



Bruselas, 8.6.2017  
COM(2017) 292 final

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

**sobre la revisión intermedia del plan de acción para la unión de los mercados de  
capitales**

{SWD(2017) 224 final}  
{SWD(2017) 225 final}

## 1. INTRODUCCIÓN

La prioridad máxima de la Comisión consiste en fortalecer la economía de la UE y estimular la inversión con vistas a crear empleo.

Para intensificar la inversión a largo plazo, necesitamos **mercados de capitales más fuertes**, que ofrezcan nuevas fuentes de financiación empresarial y contribuyan a multiplicar las opciones de inversión, liberando y haciendo llegar a las empresas y los hogares de la UE las ventajas concretas del mercado único. Las **empresas de la UE**, ya se trate de empresas emergentes o en expansión o de multinacionales bien asentadas, necesitan acceder a muy diversas fuentes de financiación para poder invertir en innovación y en su crecimiento. Los **hogares**, por su parte, necesitan acceder a los mercados de capitales para disfrutar de mayores y mejores oportunidades de invertir de cara al futuro.

Las entidades financieras, los bancos, las empresas de inversión y los inversores institucionales pueden ofrecer los productos y servicios requeridos en condiciones más competitivas si operan en mercados de capitales integrados y de grandes dimensiones. Los mercados de capitales pueden también canalizar los fondos privados hacia inversiones más sostenibles.

La recuperación económica va cobrando mayor intensidad en la UE, que registra su quinto año consecutivo de crecimiento. No obstante, los riesgos de corrección a la baja de las previsiones son significativos. La contribución de la inversión al crecimiento sigue siendo reducida y la tasa de inversión aún se sitúa por debajo de los niveles anteriores a la crisis. Esta persistente debilidad de la inversión continúa frenando la recuperación y el crecimiento a más largo plazo.

Por ese motivo, el Presidente Juncker ha fijado entre sus mayores prioridades la necesidad de construir un verdadero mercado único para el capital, una **unión de los mercados de capitales** (UMC) que englobe a todos los Estados miembros.

La UMC refuerza el tercer pilar del **Plan de Inversiones para Europa**. Beneficiará a todos los Estados miembros, al tiempo que fortalecerá la unión económica y monetaria (UEM), al respaldar la convergencia económica y social y ayudar a absorber las tensiones económicas en la zona del euro. Así lo ponía de manifiesto el informe de los cinco presidentes titulado «Realizar la Unión Económica y Monetaria europea»

En su Resolución de 19 de enero de 2016<sup>1</sup>, el **Parlamento Europeo** reconocía el importante papel que los mercados de capitales pueden desempeñar a la hora de satisfacer las necesidades de financiación de las economías de los Estados miembros y subrayaba que la UMC debe enfocarse en mayor medida hacia los usuarios finales de dichos mercados, esto es, las empresas y los inversores.

Más recientemente, han surgido nuevos retos para la integración financiera, los cuales obligan a reforzar y modificar el programa de trabajo de la UE con vistas a la reforma de los mercados de capitales.

---

<sup>1</sup> Resolución sobre la evaluación y los retos de la normativa sobre servicios financieros de la UE: impacto y camino hacia un marco de la UE más eficiente y efectivo para la regulación financiera y una unión de los mercados de capitales ([2015/2106\(INI\)](#)).

En particular, **la futura salida de la UE de su mayor centro financiero** exige que se reevalúe la forma en que la UMC puede garantizar el acceso de las empresas y los inversores de la UE a mercados de capitales fuertes, dinámicos y más integrados, gestionando adecuadamente al mismo tiempo cualesquiera riesgos para la estabilidad financiera.

Para ello se requiere una actuación más firme, una supervisión más eficaz y medidas que garanticen que los beneficios de la UMC se dejen sentir en toda la UE. La UMC debe también ofrecer formas de aprovechar el poder de transformación de la tecnología financiera y encauzar el capital privado hacia una inversión sostenible.

El *Documento de reflexión sobre la profundización de la Unión Económica y Monetaria*<sup>2</sup>, de 31 de mayo de 2017, señala que es primordial avanzar en la creación de la UMC para contribuir a ofrecer a los hogares y las empresas fuentes más innovadoras, sostenibles y diversificadas de financiación. Asimismo, pone de relieve que, con vistas al éxito de ese proyecto, es imprescindible el compromiso del Parlamento Europeo, del Consejo y de todas las partes interesadas.

El **Consejo Europeo** de junio de 2016 pidió «un progreso rápido y decidido con el fin de facilitar el acceso a la financiación de las empresas y apoyar la inversión en la economía real impulsando el programa de la Unión de Mercados de Capitales»<sup>3</sup>.

En septiembre de 2016, la **Comisión** adoptó una **Comunicación** en la que abogaba por acelerar la reforma<sup>4</sup>.

En su Declaración Conjunta de 13 de diciembre de 2016 sobre las **prioridades legislativas de la UE para 2017**, el Parlamento Europeo, el Consejo y la Comisión incluyeron las iniciativas destinadas a crear mercados de titulización más seguros y transparentes y a perfeccionar los folletos relativos a los valores, con vistas a promover la UMC<sup>5</sup>.

No obstante, la Comisión no puede construir la UMC por sí sola. El éxito de su actuación dependerá del nivel de compromiso político de los Estados miembros, el Parlamento Europeo y los participantes en los mercados.

Dependerá de la forma en que las empresas, los grandes y pequeños proveedores de servicios financieros y los inversores institucionales y minoristas utilicen los elementos constitutivos. Las autoridades nacionales y los participantes en los mercados tienen un papel determinante a la hora de crear los circuitos financieros y los segmentos de mercado, así como la infraestructura jurídica, fiscal y técnica necesaria para eliminar las barreras a la integración a escala de la UE y desarrollar un verdadero mercado único para el capital.

La Comisión está resuelta a hacer frente a estos desafíos. Por este motivo, la presente revisión actualiza el programa de trabajo original y lo complementa con nuevas medidas

---

<sup>2</sup> [https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu\\_es.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_es.pdf).

<sup>3</sup> [EUCO 26/16](#).

<sup>4</sup> [Comunicación de la Comisión, Unión de los mercados de capitales: acelerar la reforma \[COM\(2016\) 601 final, de 14.9.2016\]](#).

<sup>5</sup> [Declaración conjunta sobre las prioridades legislativas de la UE para 2017](#).

de carácter prioritario, basadas en las respuestas a la consulta pública realizada entre enero y marzo de 2017.

Todas las propuestas se someterán a la oportuna consulta y se llevará a cabo una evaluación de impacto de la totalidad de las opciones existentes para alcanzar los objetivos.

## 2. LLEVAR A CABO EL PROGRAMA DE TRABAJO DE LA UMC

Los retos definidos en el plan de acción de 2015 relativo a la UMC siguen siendo tan pertinentes como entonces. La UMC es necesaria porque los bancos y los mercados de capitales son dos componentes vitales del sistema financiero, que no compiten entre sí sino que se complementan mutuamente. Las 178 respuestas recibidas a la consulta pública sobre la revisión intermedia de la UMC<sup>6</sup> han confirmado los obstáculos más específicos a los que la UMC debe enfrentarse (véase un resumen general de las respuestas a la consulta en el siguiente recuadro).

- Las empresas **emergentes o en expansión** europeas necesitan un mayor volumen de financiación de riesgo para invertir en innovación y crecimiento. Paralelamente al crédito bancario, es preciso desarrollar nuevas formas de capital riesgo y consolidarlas.
- El tamaño de los **mercados públicos de acciones y de deuda** en la UE es menor que el de otras economías desarrolladas, especialmente en algunos Estados miembros. El acceso a los mercados públicos es costoso y complejo, en particular para las empresas de baja y mediana capitalización.
- Los imprescindibles esfuerzos realizados por los bancos de la UE a raíz de la crisis financiera para reducir su excesiva exposición al riesgo y su excesivo apalancamiento han contribuido a una **contracción de los nuevos préstamos a las empresas de la UE**. Los mercados de capitales pueden aportar valiosas soluciones para ayudar a los bancos a gestionar su balance con mayor eficiencia y a financiar su actividad de préstamo a los hogares y las empresas.
- Las compañías de seguros y los fondos de pensiones no invierten suficientemente en **capital riesgo, acciones e infraestructura**. Es necesario movilizar un mayor volumen de capital privado a fin de financiar inversiones sostenibles, la transición a una economía con bajas emisiones de carbono y la inversión que se requiere para satisfacer importantes necesidades sociales.
- La implicación de los **inversores minoristas** en los mercados de capitales sigue siendo escasa. Los hogares de la UE figuran entre los mayores ahorradores del mundo, pero la mayor parte de esos ahorros se mantiene en cuentas bancarias a corto plazo. Una mayor inversión en los mercados de capitales puede ayudar a hacer frente a los retos que suponen el envejecimiento demográfico y los bajos tipos de interés. Sin embargo, es condición sine qua non para ello que los inversores minoristas tengan acceso a propuestas de inversión atractivas en condiciones competitivas y

---

<sup>6</sup> Documento de trabajo de los servicios de la Comisión (síntesis de las aportaciones a la consulta pública sobre la revisión intermedia de la unión de los mercados de capitales) que acompaña a la presente Comunicación.

transparentes.

- La **inversión transfronteriza** en la UE tropieza con múltiples obstáculos ya antiguos y profundamente arraigados, que menoscaban la eficiencia de la economía de la UE. Esas trabas disuaden a los inversores de diversificar sus carteras desde el punto de vista geográfico, reducen la liquidez del mercado y dificultan la expansión de las empresas.

Durante los últimos dieciocho meses, y de conformidad con el calendario original, la Comisión **ha tomado más de la mitad de las medidas** (20 de las 33) anunciadas en el plan de acción para la UMC.

Se ha realizado un esfuerzo particular para aumentar las fuentes de financiación de riesgo en el proceso gradual de expansión de las empresas y para ampliar su accesibilidad en toda la UE.

- **Capital riesgo:** la instrumentación del paquete de medidas de la Comisión ha progresado satisfactoriamente. El acuerdo de principio alcanzado el 30 de mayo por el Parlamento Europeo y el Consejo acerca del Reglamento sobre los fondos de capital riesgo europeos (FCRE) y del Reglamento sobre los fondos de emprendimiento social europeos (FESE) permitirá a los inversores invertir más fácilmente en pequeñas y medianas empresas innovadoras, ya que la regulación se hace extensiva a los gestores de fondos de cualquier tamaño y se amplía la gama de sociedades en las que podrá invertirse. El procedimiento de selección de gestores de uno o varios fondos de fondos de capital riesgo paneuropeos promovidos por el sector privado finalizará en los próximos meses. Los servicios de la Comisión han evaluado los incentivos fiscales concedidos al capital riesgo y los inversores providenciales. Partiendo de esta evaluación y de las actuaciones previstas en la iniciativa sobre las empresas emergentes y en expansión de 2016, se publica hoy un estudio en el que se definen buenas prácticas. Este ayudará a los Estados miembros a diseñar e implementar su política, en su caso a través del Semestre Europeo, con vistas a mejorar la eficacia de dichos incentivos fiscales e impulsar el desarrollo de los mercados de capitales locales.
- **Entrada de sociedades y obtención por ellas de capital en mercados públicos:** se han realizado progresos a la hora de facilitar este proceso. El acuerdo alcanzado en diciembre de 2016 por el Parlamento Europeo y el Consejo en torno a la modernización del Reglamento de la UE sobre el folleto se publicará en junio de 2017 y se aplicará a partir de mediados de 2019. Entre las mejoras aportadas, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) gestionará una nueva base de datos en línea de carácter gratuito sobre los folletos, que estará disponible en toda la UE. La Comisión está trabajando actualmente con el Parlamento Europeo, los Estados miembros y la AEVM para establecer las medidas de ejecución, en particular las referentes al contenido y el formato del folleto simplificado de crecimiento de la Unión, el proceso de examen y aprobación, el documento de registro universal y la información a divulgar de cara a emisiones secundarias (a fin de imponer a los pequeños emisores y a los emisores frecuentes requisitos simplificados). La Comisión ha tomado también medidas para corregir el sesgo observado en el sistema tributario en favor de los recursos ajenos con respecto a los recursos propios, en el marco de su propuesta de octubre de 2016 para el establecimiento de una base imponible consolidada común del impuesto sobre sociedades (BICCIS). Las

evaluaciones de los obstáculos reglamentarios a la admisión a cotización de pymes y de la liquidez del mercado de bonos de empresa concluirán en breve.

- **Capacidad de los bancos para prestar a la economía:** el proceso tendente a liberar capacidad en el balance de los bancos, y generar así financiación adicional para la economía, ha progresado. El 30 de mayo, el Parlamento Europeo y el Consejo alcanzaron un acuerdo de principio sobre las titulizaciones simples, transparentes y normalizadas, así como sobre la revisión de los requisitos de capital de los bancos. En noviembre de 2016, la Comisión propuso modificar las normas de la UE sobre los requisitos de capital de los bancos, lo que le permitiría declarar exento a todo el sector de cooperativas de crédito de un Estado miembro. La consulta sobre la oportunidad de un marco a escala de la UE para los bonos garantizados y estructuras similares para los préstamos a pequeñas empresas ha concluido.
- **Inversión en infraestructura:** el acto delegado de Solvencia II se modificó en septiembre de 2015 y comenzó a aplicarse en abril de 2016, reduciendo los costes que supone para las compañías de seguros la inversión en proyectos de infraestructura admisibles. La Comisión presenta hoy también medidas destinadas a revisar la calibración de riesgos de las inversiones en empresas de infraestructura. A fin de estimular la inversión privada de los bancos en proyectos de infraestructura, la propuesta de noviembre de 2016 de modificar la legislación sobre los requisitos de capital (RRC/DRC IV) crearía un entorno normativo más sensible al riesgo para promover proyectos de infraestructura de alta calidad y reducir los riesgos para los inversores.
- **Inversión institucional y minorista:** se ha llevado a cabo una sólida labor preparatoria para sustentar las propuestas relativas a los planes de pensiones individuales a escala de la UE, a la distribución transfronteriza de los fondos de inversión y a la reducción de los costes que entraña para las compañías de seguros la inversión en deuda corporativa de colocación privada y capital de inversión. Paralelamente, en marzo de 2017, la Comisión presentó su plan de acción de servicios financieros destinados a los consumidores, que define diversas formas de proporcionar a los consumidores mayores posibilidades de elección y un mejor acceso a los servicios financieros minoristas en toda la UE. Para complementar la labor desarrollada en torno a la zona única de pagos en euros (SEPA), el plan de acción aborda también el problema de los elevados costes que supone realizar ciertos pagos en la UE. Asimismo, la Comisión está trabajando conjuntamente con las Autoridades Europeas de Supervisión (AES) para aumentar la transparencia y comparabilidad de los costes y rendimiento de los productos de pensión e inversión minorista.
- **Reestructuración preventiva y segunda oportunidad para los empresarios:** en noviembre de 2016, la Comisión propuso una serie de normas en materia de reestructuración preventiva, con el fin de evitar la liquidación de empresas viables que se enfrenten a dificultades financieras y de dar a los empresarios la oportunidad de volver a la actividad empresarial después de una quiebra. La propuesta contiene también normas destinadas a mejorar la eficiencia y previsibilidad de los procedimientos de insolvencia, a abaratar sus costes y a agilizarlos. Estas propuestas están actualmente siendo debatidas por el Parlamento Europeo y el Consejo y su rápida adopción contribuirá sustancialmente a lograr un entorno normativo que respalde la actividad empresarial.

