrollar normas para la evaluación de las calificaciones crediticias de las PYME** podría ayudar a paliar la falta de información fiable sobre las PYME y la consiguiente dificultad para los inversores potenciales a la hora de evaluar su solvencia. La definición de normas mínimas comunes de calidad relativas a la evaluación externa de empresas de mediana capitalización y PYME podría, a su vez, facilitar el acceso de estas a la financiación, incluso transfronteriza, y profundizar la integración del mercado.
- **Desarrollar o fomentar otras fuentes de financiación «no tradicionales»**, tales como el arrendamiento financiero, la financiación de la cadena de suministro, fuentes basadas en internet, como el micromecenazgo, etc. Es necesario estudiar más detenidamente la forma de garantizar que estos mercados crezcan de modo sostenible y estén debidamente encuadrados en un marco normativo.

Preguntas:

26) *¿Qué otras medidas, consistentes en disposiciones legales de la UE u otras reformas, cabría contemplar para facilitar el acceso de las PYME a fuentes alternativas de financiación?*

27) *¿Cómo podrían configurarse los instrumentos de titulización para las PYME? ¿Cuáles son las mejores maneras de utilizar la titulización a fin de movilizar el capital de los intermediarios financieros para préstamos o inversiones adicionales en favor de las PYME ?*

28) *¿Sería útil crear un enfoque completamente independiente y diferenciado para los mercados de PYME? ¿Cómo podría desarrollarse un mercado para las PYME, en particular en lo que respecta a los productos titulizados diseñados específicamente para las necesidades de financiación de las PYME? ¿Quién podría desarrollarlo?*

29) *Un marco normativo de la UE ¿contribuiría al desarrollo de esas fuentes alternativas no bancarias de financiación para las PYME o lo obstaculizaría? ¿Qué reformas podrían contribuir a respaldar su crecimiento continuo?*

Pregunta:

30) *Además del análisis y de las medidas potenciales reseñadas en este Libro Verde, ¿de qué otra forma se podría contribuir a la financiación a largo plazo de la economía europea?*

#### 4. PRÓXIMAS ETAPAS

A la luz del resultado de esta consulta, la Comisión estudiará las oportunas medidas de seguimiento. Las respuestas recibidas estarán disponibles en el sitio *web* de la Comisión,

salvo si se solicita específicamente un tratamiento confidencial. La Comisión publicará un resumen de los resultados de la consulta.

Se invita a los interesados a enviar sus comentarios a más tardar el 25 de junio de 2013, a la siguiente dirección de correo electrónico: [markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu](mailto:markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu)