



Bruselas, 18.2.2015
COM(2015) 63 final

LIBRO VERDE

Construir una Unión de los Mercados de Capitales

{SWD(2015) 13 final}

Prólogo

La prioridad de la Comisión — La prioridad de Europa — es el empleo y el crecimiento. Para conseguir que Europa vuelva a crecer, nuestro reto es desbloquear la inversión en las infraestructuras y empresas europeas. El paquete de inversión de 315 000 millones EUR ayudará a poner en marcha dicho proceso. Sin embargo, para reforzar las inversiones a largo plazo, tenemos que construir un verdadero mercado único de capitales, esto es, una Unión de los Mercados de Capitales de los 28 Estados miembros.

En comparación con las empresas de otras partes del mundo, las empresas europeas siguen dependiendo fuertemente de los bancos para su financiación y relativamente menos de los mercados de capitales. Unos mercados de capital más fuertes complementarían a los bancos como fuente de financiación y:

- movilizarían más inversiones para todas las empresas, especialmente para las PYME, y para proyectos de infraestructura;
- atraerían a la UE más inversiones procedentes del resto del mundo; y
- aumentarían la estabilidad del sistema financiero ampliando el abanico de fuentes de financiación.

En esencia, nuestra tarea es encontrar los medios de poner en contacto a los inversores y los ahorradores en aras del crecimiento. No hay ninguna medida que baste por sí sola para establecer la Unión de los Mercados de Capitales. Serán necesarias una serie de medidas que, aunque tomadas individualmente puedan ser modestas, tendrán efectos significativos de forma acumulada. Debemos detectar y eliminar los obstáculos que se sitúan entre el dinero de los inversores y las oportunidades de inversión, y superar los obstáculos que impiden la conexión entre las empresas y los inversores. También debemos lograr que el sistema para canalizar estos fondos—la cadena de inversión— sea lo más eficiente posible, tanto a nivel nacional como transfronterizo.

¿Qué es lo que está en juego? Algunos ejemplos ilustran las ventajas potenciales. Las empresas medianas, que son el motor del crecimiento de numerosas economías, reciben cinco veces más de financiación de los mercados de capitales en los Estados Unidos que en la UE. Si nuestros mercados de capital riesgo de la UE estuviesen tan desarrollados como los de Estados Unidos, hasta un total de 90 000 millones EUR en fondos podrían haber estado disponibles para financiar las empresas entre 2008 y 2013. Si el nivel de titulaciones de las PYME pudiese volver —de forma segura— aunque solo fuese a la mitad del alcanzado en 2007, ello podría representar aproximadamente 20 000 millones EUR de financiación adicional.

Es cierto que muchas de las cuestiones en juego —tales como la legislación en materia de insolvencias y valores mobiliarios, los regímenes fiscales— se han debatido durante muchos años. Sin embargo, la necesidad de hacer progresos es más urgente que nunca. Aunque se trata de un proyecto a largo plazo, que exige un esfuerzo continuo a lo largo de muchos años, no debemos renunciar a lograr progresos a corto plazo. Por lo tanto, en los próximos meses:

- elaboraremos propuestas para fomentar la titulización de alta calidad y crearemos en los balances de los bancos margen de maniobra para la concesión de préstamos;
- revisaremos la Directiva sobre el folleto a fin de facilitar a las empresas, particularmente a las más pequeñas, conseguir financiación y encontrar inversores en otros países;
- iniciaremos los trabajos tendentes a mejorar la disponibilidad de la información crediticia sobre las PYME, con el fin de que sea más fácil para los inversores invertir en ellas;
- colaboraremos con el sector a fin de instaurar un régimen de colocación privada paneuropeo para fomentar la inversión directa en las pequeñas empresas; y
- apoyaremos la utilización de nuevos fondos de inversión a largo plazo europeos para canalizar la inversión hacia las infraestructuras y otros proyectos a largo plazo.

El presente Libro Verde marca el inicio de una consulta de tres meses. Queremos conocer la opinión de los parlamentarios, de los Estados miembros, de las personas que trabajan en los mercados de capitales y de todos los que se sienten concernidos por el empleo, el crecimiento y los intereses de los ciudadanos europeos. Esta información nos ayudará a elaborar un plan de acción para sentar las bases de una Unión de los Mercados de Capitales, que será plenamente operativa de aquí a 2019.

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.

Sección 1: Construir una Unión de los Mercados de Capitales

La libre circulación de capitales se consagró en el Tratado de Roma hace más de cincuenta años. Se trata de una de las libertades fundamentales de la Unión Europea y debe estar en el centro del mercado único. Sin embargo, a pesar de los progresos alcanzados, los mercados monetarios y de capitales siguen estando fragmentados y suelen estar organizados a nivel nacional. Tras un período de profundización, el grado de integración de los mercados financieros de la UE ha disminuido desde el principio de la crisis, con un repliegue de los bancos y los inversores en sus mercados nacionales.

En comparación con otras regiones, la obtención de financiación en los mercados de capitales en Europa está relativamente poco desarrollada. Nuestros mercados de acciones y de deuda y otros mercados desempeñan un menor papel en la financiación del crecimiento, y las empresas europeas siguen siendo en gran medida dependientes de los bancos, lo que hace vulnerables a nuestras economías frente a un endurecimiento del crédito bancario. La confianza de los inversores también es insuficiente, y es posible que el ahorro europeo no se utilice siempre de la forma más productiva. Las inversiones europeas están muy por debajo de sus niveles históricos y los mercados de capitales europeos son menos competitivos a escala mundial.

Para apoyar una vuelta sostenible al crecimiento y la creación de empleo, junto con otras reformas del entorno empresarial los mercados de capital deben desempeñar un papel más importante en la canalización de la financiación de la economía. En la práctica, esto significa garantizar que los obstáculos a la circulación de capitales entre los inversores y los que necesitan financiación sean detectados y eliminados, ya se trate de obstáculos propios de un país o de obstáculos transnacionales.

Construir una Unión de los Mercados de Capitales es una iniciativa clave en el programa de trabajo de la Comisión. Dicha Unión garantizaría una mayor diversificación de la financiación de la economía y reduciría el coste de capital, en particular para las PYME. Una mayor integración de los mercados de capitales, en particular en lo que se refiere a las acciones, aumentaría la capacidad de absorción de perturbaciones de la economía europea y permitiría más inversión sin un incremento de los niveles de endeudamiento. La Unión de los Mercados de Capitales aumentará el flujo de capitales entre los inversores y los proyectos de inversión europeos —gracias a una infraestructura de mercado y unos intermediarios eficientes—, lo que mejorará la asignación de riesgos y capitales en toda la UE y, en definitiva, permitirá aumentar la resiliencia de la economía europea frente a futuras perturbaciones.

Por consiguiente, la Comisión se ha comprometido a establecer, de aquí a 2019, los elementos constitutivos de una Unión de los Mercados de Capitales bien regulada e integrada, de la que formarían parte todos los Estados miembros, a fin de que toda la economía esté en condiciones de aprovechar al máximo las ventajas que pueden ofrecer los mercados de capitales y las entidades financieras no bancarias.

La Unión de los Mercados de Capitales debe ir aproximando la UE a una situación en la que, por ejemplo, las PYME puedan obtener financiación tan fácilmente como las grandes empresas, los costes de inversión y el acceso a los productos de inversión converjan en toda la UE, cada vez sea más simple obtener financiación en los mercados de capitales, y la búsqueda de financiación en otro Estado miembro no se vea obstaculizado por barreras jurídicas o de supervisión injustificadas. Si bien estos cambios ayudarán a reducir la dependencia respecto de la financiación bancaria, dada su condición de prestamistas para una parte importante de la

economía y de intermediarios en los mercados de capitales, los bancos seguirán desempeñando un papel central en los Unión de los Mercados de Capitales y seguirán desempeñando un papel vital en la economía europea.

No todos estos retos son nuevos, pero la necesidad de crecimiento de la UE hace que sea urgente superarlos. Esta situación también proporciona el impulso necesario para lograr avances. La finalidad del presente Libro Verde es iniciar un debate a nivel nacional y de la UE sobre las posibles medidas a corto y largo plazo para la consecución de estos objetivos, en el que participen los colegisladores, otras instituciones de la UE, los Parlamentos nacionales y todas las partes interesadas.

Una Unión de los Mercados de Capitales no es una Unión Bancaria: La profundización de los mercados de capitales exige medidas que serán distintas de los elementos básicos de la Unión Bancaria. Sin embargo, dado que se centra en romper el vínculo entre las quiebras de los bancos y las emisiones soberanas en la zona del euro, la unión bancaria servirá de plataforma de estabilidad para sostener el desarrollo de una Unión de los Mercados de Capitales en todos los Estados miembros de la UE. Del mismo modo, los mercados de capitales bien integrados contribuirán a la resiliencia de la Unión Económica y Monetaria.

Una Unión de los Mercados de Capitales deberá basarse en los siguientes principios fundamentales:

- maximizar las ventajas de los mercados de capitales para la economía, el empleo y el crecimiento;
- crear un mercado único de capitales para los 28 Estados miembros, eliminando los obstáculos a la inversión transfronteriza dentro de la UE y reforzando los vínculos con los mercados de capitales mundiales;
- asentarse en unas bases firmes de estabilidad financiera, con un código normativo único para los servicios financieros que se aplique de manera efectiva y coherente;
- garantizar a los consumidores y los inversores una protección eficaz; y
- contribuir a atraer inversiones de todo el mundo y a aumentar la competitividad de la UE.

1.1 Lograr una Unión de los Mercados de Capitales

Construir una Unión de los Mercados de Capitales es un proyecto a largo plazo. Ya se está trabajando para elaborar un código normativo único, llevándose a cabo actualmente gran número de reformas esenciales¹. El enfoque de la Comisión se basará en una evaluación de las principales prioridades, tanto en términos de impacto probable como de viabilidad, con el apoyo de análisis económicos exhaustivos, evaluaciones de impacto y consultas.

Partiendo de los resultados de esta consulta, la Comisión procurará definir las acciones que sean necesarias para lograr los siguientes objetivos:

¹ Cabe citar la legislación relativa a los mercados de instrumentos financieros (Directiva MIF II), al abuso de mercado (MAR/MAD), a los gestores de fondos de inversión alternativos (Directiva GFIA), a la infraestructura del mercado europeo (Reglamento EMIR) y a los depositarios centrales de valores (Reglamento DCV).

- mejorar el **acceso a la financiación** para las empresas de toda Europa (en particular, las PYME) y los proyectos de inversión, por ejemplo en infraestructuras;
- **augmentar y diversificar las fuentes de financiación ofrecidas** por los inversores en la UE y en todo el mundo; y
- hacer que **los mercados funcionen de forma más eficaz y eficiente**, poniendo en contacto a los inversores con quienes necesitan financiación a menor coste, tanto dentro de los Estados miembros como en el extranjero.

La Comisión está procediendo a una amplia consulta sobre la naturaleza de los problemas, las posibles medidas y la asignación de prioridades. La legislación puede no ser siempre la respuesta adecuada a estos desafíos y en muchos casos será el mercado quien deberá ofrecer soluciones. Las medidas no legislativas y la aplicación efectiva de las normas de competencia y de la legislación del mercado único podrían ofrecer la mejor manera de avanzar en otros ámbitos. La Comisión apoyará las soluciones procedentes del mercado cuando puedan ser eficaces, y los cambios reglamentarios únicamente en los casos en que resulten necesarios.

El presente documento se estructura del siguiente modo. La **sección 2** describe el modo en que los mercados de capitales europeos están estructurados actualmente y proporciona un análisis preliminar de algunos de los obstáculos a unos mercados de capitales más profundos y más integrados. Puede encontrarse un análisis más detallado en el documento de trabajo de los servicios de la Comisión adjunto. En la **sección 3** se pretende recabar puntos de vista acerca de las prioridades que, sobre la base de la Comunicación de la Comisión titulada «Un Plan de Inversiones para Europa», nos proponemos seguir a corto plazo², entre las que cabe destacar la aplicación del Reglamento sobre los fondos de inversión a largo plazo europeos (FILPE), la titulación de «alta calidad», la información crediticia sobre las PYME, las inversiones privadas y la revisión de la Directiva sobre el folleto. En la **sección 4** se pretenden recabar opiniones sobre los obstáculos para el acceso a la financiación, el desarrollo de las fuentes de financiación, los medios de mejorar el funcionamiento de los mercados y los ámbitos en los que los trabajos emprendidos podrían proseguirse sobre la base de las observaciones recibidas. Entre los obstáculos a los flujos transfronterizos de capitales figuran, por ejemplo, las disposiciones legislativas en materia de insolvencia, derecho de empresas, fiscalidad y valores mobiliarios; en cada uno de estos ámbitos, se requiere un análisis más profundo y una información de retorno para determinar la magnitud del problema, las soluciones apropiadas y el grado de prioridad.

Mediante una mayor apertura de los mercados nacionales a los inversores, los emisores y los intermediarios, la promoción de la libre circulación de capitales y la puesta en común de las mejores prácticas, la Unión de los Mercados de Capitales debe considerarse también como una manera de ayudar a desarrollar los mercados a nivel nacional. Habida cuenta de la diversidad de los niveles de desarrollo de los mercados de capitales en toda la UE y de que los distintos Estados miembros afrontan desafíos específicos, las respuestas que se adopten podrán requerir acciones diseñadas a medida a nivel nacional, basadas, en particular, en las recomendaciones específicas por país formuladas por la Comisión en el marco del Semestre Europeo. La Comisión invita a los Estados miembros a proceder a las consultas necesarias sobre los retos específicos que plantea el desarrollo de sus mercados de capitales y a incorporar sus conclusiones en el debate.

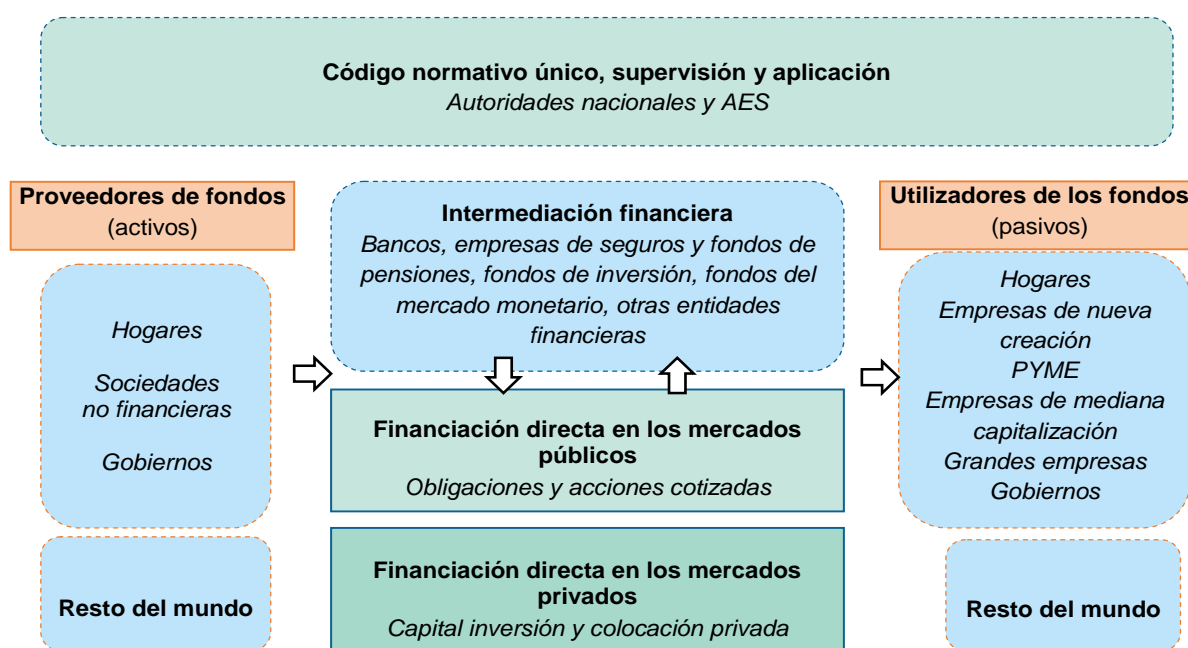
² COM(2014) 903 final de 26.11.2014.

Sección 2: Retos actuales en los mercados de capitales europeos

2.1 Estado actual de los mercados de capitales en Europa

Aparte de los préstamos bancarios directos, los mercados de capitales son el principal mecanismo que permite el contacto entre los inversores potenciales y los que buscan una financiación, ofreciendo a la economía un abanico diversificado de fuentes de financiación. El gráfico 1 presenta un esquema de los flujos de fondos en una economía. Aunque su principal actividad sea la financiación directa, los mercados de capitales también mantienen estrechos vínculos con los intermediarios financieros, quienes a menudo canalizan los fondos de los ahorradores hacia los inversores.

Gráfico 1: Representación esquemática del papel de los mercados de capitales en el sistema financiero en su conjunto

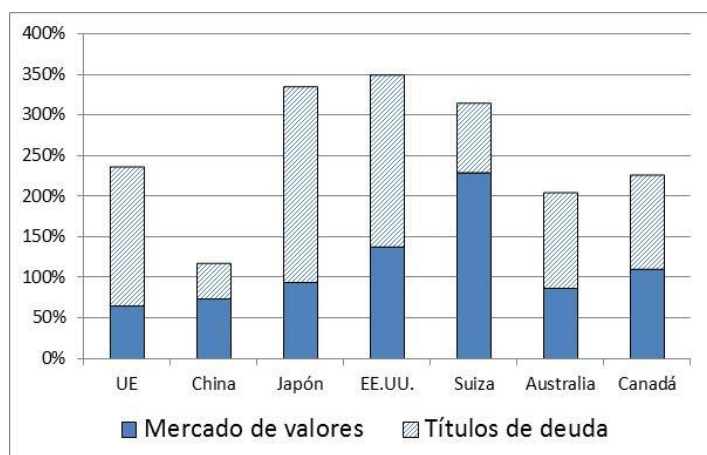


Los mercados de capitales han aumentado en la UE durante las últimas décadas. La capitalización total del mercado de valores de la UE, por ejemplo, ascendió a 8,4 billones EUR (aproximadamente el 65 % del PIB) al final de 2013, frente a 1,3 billones EUR en 1992 (22 % del PIB). El saldo vivo total de los títulos de deuda superó los 22,3 billones EUR (171 % del PIB) en 2013, frente a 4,7 billones EUR (74 % del PIB) en 1992³.

No obstante, los mercados de la UE siguen estando poco desarrollados en comparación con otras regiones. Los mercados de valores de la UE tienen un tamaño casi dos veces inferior al de los mercados de los EE.UU. (en porcentaje del PIB) y tres veces y media inferior al de los mercados de Suiza (gráfico 2).

³ ECMI Statistical package 2014.

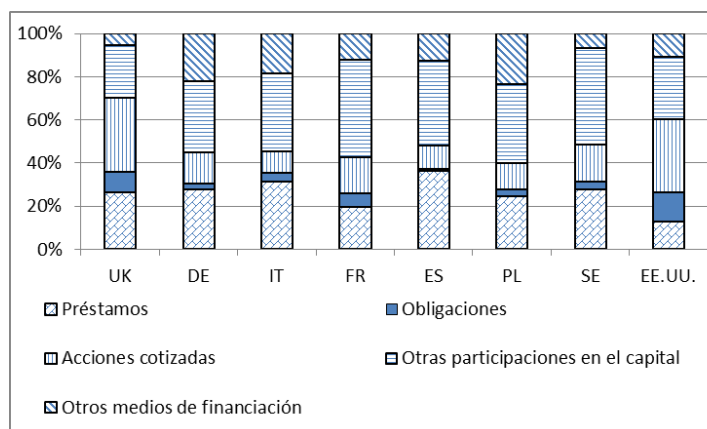
Gráfico 2: Capitalización del mercado de valores y títulos de deuda (% del PIB)



Los mercados de capital inversión de los Estados Unidos son también de un tamaño de aproximadamente dos veces el tamaño de los de la UE, mientras que sus mercados de colocación privada de obligaciones son hasta tres veces mayores. Al mismo tiempo, hay una gran variación en el desarrollo del mercado de capitales en los distintos Estados miembros de la UE. Por ejemplo, la capitalización del mercado de valores nacional supera el 121 % del PIB en el Reino Unido, frente a menos del 10 % en Letonia, Chipre y Lituania.

Fuente: ECMI Statistical package 2014.

Gráfico 3: Medios de financiación de las empresas (en % del pasivo total)



Europa ha sido tradicionalmente más dependiente de la financiación bancaria, desempeñando los préstamos bancarios un papel mucho más importante en la financiación del sector empresarial que la emisión de títulos de deuda en el mercado (gráfico 3). Globalmente, esta mayor dependencia del crédito bancario hace a la economía europea, y particularmente a las PYME, más vulnerables en caso de endurecimiento del crédito bancario, tal como ocurrió durante la crisis financiera.

Fuente: Eurostat, OCDE. Nota: los préstamos incluyen los préstamos bancarios y los préstamos entre empresas.

El acceso a los mercados de capitales difiere considerablemente en función del tipo de empresa y del Estado miembro. Se ha producido un notable aumento en la emisión de obligaciones por sociedades no financieras en la UE, lo que refleja en parte un entorno de mercado favorable para los emisores de obligaciones debido a los bajos tipos de interés. No obstante, estas emisiones las realizan, en su mayor parte, las empresas grandes, y no las PYME. Además, las emisiones de obligaciones se han concentrado en los grandes mercados de valores, y no en aquellos donde son más agudos los problemas de financiación.

Aunque los mercados de capitales de la UE se hicieron más integrados antes de la crisis en términos de inversiones transfronterizas mediante instrumentos financieros, la crisis ha puesto de manifiesto que una parte de dicha integración estuvo impulsada por flujos de endeudamiento asociados a la banca mayorista, y, por ello, expuestos a sufrir reveses repentinos en caso de perturbaciones. Los mercados de renta variable de la UE siguen caracterizándose por un sesgo nacional, lo que significa que los posibles riesgos y beneficios no se comparten a través de las fronteras. La tenencia transfronteriza de títulos de deuda también permanece por debajo de lo que cabría esperar en un mercado plenamente integrado. Incluso los mercados nacionales de la UE con mejores resultados no alcanzan el tamaño crítico, lo que supone contar con una base de inversores más pequeña y con menos instrumentos financieros entre los que poder elegir.

2.2 Retos y oportunidades de la construcción de una Unión de los Mercados de Capitales

Hay toda una serie de obstáculos a la integración y al desarrollo de los mercados de capitales de la UE, derivados de factores históricos, culturales, económicos y jurídicos, algunos de los cuales tienen raíces profundas y difíciles de superar. Cabe citar, por ejemplo, la tradicional preferencia de las empresas por determinados medios de financiación, las características de los sistemas de pensiones, la aplicación de normas prudenciales y las trabas administrativas, ciertos aspectos de gobernanza empresarial y Derecho de sociedades, las carencias en materia de datos, las características de muchos sistemas fiscales y unas estructuras de mercado ineficientes. Algunas de estas diferencias se mantendrán incluso en los mercados bien integrados de capital. Para aprovechar las ventajas de un mercado único de capitales totalmente integrado, es necesario superar retos, particularmente en las tres áreas clave que se citan a continuación.

En primer lugar, por el lado de la demanda, es una prioridad importante la **mejora del acceso a la financiación, en particular al capital riesgo, en particular para las PYME (por ejemplo, las empresas de nueva creación innovadoras y de fuerte crecimiento)**. El éxito a largo plazo dependerá de la superación de los problemas de información y de fragmentación de los principales segmentos del mercado y de la reducción de los costes de acceso a los mercados de capitales. Además, existen obstáculos específicos a la financiación de proyectos a largo plazo, incluidas las inversiones en infraestructuras.

En segundo lugar, por lo que respecta a la oferta, el desarrollo de los mercados de capital en la UE dependerá de una canalización de los flujos de fondos a través de instrumentos del mercado de capitales. **Estimular la entrada de capitales de inversión institucionales y privados** en los mercados de capitales favorecería la diversificación de las fuentes de financiación. El desarrollo de regímenes de pensiones profesionales y privados en Europa podría dar lugar a un aumento de los flujos de fondos hacia una gama más amplia de inversiones a través de los instrumentos del mercado de capitales, y facilitaría la transición hacia una financiación basada en el mercado. Reforzando la confianza de los inversores minoristas en los mercados de capitales y en los intermediarios financieros se podría incrementar el flujo de los ahorros de los hogares hacia los instrumentos del mercado de capitales, que actualmente está canalizado en gran medida hacia el patrimonio inmobiliario y los depósitos bancarios. Aumentar así la competitividad y el atractivo mundial de los mercados europeos de capital podría impulsar también el flujo de inversión.

En tercer lugar, para lograr unos mercados de capitales de mayor tamaño, más integrados y más profundos habrá que superar los obstáculos que están fragmentando los mercados y frenando el desarrollo de segmentos de mercado específicos. La **mejora de la eficacia de los**

mercados permitiría a la UE aprovechar las ventajas de una mayor dimensión y profundidad del mercado, entre las que cabe citar: más competencia, más posibilidades de elección y unos precios más bajos para los inversores, así como una distribución más racional y una mejor distribución de los riesgos. Una mayor integración de los mercados de capitales, particularmente en lo que se refiere a las acciones, aumentaría la capacidad de absorción de perturbaciones de la economía europea y permitiría más inversión sin un incremento de los niveles de endeudamiento. El buen funcionamiento de los mercados de capitales mejorará la asignación del capital en la economía, facilitando las actividades empresariales, la asunción de riesgos y la inversión en infraestructuras y nuevas tecnologías.

Sección 3: Prioridades para la acción inmediata

La Comisión ha determinado una serie de ámbitos en los que se reconoce ampliamente la necesidad de progresar y que pueden aportar beneficios rápidamente. En la presente sección se describen brevemente estas posibilidades y se solicita la opinión de las partes interesadas sobre elementos específicos de cada ámbito.

3.1 Reducir los obstáculos de acceso a los mercados de capitales

El folleto es un documento detallado destinado a informar a los inversores sobre la empresa y sobre las condiciones y riesgos de la inversión. Para las empresas que buscan financiación, representa un paso obligado a fin de acceder a los mercados de capitales, y la mayor parte de las empresas que desean emitir deuda o acciones deben elaborar uno. Es fundamental que el folleto no constituya un obstáculo injustificado para el acceso a los mercados de capitales. La Comisión **revisará el actual régimen del folleto en el marco de una consulta pública específica** puesta en marcha paralelamente al presente Libro Verde, con el fin de facilitar a las empresas (incluidas las PYME) la obtención de capital en toda la UE⁴ e impulsar los mercados para el crecimiento de las PYME. Dicha revisión tratará de las circunstancias en las que es necesario un folleto, la racionalización de los procedimientos de aprobación y la simplificación de la información que debe figurar en el mismo.

3.2 Ampliar la base de inversores para las PYME

Durante la crisis, las PYME se han visto más afectadas por los problemas de acceso a la financiación que las empresas grandes. La información relativa a las PYME es generalmente limitada y suele estar en manos de los bancos, y algunas PYME encuentran muchas dificultades para alcanzar la base más amplia de inversores no bancarios que podrían satisfacer sus necesidades de financiación. La mejora de la información crediticia contribuiría al establecimiento de un **mercado de capitales eficiente y sostenible para las PYME**. La definición de un núcleo común mínimo de datos comparables en relación con la información financiera y la evaluación crediticia podría contribuir a atraer financiación hacia las PYME. Además, una información normalizada sobre la calidad del crédito podría ayudar al desarrollo de instrumentos financieros de refinanciación de los préstamos a las PYME, por ejemplo, mediante la titulización.

Se han iniciado trabajos sobre la calificación crediticia, que han recibido un amplio apoyo de los Estados miembros. La calificación crediticia proporciona a los inversores y a los prestamistas información sobre la solvencia de las PYME. Sin embargo, en Europa, aproximadamente el 25 % de todas las empresas y el 75 % aproximadamente de las empresas dirigidas por sus propietarios no disponen de una calificación crediticia. Las posibles acciones en este ámbito podrían contribuir a diversificar la financiación de las empresas de nueva creación innovadoras y de rápido crecimiento. Como primer paso, la Comisión se propone proseguir estos trabajos organizando en 2015 talleres dedicados a la información crediticia sobre las PYME.

3.3 Establecimiento de una titulización sostenible

La titulización, proceso que consiste en reagrupar activos, tales como las hipotecas, que se ponen a disposición de los inversores, puede proporcionar un mecanismo muy eficaz para

⁴ Parte del programa REFIT (Programa de Adecuación y Eficacia de la Reglamentación).

transferir riesgos y aumenta la capacidad de los bancos para conceder préstamos. Sin embargo, esta actividad no ha recuperado sus niveles anteriores a la crisis, a pesar de las bajas tasas de pérdida registradas en las titulaciones europeas. En 2014, las titulaciones en Europa ascendieron a 216 000 millones EUR, frente a los 594 000 millones EUR alcanzados en 2007⁵. Al nivel de la UE, un **mercado de titulaciones de alta calidad** sostenible, basado en instrumentos de titulación simples, transparentes y normalizados, podría constituir el nexo de unión entre los bancos y los mercados de capitales.

Con la reciente publicación de actos delegados relativos a Solvencia II y a la ratio de cobertura de la liquidez, ya han comenzado los trabajos para garantizar un enfoque prudencial global y coherente para las titulaciones simples, transparentes y normalizadas. Además de estas iniciativas, los bancos centrales, los organismos reguladores, las autoridades nacionales y los representantes del sector privado han abogado por un enfoque más global de la reactivación de la titulación en la UE.

Para los inversores, una iniciativa a escala de la UE debería garantizar la aplicación de normas exigentes, la seguridad jurídica y la comparabilidad de los instrumentos de titulación. Este marco debería incrementar la transparencia, la coherencia y la disponibilidad de información esencial, especialmente en el ámbito de los préstamos a las PYME, y promover el desarrollo de mercados secundarios para facilitar la emisión y las inversiones. **Paralelamente al presente Libro Verde, la Comisión realizará una consulta sobre las posibles medidas concretas para alcanzar estos objetivos.**

3.4 Estimular la inversión a largo plazo

Los niveles de inversión en la UE se han reducido de forma significativa a partir de su nivel máximo de 2007 y se mantienen por debajo de sus valores históricos. La Comisión Europea ya ha anunciado un plan de inversión que va a desbloquear la inversión pública y privada en la economía, con una dotación mínima de 315 000 millones EUR a lo largo de los tres próximos años, mediante el establecimiento de un nuevo Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas (FEIE)⁶, y ha publicado una Comunicación sobre la financiación a largo plazo de la economía europea, en la que se establecen una serie de medidas para impulsar la inversión. El marco regulatorio de los fondos de inversión a largo plazo europeos (FILPE), recientemente finalizado, permitirá a los inversores colocar su dinero en empresas y proyectos de infraestructura a largo plazo. Los FILPE deben ser especialmente atractivos para los inversores, tales como las empresas o los fondos de pensiones, que necesitan flujos de ingresos regulares o buscan una expansión del capital a largo plazo.

Se espera recibir opiniones sobre el papel que la Comisión y los Estados miembros podrían desempeñar en apoyo de la implantación de los FILPE, y en particular sobre la posible extensión a estos fondos de las ventajas existentes en los regímenes nacionales.

3.5 Desarrollo de los mercados europeos de colocación privada

Una manera que tienen las empresas de recaudar fondos es a través de las colocaciones privadas, que consisten en ofrecer títulos a un inversor o a un pequeño grupo de inversores al margen de los mercados públicos. Estas pueden proporcionar a las empresas un medio más

⁵ «SIFMA/AFME European Structured Finance Data Tables» (cuarto trimestre de 2014).

⁶ Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo al Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n° 1291/2013 y (UE) n° 1316/2013, COM(2015)10.

rentable de obtener fondos, y **ampliar las posibilidades de financiación** de las empresas medianas y grandes y, posiblemente, de los proyectos de infraestructura.

Las empresas europeas medianas acceden al mercado de estadounidense de colocaciones privadas desde hace muchos años, habiendo obtenido 15 300 millones USD en 2013⁷. Desde el inicio de la crisis financiera, la popularidad de las colocaciones privadas se ha acelerado en Europa, y algunos Estados miembros han desarrollado estos mercados. En particular, los mercados nacionales de colocación privada de Alemania y Francia proporcionaron deuda por un valor de aproximadamente 15 000 millones EUR en 2013. Entre los obstáculos para el desarrollo de unos mercados paneuropeos, cabe citar las diferencias de las legislaciones nacionales en materia de insolvencia y la falta de procedimientos normalizados, documentación e información sobre la calidad crediticia de los emisores.

Como primer paso hacia el desarrollo de los mercados de colocación privada europeos, un consorcio de organismos del sector ha establecido una guía sobre las prácticas de mercado comunes y principios y documentos normalizados para las colocaciones privadas compatibles con la diversidad de los marcos jurídicos. Esta guía se ha publicado recientemente y las primeras emisiones deberían realizarse en breve. La Comisión acoge con satisfacción este enfoque conforme a la lógica del mercado, lo que podría facilitar la creación de un mercado europeo de colocación privada de valores a corto plazo.

Preguntas

1) Más allá de los cinco ámbitos prioritarios definidos para la actuación a corto plazo, ¿qué otras áreas deben ser prioritarias?

*2) ¿Qué medidas complementarias relativas a la disponibilidad y la normalización de la **información crediticia sobre las PYME** podría apoyar la profundización del mercado de financiación de las PYME y de las empresas de nueva creación y la ampliación de la base de inversores?*

*3) ¿Qué apoyo puede prestarse a los **FILPE** para fomentar su utilización?*

*4) ¿Sería necesaria alguna acción de la UE para respaldar el desarrollo de los mercados de **colocación privada** además de apoyar los esfuerzos del mercado tendentes al establecimiento de unas normas comunes?*

⁷ Véase el informe del tercer trimestre de 2014 de la ICMA (Asociación Internacional del Mercado de Capitales).

Sección 4: Medidas para desarrollar e integrar los mercados de capitales

Para aprovechar las ventajas de un mercado único de capitales totalmente integrado, es necesario superar los retos planteados, particularmente en las tres áreas clave siguientes:

- mejorar el **acceso a la financiación** para las empresas de toda Europa (en particular, las PYME) y los proyectos de inversión, por ejemplo en infraestructuras;
- **aumentar y diversificar las fuentes de financiación** de los inversores en la UE y en todo el mundo; y
- hacer que **los mercados funcionen más eficazmente**, relacionando a los inversores con quienes necesitan una financiación más eficiente y a un menor coste, tanto dentro de los Estados miembros como en el extranjero.

4.1 Mejora del acceso a financiación

En definitiva, habida cuenta de su tamaño e importancia, el buen funcionamiento de los mercados de acciones y de obligaciones será crucial para garantizar una Unión de los Mercados de Capitales eficaz y el máximo acceso posible a la financiación. Existen, sin embargo, importantes fricciones en los flujos de financiación, especialmente para las empresas pequeñas o medianas y para los proyectos a largo plazo, tales como las infraestructuras, que son esenciales para aumentar la capacidad de producción y el crecimiento económico. Estas dificultades de financiación son especialmente pronunciadas en los Estados miembros que se han visto más afectados por la crisis.

Tradicionalmente, las **PYME** han dependido principalmente de la financiación bancaria. Durante la crisis, las decisiones de préstamo de los bancos pasaron a ser, inevitablemente más selectivas, debido tanto a las limitaciones de los balances de los bancos como al mayor riesgo de incumplimiento de los prestatarios. Aunque los mercados de capitales pueden complementar el papel de los préstamos bancarios para las PYME, la diversidad de estas y la escasa información sobre su solvencia hacen que, a menudo, están mejor adaptados los préstamos basados en una relación con el cliente.

No obstante, pueden desempeñar un papel importante fuentes alternativas de financiación, en particular para las **empresas de nueva creación y las empresas pequeñas pero de rápido crecimiento en sectores innovadores**. Estas empresas suelen mostrar, en un primer momento, un bajo nivel de flujos de tesorería y son dependientes de la financiación exterior para desarrollar su actividad. La financiación bancaria, así como otros instrumentos de financiación, tales como el arrendamiento financiero y la factorización, son a menudo insuficientes o de difícil acceso para las empresas con importantes activos intangibles que no pueden utilizarse fácilmente como garantía para la obtención de créditos bancarios.

El acceso a los mercados públicos de capitales es costoso no solo para las PYME sino también para las **empresas medianas**, que probablemente acudirán más frecuentemente que las PYME a estos mercados para recaudar fondos. Las emisiones de acciones y títulos de deuda se caracterizan por unos substanciales costes fijos derivados del deber de diligencia y de las exigencias reglamentarias. Entre estos costes, cabe citar los costes derivados de la divulgación de la información requerida por los inversores o las autoridades de supervisión, del cumplimiento de otras exigencias en materia de gobernanza empresarial y de la solicitud

de calificaciones externas. Además, las empresas en la fase inicial de desarrollo pueden tener un interés comercial en no revelar información detallada sobre su estrategia empresarial, y pueden mostrarse reacias a ceder el control o a someterse a una mayor supervisión exterior. Estas características a menudo impiden a las pequeñas y medianas empresas el acceso a los mercados públicos de acciones y de deuda, lo que les conduce principalmente a los mercados privados de acciones y de deuda, que, en general, son menos normalizados, más complejos y, a menudo, más costosos.

Las **grandes empresas** generalmente tienen un tamaño suficiente para justificar los costes fijos de acudir a los mercados de capitales y son lo suficientemente grandes como para que cada emisión sea suficientemente significativa para atraer la atención de los suscriptores, los inversores y los analistas. Sin embargo, mientras que la emisión de obligaciones de empresas ha aumentado considerablemente a lo largo de los últimos años, compensando parcialmente la disminución de los préstamos bancarios, la emisión de acciones cotizadas se ha mantenido a un nivel moderado en Europa. Unos mercados más eficaces y eficientes pueden contribuir a reducir los costes de acceso a los mercados y redundarían en beneficio de todas las empresas.

Por último, la UE necesita una cantidad significativa de **nuevas inversiones en infraestructura** con el fin de mantener su competitividad. No obstante, el flujo de fondos para proyectos de este tipo está limitado por el cortoplacismo, los obstáculos reglamentarios y otros factores. Además, muchos proyectos de infraestructuras presentan características propias de los bienes públicos, lo que implica que la financiación privada por sí sola puede no ser adecuada para lograr el nivel óptimo de inversión. Si bien el FEIE contribuirá de forma significativa al fomento de la inversión en los proyectos de infraestructura⁸, la Comisión acoge con satisfacción las opiniones sobre otros medios de alcanzar este objetivo.

Abordar los problemas de información

En Europa, la mayoría de las PYME solo se dirigen a los bancos para obtener financiación. Aunque casi el 13 % de estas solicitudes se rechazan, ello se debe a menudo a que las PYME no responden a los perfiles de riesgo que buscan los bancos, incluso aunque sean viables. Aunque en ocasiones los bancos remitan a las PYME a proveedores de financiación alternativos, esto no es siempre así: a veces, ni los bancos ni las PYME están suficientemente informados de la existencia de alternativas. Podría animarse a los bancos a ofrecer una mejor información a las PYME cuyas solicitudes de crédito hayan denegado y a ponerlas al corriente de otras posibilidades de financiación.

Las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) han desempeñado un papel clave en la promoción de un lenguaje contable único en la UE, haciendo que sea más fácil para las grandes empresas de la UE que cotizan en bolsa tener acceso a los mercados de capitales a escala mundial. No obstante, imponer plenamente las NIIF a las empresas pequeñas, particularmente a aquellas que desean acceder a plataformas de negociación específica, generaría costes adicionales. La elaboración de una norma contable simplificada, común, y de alta calidad, adaptada a las sociedades cotizadas en ciertas plataformas de negociación⁹ podría constituir un paso adelante en términos de transparencia y comparabilidad, y, si se aplica de forma proporcionada, podría hacer que las empresas que

⁸ En el contexto de las inversiones en infraestructura, los Fondos Estructurales y de Inversión Europeos (Fondos EIE) también pueden desempeñar un papel importante, siempre que se cumplan los criterios de elegibilidad correspondientes.

⁹ Como, por ejemplo, los sistemas multilaterales de negociación (SMN).

buscan inversores transfronterizos sean más atractivas para ellos. La norma podría convertirse en una característica de los mercados de PYME en expansión, y estar disponible para un uso más extendido.

La transparencia de los proyectos de infraestructura y de las reservas de proyectos podría aumentar su atractivo para la inversión privada y ayudar a las autoridades de supervisión a adoptar un régimen prudencial más adaptado a las inversiones en infraestructura. El informe del grupo de trabajo sobre inversión, de diciembre de 2014, proponía la creación de una página web central a escala de la UE para establecer enlaces con los proyectos o las reservas de proyectos de los Estados miembros e incluir información sobre los proyectos de la UE (por ejemplo, en el marco del Mecanismo «Conectar Europa» y los Fondos Estructurales y de Inversión Europeos). Basándose en el informe del Grupo de trabajo sobre inversión, la Comisión ha propuesto la creación de una reserva europea de proyectos de inversión, con el fin de facilitar a los inversores el acceso a información sobre las oportunidades de inversión en la UE y maximizar la participación de los inversores en la financiación¹⁰. También se creará un sitio web específico y normas comunes para la presentación de la información. El establecimiento de esta reserva de proyectos se basará en el trabajo que ya ha comenzado en algunos Estados miembros.

La normalización como mecanismo para poner en marcha los mercados

Aunque la normalización no está exenta de inconvenientes, algunos mercados pueden ponerse en marcha con un conjunto común de normas de mercado, aplicando la transparencia a las características del producto así como una supervisión y unas normas coherentes. Un cierto grado de normalización puede atraer a más inversores y aumentar la profundidad y la liquidez del mercado. Este ocurre especialmente en el caso de los Estados miembros más pequeños, en donde los mercados no pueden alcanzar un tamaño mínimo eficiente si se limitan a los capitales nacionales. Cuando sea difícil o innecesario establecer normas comunes, pueden realizarse, en su lugar, esfuerzos encaminados a la aplicación en toda la UE de las mejores prácticas con el fin de fomentar el desarrollo de determinados instrumentos financieros.

La creación de un **mercado europeo de obligaciones garantizadas** más **integrado** podría contribuir a la rentabilidad de la financiación de los bancos y ofrecer a los inversores una gama más amplia de oportunidades de inversión. El éxito de las obligaciones garantizadas con instrumentos de financiación está estrechamente relacionado con el desarrollo de unos marcos jurídicos nacionales específicos. En 2015, la Comisión realizará una consulta sobre las ventajas y la forma posible de un marco europeo para las obligaciones garantizadas y presentará opciones estratégicas con vistas a integrar más los mercados de obligaciones garantizadas sobre la base de la experiencia adquirida en los marcos nacionales que funcionan adecuadamente. La Comisión reflexionará también sobre si debe facilitarse a los inversores más información sobre las garantías subyacentes a las obligaciones garantizadas y otros títulos de deuda estructurados, siguiendo el modelo de las exigencias de información sobre los préstamos aplicables a los instrumentos financieros privados.

A pesar del reciente aumento de la emisión de **obligaciones de empresas**, la situación se caracteriza por bajos niveles de normalización y transparencia de los precios. Si bien en los últimos años han aparecido en algunos Estados miembros nuevas plataformas de negociación de obligaciones electrónicas destinadas a los inversores minoristas, la falta de normalización puede obstaculizar el desarrollo de estas plataformas y de un mercado secundario líquido. Una

¹⁰ Véase COM(2015) 10 final, artículo 9.

mayor normalización de las emisiones de deuda de las empresas podría permitir el desarrollo de un mercado secundario más líquido para las obligaciones de empresas. La Comisión desea recabar opiniones sobre si debe estudiarse más la posibilidad de desarrollar un mercado de deuda de las empresas más normalizado, y si el mejor medio para lograrlo es una iniciativa impulsada por el mercado o una intervención reguladora.

Otra categoría de inversión emergente que podría facilitar más el acceso a la financiación está formada por las **inversiones medioambientales, sociales y de gobernanza empresarial**, tales como los denominados «bonos verdes». El producto de la venta de bonos verdes se destina a proyectos y actividades que promuevan la sostenibilidad en materia de clima o de otros aspectos medioambientales. El rápido crecimiento de este mercado está asistido por un proceso de normalización impulsado por el mercado y basado en criterios de selección de bonos verdes, que son elaborados, en particular, por el Banco Mundial, el Banco Europeo de Inversiones y el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo. Los participantes en el mercado están poniendo a punto actualmente unas directrices conocidas con el nombre de «Green Bond Principles» (principios relativos a los bonos verdes), que recomienda la transparencia y tiende a garantizar la integridad en el desarrollo del mercado de bonos verdes clarificando el enfoque adoptado para su emisión.

Permitir el desarrollo de medios de financiación alternativos

Aunque la naturaleza en línea de mecanismos tales como los préstamos «inter pares» y la microfinanciación colectiva sugieren un gran potencial para contribuir a la financiación de la economía a través de las fronteras nacionales, hay pocos indicios de actividad transfronteriza o paneuropea en este ámbito. En el marco del seguimiento de la Comunicación sobre la microfinanciación colectiva¹¹, la Comisión está recopilando información sobre los enfoques del sector en materia de divulgación de la información y sobre los enfoques de los Estados miembros en materia de reglamentación. Los resultados preliminares sugieren que los diversos enfoques nacionales en estos ámbitos pueden fomentar la actividad de microfinanciación colectiva a nivel local, pero pueden no ser necesariamente compatibles entre sí en un contexto transfronterizo.

Preguntas

5) *¿Qué medidas adicionales podrían contribuir a mejorar el acceso a la financiación y a canalizar los fondos hacia aquellos que los necesitan?*

6) *¿Deben adoptarse medidas, tales como la normalización, con el fin de fomentar la liquidez en los mercados de obligaciones de empresas? En caso afirmativo, ¿qué medidas son necesarias? ¿Pueden dichas medidas ser aplicadas por el mercado o es necesario recurrir a una intervención reglamentaria?*

7) *Aparte de apoyar el desarrollo de directrices por parte del mercado, ¿debe actuar la UE para facilitar el desarrollo de inversiones medioambientales, sociales y de gobernanza que sean normalizadas, transparentes y responsables, con inclusión de los bonos verdes?*

8) *¿Es conveniente elaborar una norma contable común a nivel de la UE para las pequeñas y medianas empresas enumeradas en los sistemas multilaterales de negociación? ¿Debe convertirse una norma de este tipo en una característica de los mercados de PYME en*

¹¹ COM(2014) 172.

expansión? En caso afirmativo, ¿en qué condiciones?

9)¿Existen obstáculos al establecimiento de plataformas adecuadamente reglamentadas para la microfinanciación colectiva o la financiación inter pares, particularmente sobre una base transfronteriza? En caso afirmativo,¿cómo podrían salvarse dichos obstáculos?

4.2 Desarrollar y diversificar la oferta de financiación

El tamaño de los mercados de capitales depende en última instancia del volumen de los flujos de ahorro hacia los instrumentos del mercado de capitales. Así pues, para poder prosperar, los mercados de capitales deben **atraer a los inversores institucionales, a los inversores minoristas y a los inversores internacionales.**

Fomento de la inversión institucional

El papel de los inversores institucionales a largo plazo en los mercados de capitales ha crecido de forma significativa. No obstante, los obstáculos reglamentarios y otros factores pueden limitar los flujos de inversión institucional a largo plazo hacia proyectos a largo plazo, particularmente hacia las inversiones en infraestructura.

Con una gestión de activos de un valor superior a 17 billones EUR, el **sector europeo de gestión de activos** desempeña un papel primordial a la hora de canalizar el dinero de los inversores en la economía. Una buena parte de este éxito es el resultado directo de los marcos que rigen los fondos de inversión en Europa. El marco que rige los OICVM (organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios)¹² para los fondos mutuales constituye una norma internacional reconocida, mientras que la Directiva sobre los gestores de fondos de inversión alternativos (Directiva GFIA)¹³ ha creado un marco en el que los gestores de inversión alternativos europea tienen capacidad para operar.

El coste reglamentario de constituir un fondo, convertirse en su gestor reconocido y comercializarlo en el extranjero varía actualmente entre los distintos Estados miembros. La reducción de los costes de constitución de los fondos, y, más generalmente, de su comercialización transfronteriza, disminuiría las barreras a la entrada y crearía más competencia. Paralelamente a los nuevos operadores, también es importante que los fondos puedan crecer y beneficiarse de economías de escala. La Comisión desea recabar opiniones sobre las medidas que podrían incentivar a los inversores institucionales a invertir cantidades más importantes y a hacerlo en una gama más amplia de activos, particularmente en proyectos a largo plazo, empresas de nueva creación y PYME.

Los sectores de **pensiones y de seguros** también poseen importantes activos, por un importe aproximado de 12 billones EUR, que pueden contribuir a financiar la inversión. El nuevo régimen prudencial que se aplica a las **entidades aseguradoras** a partir del 1 de enero de 2016, Solvencia II¹⁴, permitirá a las empresas invertir más en activos a largo plazo mediante

¹² Directiva 2014/91/UE.

¹³ Directiva 2011/61/UE, por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n° 1060/2009 y (UE) n° 1095/2010.

¹⁴ Directiva 2009/138/CE.

la supresión de las restricciones nacionales a la composición de su cartera de activos¹⁵. Por otra parte, la Comisión se ha asegurado de que la fórmula estándar para calcular los requisitos de capital de las entidades aseguradoras no cree obstáculos a la inversión a largo plazo y a la adecuación de los pasivos a largo plazo a los activos a largo plazo¹⁶. Aunque este esfuerzo ha sido acogido con satisfacción, algunos han pedido un trato adaptado de las inversiones en infraestructuras, en relación con la calibración de los requisitos de capital de los bancos y las empresas de seguros. Es necesario seguir trabajando para identificar las inversiones en infraestructuras, en forma de deuda y/o participaciones en el capital, que presenten un menor riesgo con vistas a revisar, en su caso las normas prudenciales y a crear subcategorías de infraestructuras.

Los **regímenes de pensiones** por capitalización están desempeñando un papel cada vez mayor en algunos Estados miembros. Si son gestionados prudentemente y de una manera que refleje su función social, tales regímenes pueden contribuir a la sostenibilidad y la adecuación de los sistemas de pensiones, convirtiéndose en una fuente de inversión cada vez más importante en la economía europea. Las nuevas normas relativas a los regímenes profesionales de pensiones que se están debatiendo en la actualidad podrían eliminar los obstáculos que impiden a los regímenes de pensiones invertir más en activos a largo plazo. Por otra parte, el intercambio de las mejores prácticas también podría aumentar la compatibilidad de los sistemas nacionales.

En cuanto a los planes personales de pensiones, los proveedores están sujetos a una serie de textos legislativos de la UE. Esto plantea la cuestión de si la introducción de un producto normalizado, por ejemplo a través de un régimen paneuropeo o régimen «29º», con la eliminación de los obstáculos al acceso transfronterizo, podría reforzar el mercado de planes personales de pensiones. Las modificaciones deberán garantizar un nivel eficaz de protección de los consumidores, mejorando al mismo tiempo la cobertura y la implantación, y garantizando un nivel adecuado de seguridad del ahorro.

Como forma de financiación alternativa a los tradicionales préstamos bancarios o la emisión de deuda o de acciones, los **fondos de capital inversión y de capital riesgo** desempeñan un papel importante en la economía europea. Sin embargo, a menudo es insuficiente la escala de los mercados de capital riesgo; ello es así no solo en el caso de las bolsas de valores especializadas en la financiación de las empresas de crecimiento rápido, sino también en el de la inversión en capital riesgo en la fase de puesta en marcha o de desarrollo de nuevas empresas o en empresas de alta tecnología. También existe una gran variación en el desarrollo de los mercados de capitales de riesgo entre los Estados miembros: alrededor del 90 % de todos los gestores de fondos de capital riesgo se concentran en ocho Estados miembros¹⁷.

En algunos Estados miembros, los fondos de capital riesgo tienen problemas a la hora de alcanzar la escala que necesitan para diversificar su cartera de riesgos. Esta circunstancia parece explicarse principalmente por la falta de una cultura de participación en el capital, la falta de información, la fragmentación del mercado y los costes elevados.

En un esfuerzo por promover la aportación de capital de riesgo en forma de participación en el capital o de préstamos, bajo ciertas condiciones, en favor de empresas de nueva creación y

¹⁵ Por otra parte, en el ámbito de la normativa prudencial bancaria, el acto delegado de la Comisión relativo a la ratio de cobertura de liquidez (LRC) prevé un aumento de los incentivos para las inversiones en infraestructura y PYME, lo que facilitará las inversiones en las PYME.

¹⁶ http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-578_en.htm.

¹⁷ Reino Unido, Alemania, Suecia, Dinamarca, Finlandia, Países Bajos, Francia y España.

de empresas de la economía social, la UE puso en marcha en 2013, el Reglamento relativo a los fondos de capital riesgo europeos (FCRE)¹⁸ y el Reglamento relativo al fondo de emprendimiento social europeo (FESE)¹⁹. Hasta la fecha se ha avanzado de forma satisfactoria en la implantación de estos fondos, pero hay margen para una mayor expansión. Es probable que haya una serie de obstáculos que se opongan a una mayor implantación de estos fondos. Un problema particular que se ha planteado es el hecho de que los gestores con una cartera superior a 500 millones EUR no pueden solicitar el establecimiento y la gestión de dichos fondos, ni pueden utilizar estas designaciones para comercializar fondos en la UE. Ampliando el abanico de participantes en el mercado se podría incrementar el número de FCRE y FESE disponibles.