- El informe de la Comisión de marzo de 2017 establece una hoja de ruta para la **eliminación de los obstáculos nacionales** a la libre circulación del capital. El Consejo de Asuntos Económicos y Financieros aprobó esa hoja de ruta el 23 de mayo de 2017.
- **Estabilidad financiera:** si bien, merced a la UMC, la mayor diversidad de los canales de financiación redundará en una mayor resiliencia del sistema financiero de la UE, subsiste la necesidad de poder identificar los riesgos que amenacen la estabilidad y reaccionar ante ellos en el supuesto de que tales riesgos se materialicen en los mercados de capitales. Tras la consulta que llevó a cabo en 2016, la Comisión se esforzará ahora por garantizar que la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) sea capaz de supervisar los riesgos potenciales para la estabilidad financiera que se deriven de la financiación a partir del mercado.

En lo relativo a las restantes medidas en relación con las cuales se anunciaban trabajos preparatorios en el plan de acción para la UMC, la Comisión dará rápidamente un nuevo paso con la presentación de **tres propuestas legislativas** que son esenciales para la creación de la UMC:

- 1. Para finales de junio de 2017, una propuesta legislativa sobre un producto paneuropeo de pensiones individuales.** Con ella se sentarán las bases para un mercado más seguro, transparente y eficiente en costes de planes individuales de ahorro pensión, asequibles y de carácter voluntario, que puedan gestionarse a escala paneuropea. La propuesta contribuirá a responder a las necesidades de aquellas personas que desean mejorar la adecuación de sus ahorros para la jubilación, a hacer frente al reto demográfico, a completar los productos y sistemas de pensiones existentes, y a incrementar la eficiencia de costes de los planes de pensiones individuales mediante la apertura de excelentes oportunidades para la inversión a largo plazo de los mismos.
- 2. En el cuarto trimestre de 2017, una propuesta legislativa que especifique las normas en materia de conflicto de leyes en relación con la oponibilidad frente a terceros de las operaciones con valores y créditos.** Las diferencias existentes en el régimen nacional de oponibilidad frente a terceros de la cesión de créditos complican el uso de estos instrumentos como garantía real transfronteriza y dificultan para los inversores la valoración del riesgo de invertir en instrumentos de deuda. Al disipar la incertidumbre en cuanto a la legislación aplicable, que genera costes y riesgos, esta propuesta promoverá las operaciones transfronterizas. Se basará en los trabajos de un grupo de expertos especialmente designado y en los resultados de la consulta pública en curso<sup>7</sup>. La propuesta permitirá determinar con claridad qué normativa es aplicable en lo que respecta a la oponibilidad de las operaciones con valores y créditos.
- 3. Durante el primer trimestre de 2018, una propuesta legislativa con vistas a la creación de un marco de la UE para los bonos garantizados.** Su finalidad será crear un mercado más integrado de bonos garantizados en la UE, sin por ello rebajar la calidad de los actuales bonos garantizados. Los mercados de dichos bonos son un importante conducto de financiación a largo plazo de la economía real.

<sup>7</sup> [Consulta pública sobre las normas en materia de conflicto de leyes en relación con la oponibilidad frente a terceros de las operaciones con valores y créditos.](#)

Paralelamente, la Comisión explorará la posibilidad de desarrollar *European Secured Notes* como instrumento orientado a los préstamos a pymes y los préstamos para infraestructura.