La financiación pública también puede desempeñar un papel, siendo las autoridades regionales importantes proveedores de fondos de capital riesgo en varios Estados miembros. Los instrumentos financieros de la UE, como el Programa Marco para la Innovación y la Competitividad (PIC), los Fondos Estructurales y de Inversión Europeos (Fondos «EIE»)²⁰ y la financiación mediante acciones apoyada por los programas de los Fondos Estructurales, han sido fructíferos en la movilización de capital de riesgo para las PYME. El programa de la UE para la competitividad de las PYME (COSME)²¹ y el programa Horizonte 2020 se basarán en este éxito. Por otra parte, en julio de 2014, se modificaron las normas relativas a las ayudas estatales a fin de permitir, en su caso, una mayor intervención estatal en el desarrollo del mercado de financiación de riesgo y para mejorar el acceso de las PYME y las empresas de mediana capitalización pequeñas o innovadoras²². El reto consiste en determinar la manera de aumentar el volumen de los fondos de capital riesgo y la forma en que la financiación pública y privada pueden contribuir a ello.

La falta de oportunidades de salida para los inversores también pueden ser un obstáculo para el desarrollo de la financiación mediante capital riesgo. La Comisión desearía saber si es posible adoptar medidas a fin de crear un entorno más favorable para los inversores providenciales («business angels»)²³, para el capital riesgo y para la oferta pública inicial, con objeto de garantizar a los inversores unas mejores estrategias de salida y estimular la provisión de capital riesgo a las empresas de nueva creación.

Es probable que los bancos sigan siendo agentes clave en los mercados de capitales, como emisores, inversores e intermediarios, y que su función de intermediación del crédito siga siendo esencial, a través de su papel en la financiación y la difusión de la información. Al mismo tiempo, están apareciendo nuevas tecnologías y nuevos modelos empresariales, tales como los préstamos «inter pares» u otros tipos de préstamos directos no bancarios, que intentan ofrecer financiación a las PYME y a las empresas de nueva creación. La Comisión desea recibir opiniones sobre si existen obstáculos importantes a la entrada que se opongan a la prestación de estos servicios y a su desarrollo, junto con los préstamos bancarios.

Preguntas

10) ¿Qué medidas podrían incentivar a los inversores institucionales a reunir e invertir

¹⁸ Reglamento (UE) n° 345/2013.

¹⁹ Reglamento (UE) n° 346/2013.

²⁰ Reglamento (UE) n° 1303/2013.

²¹ Reglamento (UE) n° 1287/2013.

²² 2014/C 19/04.

²³ Los inversores providenciales son inversores individuales, generalmente con experiencia empresarial, que proporcionan capital para empresas de nueva creación.

cantidades más importantes y en una gama más amplia de activos, especialmente en proyectos a largo plazo, en PYME y en empresas de nueva creación innovadoras y de rápido crecimiento?

11) ¿Qué medidas podrían tomarse a fin de reducir los costes que conlleva para los gestores de fondos la creación y comercialización de los fondos en toda la UE? ¿Qué obstáculos impiden a los fondos beneficiarse de economías de escala?

12) ¿Los trabajos sobre el régimen especial que debe aplicarse a las inversiones en infraestructuras deberían orientarse a determinadas subcategorías de activos claramente identificables? De ser así, ¿a cuáles de dichas subcategorías debería conceder prioridad la Comisión en sus futuras revisiones de las normas prudenciales, tales como el DRC IV/RRC y la Directiva Solvencia II?

13) ¿El mercado único de las pensiones reforzaría la introducción de un producto normalizado o la supresión de los obstáculos existentes a la accesibilidad transfronteriza?

14) ¿Una modificación del Reglamento FCRE y del Reglamento FESE facilitaría la gestión de estos tipos de fondos a los grandes gestores de fondos de la UE? ¿Qué otros cambios deben introducirse, en su caso, para aumentar el número de estos tipos de fondos?

15) ¿Cómo puede la UE desarrollar más el capital inversión y el capital riesgo como fuente de financiación alternativa para la economía? En particular, ¿qué medidas podrían incrementar el volumen de los fondos de capital de riesgo y aumentar las oportunidades de salida para los inversores de capital de riesgo?

16) ¿Existen obstáculos que impiden aumentar de forma segura los préstamos directos, tanto bancarios como no bancarios, a las empresas que necesitan financiación?

Fomento de la inversión minorista

En la Unión Europea, los inversores minoristas son poco propensos a invertir directamente en los mercados de capitales, prefiriendo generalmente las inversiones institucionales. Sin embargo, los hogares europeos tienen importantes ahorros depositados en cuentas bancarias que, en algunos casos, podrían ser utilizados de manera más productiva. La disminución de los tipos de interés de los depósitos puede proporcionar incentivos a los hogares para reorientar su ahorro de los bancos hacia los mercados de valores.

Los productos de fondos de inversión colectiva, tales como los OICVM, son un vehículo muy utilizado por los inversores minoristas para invertir en los mercados de capitales. A pesar de ello, la tasa de participación directa de los inversores minoristas en OICVM sigue siendo relativamente baja: En 2013, la propiedad de los fondos de inversión en la zona del euro solo correspondía en un 26 % a los hogares²⁴. A fin de garantizar una mayor elección entre los productos de fondos de inversión y aumentar la competencia, la Comisión desearía recabar puntos de vista sobre la forma de aumentar la participación transfronteriza de los inversores minoristas en los OICVM.

Los inversores minoristas solo se sentirán atraídos por invertir en los mercados de capital si confían en ellos y en los intermediarios financieros que operen en ellos, y creen que pueden obtener sin riesgo una mejor rentabilidad de su ahorro. Restablecer la confianza de los

²⁴ «Fact Book 2014», Federación Europea de Fondos y Sociedades de Inversión.

inversores es una responsabilidad esencial y un importante reto para el sector financiero. Asimismo, una mejora de los conocimientos financieros de los consumidores permitiría a estos elegir los productos financieros de manera más eficaz y sencilla, y comparar los productos ofrecidos. Existe una serie de programas nacionales encaminados a mejorar los conocimientos financieros del público en general, así como el proyecto de la UE «Consumer Classroom» (Aula de los consumidores). En algunos casos, también podrían ser útiles unos productos financieros más normalizados o simples, como existen en algunos Estados miembros.

La regulación y la supervisión pueden contribuir al aumento de la confianza de los inversores. La Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ) han recibido mayores competencias relativas a la protección de los inversores a través de la Directiva MIF II²⁵ y otras medidas reglamentarias. Como se indica en el reciente informe de la Comisión sobre las Autoridades Europeas de Supervisión (AES)²⁶, sus mandatos en el ámbito de la protección de los consumidores e inversores podrían aclararse y reforzarse en caso necesario.

El fomento de la competencia transfronteriza en el ámbito de los servicios financieros al por menor podría propiciar mayores posibilidades de elección, unos precios más bajos y mejores servicios. Los servicios financieros prestados por medios electrónicos y móviles podrían contribuir en este sentido, siempre que puedan abordarse los problemas de fraude, piratería informática y blanqueo de capitales, preservando al mismo tiempo la facilidad de utilización para los clientes. La Comisión va a comenzar los trabajos preparatorios sobre el modo en que el mercado único de los servicios financieros al por menor puede generar más beneficios para los consumidores.

Preguntas

17) *¿Cómo puede aumentarse la participación transfronteriza de los inversores minoristas en los OICVM?*

18) *¿Cómo pueden contribuir más las Autoridades Europeas de Supervisión a garantizar la protección de los inversores y los consumidores?*

19) *¿Qué medidas estratégicas podrían incrementar la inversión al por menor? ¿Qué más podría hacerse para capacitar y proteger a los ciudadanos de la UE que acceden a los mercados de capitales?*

20) *¿Existen unas mejores prácticas a nivel nacional en el desarrollo de productos de inversión simples y transparentes para los consumidores que puedan compartirse?*

Atraer las inversiones internacionales

Los mercados de capitales europeos deben ser abiertos y competitivos a nivel mundial, bien regulados e integrados para atraer la inversión extranjera, lo que significa el mantenimiento de unas normas de la UE estrictas a fin de garantizar la integridad del mercado, la estabilidad financiera y la protección de los inversores. Dada la dimensión mundial de los mercados de capitales, es importante que la Unión de los Mercados de Capitales se desarrolle teniendo en cuenta esta dimensión.

²⁵ Directiva 2014/65/UE, por la que se modifica la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

²⁶ COM(2014) 509.

Si bien la reducción de los flujos brutos de capital tras la crisis afectó a todas las regiones, la Unión Europea (y la zona del euro en particular) ha sido objeto de la mayor disminución importante en la magnitud de las entradas y salidas brutas de capital en porcentaje del PIB. Todos los componentes de las entradas de capitales (inversiones de cartera bruta, inversión extranjera directa y créditos con intermediación bancaria) eran más bajos en 2013 que en 2007.

Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), a finales de 2013, el importe total de las inversiones de cartera transfronterizas ascendía a 25 billones EUR. El saldo total de las inversiones de cartera transfronterizas entre los Estados miembros de la UE era de 9,6 billones EUR, mientras que las inversiones de cartera procedentes del exterior de la UE ascendían a cinco billones EUR. Por consiguiente, aún existe un amplio margen para atraer más inversiones de terceros países, en forma de instrumentos de capital o de deuda.

La política internacional de comercio y de inversión de la UE²⁷ tiene un importante papel que desempeñar en el apoyo a las inversiones internacionales. Los acuerdos internacionales en materia de comercio e inversión liberalizan los movimientos de capitales, regulan el acceso al mercado y a la inversión, particularmente para el suministro de servicios financieros, y pueden permitir alcanzar simultáneamente un nivel adecuado de protección de los inversores en Europa y unas condiciones de competencia equitativas en toda la UE²⁸. Además, la Comisión está contribuyendo a los trabajos internacionales en materia de libre circulación de capitales, incluidos los relativos, por ejemplo, a los códigos de la OCDE sobre la liberalización de los movimientos de capitales.

Debe facilitarse la comercialización directa de los fondos de inversión de la UE y otros instrumentos de inversión en terceros países. Ello podría lograrse reduciendo los obstáculos con que tropiezan las instituciones y los servicios financieros de la UE para acceder a los mercados de terceros países, particularmente, en su caso, abriendo los mercados a la gestión transfronteriza de activos en los futuros acuerdos comerciales.

En vista de estas tendencias, la Comisión está interesada en recoger puntos de vista sobre las medidas que podrían adoptarse a fin de aumentar el atractivo de los mercados de la UE para los inversores internacionales.

Preguntas

21) *¿Podrían tomarse medidas adicionales en el ámbito de la reglamentación de los servicios financieros a fin de garantizar que la UE sea competitiva a nivel internacional y represente un lugar atractivo en el que invertir?*

22) *¿Qué medidas pueden adoptarse para facilitar el acceso de las empresas de la UE a los inversores y a los mercados de capitales en terceros países?*

4.3 Mejora de la eficacia del mercado – intermediarios, infraestructuras y marco jurídico general

²⁷ COM(2010) 343.

²⁸ La UE también pretende garantizar, en el marco de sus acuerdos comerciales y de inversión, unas garantías adecuadas para salvaguardar un nivel de protección adecuado en ámbitos tales como la seguridad, la salud, el medio ambiente o la diversidad cultural.

Código normativo único, aplicación y competencia

El desarrollo de un código normativo único en los últimos años ha sido un paso importante hacia un marco normativo de los mercados de capitales más armonizado en el que las empresas puedan competir internacionalmente en condiciones equitativas. El éxito de un código normativo único también depende de la aplicación efectiva y coherente de las normas. Todavía hay algunos elementos clave de la legislación de la UE que permiten la adición de requisitos, denominada «sobrerregulación», por parte de los Estados miembros; además han aparecido problemas de divergencia en la interpretación de las normas. La Comisión, en cooperación con los Estados miembros y las Autoridades Europeas de Supervisión, está trabajando para asegurarse de que la legislación financiera de la UE se establezca y se haga cumplir correctamente.

La competencia desempeña un papel clave a la hora de garantizar que los consumidores obtengan los mejores productos y servicios a los precios adecuados, y que los flujos de inversión se canalicen hacia los usos más productivos. Deberán eliminarse en la medida de lo posible los obstáculos de acceso para los competidores y debe garantizarse el acceso a la infraestructura del mercado financiero. En aras de un aumento de la eficacia y del buen funcionamiento de los mercados de capitales, la Comisión ha hecho uso de sus facultades en materia de competencia en varios asuntos. La Comisión seguirá velando por que las normas de competencia se apliquen rigurosamente, a fin de evitar restricciones o distorsiones de la competencia que afecten a la aparición de unos mercados de capitales integrados y operativos. También deberá hacerse cumplir el principio de la libre circulación de capitales con objeto de suprimir los obstáculos injustificados a los flujos de inversión dentro de la UE. Por ejemplo, las exigencias impuestas por el Estado miembro de acogida a los operadores del mercado con un pasaporte de comercialización europeo concedido por su Estado miembro de origen podrían, en algunos casos, constituir un obstáculo injustificado a la libre circulación de capitales. Un marco más estable, transparente y predecible para los inversores podría contribuir a instaurar la confianza y aumentar el atractivo del mercado único como lugar para invertir a largo plazo.

Convergencia de la actividad de supervisión

Aunque los marcos reguladores de los mercados de capitales se han armonizado en gran medida, el éxito de las reformas dependerá también de la aplicación y la observancia de las normas. Las AES desempeñan un papel fundamental en la promoción de la convergencia. La Comisión ha publicado recientemente un informe sobre el funcionamiento de las Autoridades Europeas de Supervisión y del Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF)²⁹, que establece una serie de ámbitos de posibles mejoras a corto y medio plazo. La Comisión continuará examinando el funcionamiento de las AES, así como su gobernanza y financiación.

Las Autoridades Europeas de Supervisión tienen un papel importante que desempeñar en la mejora de la convergencia en materia de supervisión, concediendo más importancia a la utilización de la revisión «inter pares» y a un seguimiento apropiado. Por otra parte, el recurso a la resolución de litigios, en caso necesario, y a las competencias de investigación en relación con supuestas infracciones del Derecho de la UE podría facilitar el establecimiento y la aplicación coherentes de este Derecho en todo el mercado único.

²⁹ COM(2014) 509.

Podría analizarse más a fondo el papel desempeñado por las AES en este contexto. En la medida en que los regímenes nacionales de supervisión puedan dar lugar a distintos niveles de protección de los inversores y a obstáculos a las operaciones transfronterizas y disuadir a las empresas de buscar financiación en otros Estados miembros, las AES podrían tener un papel suplementario que desempeñar en el reforzamiento de la convergencia.

Datos y comunicación de información

La elaboración de datos y modalidades de información comunes a toda la UE podría contribuir a una mayor integración de los mercados de capitales. Por ejemplo, la existencia, en los mercados de acciones, de una información consolidada es esencial para garantizar la calidad y la disponibilidad en el momento oportuno de información posterior a la negociación. En caso de que los esfuerzos del mercado no basten para proporcionar una información consolidada que sea de fácil acceso y utilización para los participantes en el mercado, en condiciones comerciales razonables, puede ser necesario considerar otras posibles soluciones, como la de confiar la gestión de la difusión de la información consolidada a una entidad comercial. La Comisión también procurará garantizar que se lleva a cabo sin obstáculos la difusión de información consolidada en unas condiciones comercialmente razonables.

Asimismo, podrían ser útiles para los participantes en el mercado, unos planteamientos más eficaces en favor de una supervisión y una presentación de información de mercado en los que participen las autoridades nacionales o la AEVM, por ejemplo en lo que se refiere a enfoques informáticos comunes para determinadas exigencias en materia de información. Se agradecerán opiniones sobre si se debe seguir trabajando para mejorar los datos y la comunicación de información en la Unión Europea, y, en tal caso, sobre la forma de hacerlo.

Infraestructura de mercado y legislación en materia de valores mobiliarios

Las infraestructuras de mercado y la legislación en materia de valores mobiliarios —es decir, el dispositivo que canaliza la inversión y las disposiciones que la rigen— son factores determinantes desde el punto de vista de la eficacia y la facilidad con las que pueden realizarse las inversiones. El marco regulador de las infraestructuras del mercado se encuentra en fase de puesta en marcha, con una legislación encaminada a garantizar la solidez de las entidades de contrapartida central (ECC) y los depositarios centrales de valores (DCV) y del proyecto «Target2Securities» (T2S) gestionado por el Eurosistema. Como se anunció en el programa de trabajo de la Comisión, la Comisión tiene la intención de presentar una propuesta legislativa encaminada a establecer un marco europeo para el rescate y la resolución de entidades financieras de importancia sistémica, tales como las contrapartes centrales. No obstante, existen algunos aspectos relativos a las infraestructuras de mercado en las que se apoya la negociación que podrían mejorarse aún más.

Las **garantías** constituyen una parte esencial del sistema financiero, ya que sirven de base para un gran número de transacciones en el mercado y proporcionan una red de seguridad en caso de que surjan problemas. La fluidez de la garantía en todo el territorio de la UE está limitada actualmente, lo que impide a los mercados operar eficazmente. Desde el inicio de la crisis financiera, la demanda de garantías ha aumentado, impulsada por la demanda del mercado de financiaciones más seguras y por nuevos requisitos reglamentarios, tal como se establece en el Reglamento sobre la infraestructura del mercado europeo (EMIR)³⁰ y en el

³⁰ Reglamento (UE) n° 648/2012.

Reglamento sobre requisitos de capital (RRC)³¹. Con el aumento de la demanda de constitución de garantías, existen riesgos de que los mismos valores se reutilicen para respaldar varias transacciones simultáneamente, como ocurría antes de la crisis, y se está trabajando a nivel internacional para estudiar estas cuestiones. Se espera recibir puntos de vista sobre si deben emprenderse trabajos para facilitar un flujo de garantías regulado de forma adecuada en todo el territorio de la UE.

Por otra parte, aunque se ha progresado considerablemente en la armonización de la normativa necesaria para la transparencia y la integridad de los mercados de valores, la **legislación relativa a los derechos de los inversores en valores difiere entre los distintos Estados miembros**. Como consecuencia de ello, los inversores tienen dificultades para evaluar el riesgo de la inversión de capital en los distintos Estados miembros. Los debates sobre este tema se remontan a más de una década, habiéndose iniciado con el segundo informe Giovaninni en 2003. Ahora bien, se trata de una cuestión compleja, ya que afecta a la legislación en materia de propiedad, contratos, sociedades e insolvencia, así como a la normativa sobre tenencia de títulos y a los conflictos de leyes. Según ciertos puntos de vista divergentes, no sería necesaria una armonización a nivel de la UE ni una definición europea única de los títulos. Además, se afirma que la puesta en marcha del sistema «Target2Securities» a mediados de 2015 eliminará los riesgos jurídicos y operativos asociados a la transferencia y tenencia de títulos en todas las jurisdicciones y reducirá los costes y podría aumentar la inversión transfronteriza. A la luz de estas limitaciones, se agradecerán opiniones sobre la viabilidad y la oportunidad de modificaciones específicas de la legislación en materia de tenencia de títulos que podrían contribuir de forma significativa a una mayor integración de los mercados de capitales en el seno de la UE.

Otro aspecto importante en el desarrollo de un mercado paneuropeo de titulización y de contratos de garantía financiera, y también de otras actividades como la factorización, es lograr una mayor seguridad jurídica en los casos de transferencia transfronteriza y en lo referente al orden de prioridad de dichas transferencias, particularmente en los casos de insolvencia. La Comisión publicará en 2015 un informe que determine los problemas y las soluciones posibles.

Los bancos desempeñan un papel clave no solo en materia de préstamos, sino también en la intermediación en los mercados de capitales, especialmente suministrando liquidez a través de la creación de mercado. Algunos estudios muestran signos de disminución de la liquidez en algunos segmentos de mercado, pero subrayan igualmente que durante el período anterior a la crisis el coste de la liquidez quizás era anormalmente bajo. Algunos atribuyen la disminución de la liquidez a una corrección del mercado necesaria, así como a una disminución de la confianza del mercado provocada por la crisis, mientras que otros la atribuyen a las medidas reglamentarias tomadas a nivel mundial a raíz de la crisis. La Comisión está interesada en conocer puntos de vista sobre la manera de instaurar unas condiciones sólidas de liquidez a un precio justo, y especialmente sobre la posibilidad de tomar medidas para respaldar la liquidez en los segmentos de mercado vulnerables y sobre la existencia de barreras de entrada para nuevos participantes en el mercado que puedan desempeñar un papel en el ajuste entre los compradores y los vendedores.

Derecho de sociedades, gobernanza empresarial, insolvencia y fiscalidad

Existe una legislación de la UE en el ámbito de la **gobernanza empresarial** (por ejemplo,

³¹ Reglamento (CE) n° 575/2013, por el que se modifica el Reglamento (UE) n° 648/2012.

relativa a las declaraciones sobre gobernanza empresarial³² o al ejercicio transfronterizo de los derechos de los accionistas³³), pero, a menudo, la gobernanza empresarial sigue siendo prerrogativa de la legislación y las normas nacionales. Tras la crisis financiera se ha realizado una revisión de la normativa de gobernanza empresarial de la UE mediante dos consultas³⁴. La revisión que se está llevando a cabo actualmente de la Directiva sobre los derechos de los accionistas tiende a animar a los inversores institucionales y a los gestores de activos a proporcionar más capital a largo plazo a las empresas.

La protección de los **derechos de los accionistas minoritarios mejora la gobernanza empresarial y aumenta la atracción de las empresas para los inversores extranjeros**, dado que estos pueden ser con frecuencia inversores minoritarios. Otro aspecto de una buena gobernanza empresarial es la eficiencia del consejo de administración en el control de los administradores de la empresa. Teniendo en cuenta que los consejos de administración de las empresas protegen los intereses de los inversores, la eficacia y el buen funcionamiento de los consejos de administración de las empresas también son fundamentales para atraer inversiones.