Además, los trabajos preparatorios de la Comisión sobre las medidas destinadas a cumplir los compromisos del plan de acción original que a continuación se indican también están avanzando:

- **Modificación del Reglamento Delegado por el que se completa la Directiva Solvencia II en 2018**, con vistas a revisar el régimen prudencial del capital inversión y la deuda de colocación privada, cuando así se justifique desde el punto de vista prudencial, desde la perspectiva de una supervisión basada en el riesgo.
- **Recomendación relativa a las colocaciones privadas** (*partiendo de la experiencia adquirida con regímenes nacionales que funcionan satisfactoriamente*)<sup>8</sup>. Los mercados de colocación privada de deuda pueden ampliar la disponibilidad de financiación para las medianas empresas que no coticen. La recomendación se valdrá de los resultados de un estudio que se publicarán en el **cuarto trimestre de 2017**.
- **Comunicación sobre una hoja de ruta para la eliminación de los obstáculos a la infraestructura de mercado postnegociación** (*partiendo de las recomendaciones del Foro Europeo Postnegociación*) en el **cuarto trimestre de 2017**. La infraestructura de mercado postnegociación desempeña un papel fundamental en los mercados de valores, al garantizar la transmisión ordenada de propiedad, el pago y el ejercicio de los derechos derivados de los valores<sup>9</sup>. Las operaciones transfronterizas siguen siendo, por término medio, considerablemente más costosas que las de ámbito nacional. Un entorno postnegociación eficiente puede reducir tales costes. Basándose en el informe del Foro Europeo Postnegociación, los servicios de la Comisión pondrán en marcha en breve una consulta pública a fin de recabar la opinión de los interesados en cuanto a la necesidad de introducir mejoras adicionales en el sector postnegociación, en aras de una mayor integración.
- **Comunicación sobre los mercados de bonos de empresa** (*partiendo de las recomendaciones del grupo de expertos sobre liquidez de los mercados de bonos de empresa*) en el **cuarto trimestre de 2017**. Los mercados de bonos de empresa son un importante conducto de financiación para las grandes empresas. La Comisión está evaluando el funcionamiento de estos mercados, prestando particular atención a la forma en que se podría mejorar la liquidez del mercado secundario.
- **Código de conducta** destinado a simplificar los **procedimientos de retención a cuenta, en particular en lo que respecta a las devoluciones**, de aquí a  **finales de 2017**. La Comisión está trabajando con expertos tributarios nacionales para intercambiar buenas prácticas y llegar a un acuerdo en torno a un código de conducta. De esta forma se avanzará de forma concreta en la búsqueda de soluciones operativas más eficientes para la recuperación de las retenciones a cuenta.

<sup>8</sup> Como los «schuldscheine» en Alemania y el mercado Euro-PP en Francia.

<sup>9</sup> La instrumentación de la recientemente aprobada Directiva sobre los derechos de los accionistas permitirá eliminar algunos de los obstáculos relacionados con el ejercicio de los derechos derivados de las acciones y la transmisión de datos a través de la cadena de intermediarios.



### 3. POR QUÉ LA UE NECESITA MÁS QUE NUNCA UNA UMC

La evolución reciente del contexto político y económico de la UE hace necesarios mercados de capitales fuertes y competitivos para financiar, junto con la unión bancaria, la economía de la UE. A raíz de esa evolución, la presente revisión intermedia del plan de acción para la UMC es aún más pertinente y oportuna.

A la luz de la creciente interconexión de los mercados financieros, a escala de la UE y mundial, es precisa una mayor integración de la supervisión en la UE a fin de hacer frente a los desafíos futuros de sus mercados financieros. La Comisión sigue estando comprometida con la integración de los mercados financieros y la cooperación internacional. La equivalencia es el instrumento clave que utiliza la UE para gestionar eficazmente, y en un entorno prudencial sólido y seguro, la actividad transfronteriza de quienes operan en los mercados, garantizando al mismo tiempo el funcionamiento del mercado único. Así pues, se requiere un marco de supervisión reforzado para la equivalencia.

Dentro de la UE, el **marco de supervisión** es un elemento necesario de cara al buen funcionamiento y la integración de los mercados de capitales, en consonancia con los objetivos enunciados en el informe de los cinco presidentes<sup>10</sup>. Se están tomando medidas, entre ellas una reciente consulta sobre las actividades de las AES, a fin de incrementar la capacidad de estas para preservar un funcionamiento ordenado de los mercados y la estabilidad financiera. Dentro de la Europa de los Veintisiete, convendría, en particular, reforzar la capacidad de la AEVM para lograr una supervisión coherente en todo su territorio. Se aseguraría de esta forma una aplicación uniforme del código normativo único en todo el mercado interior. Por consiguiente, las entidades financieras de dimensiones y con un perfil de riesgo similares deberían estar sujetas al mismo nivel de supervisión, independientemente del lugar de la UE en que estén ubicadas, para evitar el arbitraje regulatorio. El Documento de Reflexión sobre la profundización de la UEM insistía en el carácter fundamental, para la creación de una UMC, de un marco de supervisión más integrado que garantice la aplicación común de las normas del sector financiero y una ejecución más centralizada de la supervisión.

Al salir el **Reino Unido** del mercado único se hace más patente la urgente necesidad de reforzar e integrar en mayor medida el marco en el que operan los mercados de capitales de la UE, en particular en lo que respecta a las entidades de contrapartida central (ECC), las empresas de inversión y los mercados para las ofertas públicas iniciales. Asimismo, se acentúa la necesidad de una mayor integración de la supervisión a nivel de la UE.

La **tecnología financiera (FinTech)** está transformando los mercados de capitales, al incorporar a ellos nuevos participantes, aportar soluciones más eficientes, intensificar la competencia y disminuir los costes para las empresas y los inversores. Entre las innovaciones financieras que pueden ampliar y hacer más profundos los mercados de capitales de la UE cabe citar las siguientes: la microfinanciación colectiva y otros medios de financiación alternativos; la financiación de la cadena de suministro<sup>11</sup>; el asesoramiento automatizado; la votación en línea de los accionistas; y la posible utilización de la tecnología de cadena de bloques en la postnegociación. La tecnología financiera puede ofrecer soluciones con respecto a distintos segmentos y funciones de los

---

<sup>10</sup> [https://ec.europa.eu/commission/publications/five-presidents-report-completing-europes-economic-and-monetary-union\\_en](https://ec.europa.eu/commission/publications/five-presidents-report-completing-europes-economic-and-monetary-union_en)

<sup>11</sup> La definición de buenas prácticas en lo referente a la financiación de la cadena de suministro sería útil para el desarrollo de esta importante fuente de financiación para las pymes.

mercados de capitales, tales como: la emisión de acciones; la gobernanza corporativa; la gestión de activos; la intermediación en materia de inversión; la distribución de productos; y la infraestructura de mercado postnegociación, incluidos los servicios de custodia de valores.

Algunos de los textos legislativos más recientes, como la nueva Directiva sobre los servicios de pago<sup>12</sup>, han sido concebidos para responder a la rápida evolución tecnológica en el sector de los pagos y, por ende, para lograr un planteamiento equilibrado que permita a las empresas de tecnología financiera desarrollar nuevos modelos de negocio. La consulta pública en curso sobre tecnología financiera ayudará a la Comisión a identificar nuevas cuestiones que, en su caso, deban integrarse en el marco de actuación con respecto a la UMC.

Es necesaria una profunda reestructuración del sistema financiero para que las inversiones sean más **sostenibles** y para que el sistema promueva un desarrollo verdaderamente sostenible desde la óptica económica, social y medioambiental. Esto implica buscar formas de integrar la sostenibilidad en el marco normativo y de actuación de la UE en materia financiera, así como de movilizar y canalizar un mayor volumen de capital privado hacia las inversiones sostenibles. Los diecisiete Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) definidos en la Agenda 2030 de las Naciones Unidas para el Desarrollo Sostenible<sup>13</sup> ofrecen un marco para encauzar tales inversiones, que la UE se ha comprometido plenamente a implementar<sup>14</sup>.

Entre otros retos a largo plazo que plantea la sostenibilidad, la gestión del cambio climático dependerá de que los flujos de financiación sean coherentes con los objetivos a largo plazo de descarbonización y desarrollo resiliente al cambio climático. El Acuerdo de París, que supuso un punto de inflexión en el compromiso de la comunidad internacional en la lucha contra el cambio climático, hizo de las finanzas un aspecto fundamental de esa política.

La Agenda 2030 de las Naciones Unidas destaca asimismo la función clave que las finanzas deben desempeñar en el cumplimiento de los ODS. Los responsables políticos y el sector financiero están empezando a proponer soluciones que inciten a los inversores a reorientar su apoyo hacia proyectos a largo plazo sostenibles y empresas adecuadas.

Reconociendo la importancia de estos desafíos, la Comisión ha creado un grupo de expertos de alto nivel para que la asesore sobre la manera de integrar las consideraciones de sostenibilidad en la normativa financiera de la UE y las prácticas de los mercados financieros.

Del mismo modo, los mercados de capitales pueden también contribuir a canalizar el capital privado hacia oportunidades de inversión rentables con externalidades sociales positivas, ayudando así a la UE a cumplir con sus responsabilidades sociales.

Los **inversores institucionales** han sido tradicionalmente inversores a largo plazo en acciones en los mercados de capitales. No obstante, durante los últimos quince años, las compañías de seguros de la UE han reducido sus inversiones en acciones a entre un 5 y un 10 %, aproximadamente, de su cartera total actual. Las inversiones en acciones realizadas por fondos de pensiones permanecen en un nivel más significativo, pero se

---

<sup>12</sup> [Directiva \(UE\) 2015/2366](#), de 25 de noviembre de 2015, sobre servicios de pago (DO L 337 de 23.12.2015, p. 35).

<sup>13</sup> [Resolución A/RES/70/1 de las Naciones Unidas](#).

<sup>14</sup> Comunicación de la Comisión, *Próximas etapas para un futuro europeo sostenible* [\[COM\(2016\) 739 final\]](#).

sitúan fundamentalmente en su mercado nacional o, en el supuesto de estar ubicadas en el extranjero, lo están fuera de la zona del euro. Es necesario evaluar, además de otros factores, los determinantes económicos de las inversiones en acciones de las compañías de seguros y los fondos de pensiones, en particular las inversiones en la UE, y el impacto potencial de las restricciones normativas a escala nacional y de la UE.