A pesar de varias Directivas en materia de Derecho de sociedades³⁵, importantes obstáculos siguen oponiéndose a la **movilidad** y las **reestructuraciones transfronterizas** de las empresas. Para superar los obstáculos al establecimiento y funcionamiento de las empresas podrían ser útiles unas reformas adicionales del Derecho de sociedades.

Las divergencias entre las **normativas** nacionales **en materia de conflicto de leyes** en lo que se refiere al funcionamiento interno de una empresa pueden ser fuente de inseguridad jurídica, en la medida en que pueden conducir a una situación en la que una empresa sea sometida simultáneamente a las leyes de diferentes Estados miembros, por ejemplo, si ha sido constituida en un Estado miembro y opera principalmente a partir de otro Estado miembro.

Si bien, debido a su complejidad, el debate sobre la armonización de la **legislación** sustantiva **en materia de insolvencia** ha avanzado poco en los tres últimos decenios, en cambio se han logrado progresos considerables en el ámbito de las normas sobre conflicto de leyes para los procedimientos de insolvencia transfronterizos³⁶. No obstante, los marcos nacionales de insolvencia subyacentes siguen siendo divergentes en sus características fundamentales y en su eficacia³⁷. Reducir estas divergencias podría contribuir a la aparición de mercados paneuropeos de capital y de deuda, al reducir la incertidumbre para los inversores que necesitan evaluar los riesgos en varios Estados miembros. Por otra parte, la falta de normas que permitan una reestructuración temprana de la deuda en muchos Estados miembros, o la inadecuación de dichas normas, la ausencia de disposiciones de «segunda oportunidad», así como la duración y los costes excesivos de los procedimientos formales de insolvencia pueden dar lugar a bajas tasas de recuperación para los acreedores y disuadir a los inversores. Con vistas a lograr progresos en materia de insolvencia, la Comisión adoptó una recomendación sobre un nuevo enfoque del fracaso empresarial y la insolvencia³⁸, en la que se insta a los Estados miembros a que pongan en marcha procedimientos de reestructuración

³² Directiva 2006/46/CE.

³³ Directiva 2007/36/CE.

³⁴ COM (2010) 284 y COM(2011) 164.

³⁵ Por ejemplo, el Reglamento (CE) nº 2157/2001 del Consejo y la Directiva 2005/56/CE.

³⁶ El Reglamento 1346/2000 sobre procedimientos de insolvencia será sustituido por un instrumento jurídico mejorado en 2015.

³⁷ Documento de trabajo de los servicios de la Comisión, SWD(2014) 61 final.

³⁸ Recomendación C(2014) 1500 de la Comisión.

temprana y disposiciones de «segunda oportunidad». Además, la Recomendación invita a los Estados miembros a estudiar la posibilidad de aplicar los principios al endeudamiento excesivo y la quiebra de los consumidores. Se prevé una evaluación de la Recomendación para 2015.

Las diferencias en los **regímenes fiscales** de los Estados miembros pueden obstaculizar el desarrollo de un mercado único de capitales. Por ejemplo, pueden crear obstáculos a las inversiones transfronterizas, tales como los planes de pensiones y los seguros de vida. Como seguimiento al Libro Blanco sobre las pensiones³⁹, la Comisión llevó a cabo un estudio sobre las normas discriminatorias en materia de capital, cotizaciones y desembolsos en el marco de los planes de pensiones y del seguro de vida. La Comisión tomará posteriormente las medidas necesarias si constata normas discriminatorias o normas fiscales discriminatorias en relación con las inversiones transfronterizas en bienes inmobiliarios realizadas por las compañías de seguro de vida y los fondos de pensiones. Por otra parte, prosiguen los trabajos con vistas a **simplificar los procedimientos de reducción de la retención a cuenta en relación con la «post-negociación»**.

Además de las diferencias en el régimen fiscal aplicable a los distintos participantes en el mercado en los diferentes Estados miembros, también existen diferencias en el régimen fiscal aplicable a los distintos tipos de financiación, lo que puede crear distorsiones. Por ejemplo, las diferencias de régimen fiscal de la financiación en forma de deuda y de la financiación en forma de capital podrían llevar a las empresas a financiarse más mediante la emisión de deuda o con préstamos bancarios. Además, las diferencias entre los Estados miembros en la definición de deuda y de capital, y su respectivo régimen fiscal, particularmente en relación con los instrumentos de capital regulador, pueden suponer un obstáculo para unas condiciones de competencia equitativa, fragmentar los mercados y crear oportunidades para la deslocalización de beneficios.

Por último, la obtención de financiación es especialmente difícil para las empresas de nueva creación que carezcan de una experiencia contrastada y de garantías que pueden proporcionar seguridad a los proveedores de financiación. No obstante, es más probable que las empresas de nueva creación introduzcan innovaciones que desafíen la posición en el mercado de las grandes empresas ya establecidas. Un estudio reciente encargado por la Comisión Europea⁴⁰ concluyó que la orientación de los **incentivos fiscales al gasto en I+D** hacia jóvenes empresas innovadoras constituye una práctica eficaz.

Tecnologías

Uno de los principales factores de la integración de los mercados de capitales es el rápido desarrollo de nuevas tecnologías, que han contribuido, por ejemplo, al desarrollo de plataformas de negociación electrónica, de la negociación de alta frecuencia y las empresas denominadas de «FinTech». El término «FinTech» hace referencia a la combinación de los servicios financieros y la disponibilidad de capital mediante el uso de nuevas tecnologías (digitales), como la microfinanciación colectiva. Según un informe reciente, desde 2008 las inversiones en empresas «FinTech» a nivel mundial se ha triplicado, habiendo pasado a cerca

³⁹ El Libro Blanco «Agenda para unas pensiones adecuadas, seguras y sostenibles» se adoptó el 16 de febrero de 2012, basándose en la consulta del Libro Verde de 2010. El Libro Blanco hace balance de los retos que plantean la adecuación y la sostenibilidad de los sistemas de pensiones y propone una serie de medidas a nivel de la UE.

⁴⁰ CPB (2014), «Study on R&D tax incentives», Taxation papers nº 52.

de 3 000 millones USD en 2013; se prevé que prosiga esta tendencia, encontrándose la inversión mundial en buen camino para aumentar hasta los 8 000 millones USD de aquí a 2018⁴¹.

Los derechos de sociedades europeo y nacionales no han seguido el ritmo de la evolución tecnológica; por ejemplo, no han integrado suficientemente las **ventajas de la digitalización**. Los intercambios de información entre las sociedades, los accionistas y las autoridades públicas a menudo se hacen en papel. Por ejemplo, en muchas empresas, los accionistas aún no pueden votar electrónicamente y no existe un registro de empresas en línea a escala europea. El uso de las tecnologías modernas en estos ámbitos no solo podría contribuir a reducir los costes y las cargas, sino que también garantizaría una comunicación más eficaz, especialmente en un contexto transfronterizo.

Preguntas:

23) *¿Existen mecanismos para mejorar el funcionamiento y la eficiencia de los mercados que no se hayan incluido en el presente documento, especialmente en los ámbitos del funcionamiento y la liquidez de los mercados de acciones y obligaciones?*

24) *En su opinión, ¿existen ámbitos en los que el código normativo único sigue estando insuficientemente desarrollado?*

25) *¿Cree que son suficientes las competencias de las Autoridades Europeas de Supervisión para garantizar la coherencia de la supervisión? ¿Qué medidas adicionales de supervisión a nivel de la UE contribuirían significativamente al establecimiento de una unión los mercados de capitales?*

26) *Teniendo en cuenta la experiencia pasada, ¿hay modificaciones específicas de las normas relativas a la propiedad de valores que podrían contribuir a una mayor integración de los mercados de capitales en el seno de la UE?*

27) *¿Qué medidas podrían adoptarse para mejorar los flujos transfronterizos de garantías? ¿Deben emprenderse trabajos para mejorar a nivel transfronterizo la aplicabilidad legal de las garantías y los acuerdos de liquidación por compensación exigible anticipadamente?*

28) *¿Cuáles son los principales obstáculos a la integración de los mercados de capitales derivados del Derecho de sociedades, con inclusión de la buena gobernanza empresarial? ¿Existen medidas específicas que podrían contribuir a superarlos?*

29) *¿Qué aspectos específicos de la legislación en materia de insolvencia deben armonizarse a fin de respaldar la aparición de un mercado paneuropeo de capitales?*

30) *¿Cuáles son los obstáculos alrededor de la fiscalidad que se habrían de examinar de forma prioritaria para favorecer una mayor integración de los mercados de capitales dentro de la Unión y una estructura de financiación más sólida a nivel de la empresa, y mediante qué instrumentos?*

31) *¿Cómo puede contribuir mejor la UE a la evolución del mercado de las nuevas tecnologías y modelos empresariales, en beneficio de la integración y la eficiencia de los mercados de capitales?*

⁴¹ <http://www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/PDF/Accenture-Rise-of-Fintech-New-York.pdf>.

32) *¿Hay otros ámbitos, no definidos en el presente Libro Verde, que, en su opinión, requieran una acción para lograr una Unión de los Mercados de Capitales? En caso afirmativo, ¿cuáles son esos ámbitos y que forma podría adoptar esta acción?*

SECCIÓN 5: ETAPAS SIGUIENTES

Sobre la base de los resultados de la presente consulta, la Comisión estudiará las acciones prioritarias necesarias para poner en marcha, de aquí a 2019, los elementos constitutivos de una Unión de los Mercados de Capitales integrada, bien regulada, transparente y líquida para los 28 Estados miembros de la Unión. Además de apoyar las iniciativas del mercado siempre que sea posible, la actuación de la UE podría adoptar la forma de medidas no legislativas, textos legislativos, medidas de aplicación de la normativa de competencia y medidas contra las infracciones, así como recomendaciones específicas por país dirigidas a los Estados miembros en el contexto del Semestre Europeo. Se anima a los Estados miembros a examinar si su legislación y sus prácticas nacionales crean obstáculos y a estudiar la mejor manera de superarlos.

Se invita a las partes interesadas a que envíen sus respuestas a las cuestiones planteadas en el presente Libro Verde a más tardar el 13 de mayo de 2015, utilizando el **cuestionario en línea** que figura en la siguiente dirección:

http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm

Durante el proceso de consulta, la Comisión Europea:

- se pondrá en contacto con el Parlamento Europeo para obtener directamente las observaciones de sus miembros;
- invitará a los Estados miembros a organizar consultas y eventos con el público y los parlamentarios nacionales con objeto de promover el debate sobre la Unión de los Mercados de Capitales a nivel nacional; y
- organizará de manera transparente y equilibrada talleres para consultar a las personas con conocimientos técnicos específicos (tales como académicos y participantes en el mercado) a fin de poder formarse una opinión fundada acerca de las diferentes cuestiones.

La Comisión organizará una conferencia en el verano de 2015 para clausurar la consulta. Durante 2015 se publicará un plan de acción sobre la Unión de los Mercados de Capitales.