Por último, es necesario ampliar el **alcance geográfico de los mercados de capitales**, de modo que todos los Estados miembros puedan disfrutar de las ventajas de unos mercados de capitales más profundos e integrados. La UMC puede ayudar a desarrollar aquellos segmentos de mercado y canales de financiación que requieren proximidad y ofrecen soluciones locales a las empresas y los inversores. Al mismo tiempo, la UMC llevará a una mayor integración de los mercados de capitales y, de este modo, permitirá a las empresas y los inversores acceder a fuentes de capital más profundas en otros lugares de la UE.

#### **4. NUEVAS INICIATIVAS PRIORITARIAS PARA REFORZAR EL PLAN DE ACCIÓN PARA LA UMC**

La evolución de estos retos exige una remodelación del plan de acción para la UMC, de forma que ofrezca respuestas contundentes. La presente revisión intermedia se articula en torno a una serie de nuevas medidas prioritarias que siguen centrándose en la simplificación de las inversiones transfronterizas, el desarrollo de ecosistemas de mercados de capitales en toda la UE, y la consideración de algunas otras dimensiones de los sistemas de los mercados de capitales de la UE en desarrollo.

Las medidas identificadas en el presente documento, junto con las líneas de actuación aún pendientes de cara a la UMC, permitirán contribuir de forma decisiva y duradera a sentar las bases de una verdadera UMC de aquí a 2019. Las nuevas iniciativas contenidas en la presente Comunicación se integrarán en el programa de trabajo de la Comisión para 2018. Todas las medidas se elaborarán de conformidad con los principios de mejora de la legislación, en particular realizando una evaluación de impacto, reduciendo al mínimo los costes de cumplimiento y velando por la proporcionalidad a la hora de elaborar propuestas legislativas.

En el anexo se presenta el conjunto de medidas destinadas a establecer los elementos que constituirán la UMC de aquí a 2019. En el documento de trabajo de los servicios de la Comisión que acompaña a la presente Comunicación<sup>15</sup> se incluye información más detallada sobre la labor realizada por dichos servicios con vistas a cumplir los compromisos relativos a la UMC. Una progresión clara en la ejecución de este programa impulsará irreversiblemente el objetivo de creación de la UMC.

##### **4.1. Reforzar la eficacia de la supervisión para acelerar la integración de los mercados**

La supervisión será un aspecto clave de la labor orientada a crear la UMC, habida cuenta del papel fundamental que desempeña a la hora de acelerar la integración de los mercados y abrir oportunidades ligadas al mercado único para las entidades financieras y los inversores.

---

<sup>15</sup> Documento de trabajo de los servicios de la Comisión que acompaña a la presente Comunicación (Análisis económico).

Una supervisión más eficaz y coherente es esencial para eliminar las posibilidades de arbitraje regulador entre Estados miembros basadas en el modo en que estos supervisan las entidades y actividades financieras.

Una supervisión coherente y eficaz garantiza el buen funcionamiento de los mercados de capitales, al eliminar los obstáculos a la inversión transfronteriza, y contribuye a simplificar el entorno empresarial y reducir los costes de cumplimiento que se derivan de una aplicación divergente de las normas para aquellas empresas que operan a escala transfronteriza. Una supervisión más eficaz crea nuevas oportunidades ligadas al mercado único para las entidades financieras y los inversores, y permite a las empresas acceder a financiación en un mercado más amplio. Asimismo, una supervisión coherente y eficaz contribuye a reforzar la protección de los inversores, crear confianza en los mercados de capitales y preservar la estabilidad financiera.

La AEVM, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ) y la Autoridad Bancaria Europea (ABE) tienen un importante papel que desempeñar a la hora de fomentar la convergencia de la supervisión y, por lo tanto, de impulsar la integración de los mercados.

La reciente consulta sobre las AES<sup>16</sup> ha puesto de manifiesto la necesidad de modernizar las normas con arreglo a las cuales dichas Autoridades actúan para aumentar la eficacia de la supervisión. Las respuestas a la consulta de los interesados apuntan a la necesidad de adaptar el marco reglamentario en el que las AES desarrollan su actividad a fin de mejorar su capacidad de supervisión del sector financiero y de permitirles así alcanzar mejor sus objetivos.

La AEVM, en particular, desempeña un papel clave de cara a la integración de los mercados de capitales. En aras de un enfoque común de la supervisión en la UE y de una aplicación coherente del código normativo único para los mercados de capitales, es preciso reforzar la capacidad de la AEVM para detectar y corregir las deficiencias en la supervisión nacional, y definir los ámbitos en los que puede justificarse una supervisión directa por parte de la AEVM.

Los retos que se plantean en relación con las ECC son especialmente dignos de mención. La creciente importancia sistémica de las ECC para el sistema financiero de la UE – debido al tamaño y a la interconexión de aquellas– ha puesto de relieve las carencias de las disposiciones actuales tanto en relación con las ECC de la UE como con las de terceros países. La Comisión anunció su intención de presentar una propuesta legislativa en junio para consolidar el marco aplicable a las ECC, tanto de la UE como de terceros países, con la finalidad de velar por la estabilidad financiera y la seguridad y solidez de las ECC y de respaldar el ulterior desarrollo de la UMC.

Los instrumentos de supervisión de la AEVM deben optimizarse para garantizar que las deficiencias detectadas en los resultados y las prácticas de supervisión nacionales se subsanen de manera sistemática y coherente, respetando al mismo tiempo el principio de subsidiariedad.

### **Acción prioritaria 1**

**En el tercer trimestre de 2017, la Comisión propondrá modificaciones del funcionamiento de la AEVM y de las demás AES, a fin de promover una**

<sup>16</sup> [Consulta pública sobre el funcionamiento de las Autoridades Europeas de Supervisión.](#)

**supervisión eficaz y coherente en toda la UE y más allá de sus fronteras. En determinados sectores, la Comisión reforzará las competencias de la AEVM, lo que incluirá, cuando proceda, la atribución de competencias de supervisión directa para contribuir al buen funcionamiento de la UMC.**

#### **4.2. Mejorar la proporcionalidad de las normas en apoyo de las ofertas públicas iniciales y las empresas de inversión**

Es preciso tomar medidas adicionales para garantizar que las empresas y los inversores europeos puedan beneficiarse plenamente del acceso a los mercados públicos. En concreto, la cotización de pymes sigue siendo baja en la UE. El volumen de recursos propios obtenido en mercados específicos de pymes se ha reducido en 9 000 millones EUR en comparación con los niveles anteriores a la crisis.

Las pymes que intentan obtener menos de 100 millones EUR a través de la emisión pública de valores tropiezan con particulares problemas. El actual marco regulador puede disuadir a esas empresas de captar fondos en mercados públicos. El plan de acción para la UMC destacó la necesidad de garantizar que los mercados de pymes en expansión<sup>17</sup> hallen un justo equilibrio entre la concesión de una protección suficiente a los inversores y la evitación de cargas administrativas injustificadas.

En colaboración con los representantes de ecosistemas de mercados públicos, la Comisión ha intentado evaluar cómo funcionan los mercados públicos de pymes y determinar posibles soluciones para poner fin a los obstáculos a la admisión a cotización de las pymes<sup>18</sup>. Los servicios de la Comisión publicarán próximamente un informe sobre dichos obstáculos, que servirá de punto de partida para un programa de trabajo coherente en este ámbito, entre otras cosas en relación con la acción prioritaria 2.

Basándose en la importante aportación de los interesados, la Comisión analizará los obstáculos normativos a la admisión de pymes en los mercados regulados y los mercados de pymes en expansión, según lo previsto en la convocatoria de datos<sup>19</sup>. Mediante esta revisión de determinados textos fundamentales de la legislación sectorial (p.ej., la MiFID II y el RAM<sup>20</sup>) se tratará de averiguar en qué medida estas disposiciones legislativas

---

<sup>17</sup> La MiFID II ([Directiva 2014/65/UE](#), de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros, DO L 173 de 12.6.2014, p. 349) establece una nueva categoría de mercados, denominados mercados de pymes en expansión, para facilitar a las pymes el acceso al capital. Un mercado de pymes en expansión es un sistema multilateral de negociación en el que, como mínimo, el 50 % de los emisores cuyos instrumentos financieros se negocian en él son pymes. Las pymes se definen como empresas con una capitalización de mercado media inferior a 200 millones EUR.

<sup>18</sup> En octubre y diciembre de 2016 se celebraron dos seminarios sobre los siguientes temas: fomentar la admisión a negociación de participaciones de pymes; soluciones a los problemas normativos y las deficiencias del mercado; y obstáculos a los que se enfrenten los mercados de pymes en expansión.

<sup>19</sup> Las respuestas a la consulta pública y la convocatoria de datos señalaban que algunos aspectos técnicos de las normas podrían modificarse para aliviar la carga administrativa de los pequeños emisores, sin alterar los principios básicos de la normativa. Entre ellos cabría incluir los aspectos técnicos relacionados con las listas de iniciados y las obligaciones de declaración de las operaciones de los directivos.

<sup>20</sup> [Reglamento \(UE\) n.º 596/2014](#), de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (DO L 173 de 12.6.2014, p. 1).

tienen en cuenta las limitaciones que pesan sobre las pymes y los mercados en expansión<sup>21</sup>.

#### **Acción prioritaria 2**

**La Comisión explorará, a través de una evaluación de impacto, si la introducción de modificaciones puntuales en la legislación pertinente de la UE podría crear un entorno regulador más proporcionado para apoyar la admisión de pymes a cotización en mercados públicos, lo que podría llevar a modificar de forma puntual la legislación sectorial en el segundo trimestre de 2018.**

Las empresas de inversión prestan una serie de servicios que permiten a los inversores tener acceso a los mercados de valores y derivados y que consisten en asesoramiento en materia de inversión, gestión de carteras, intermediación, ejecución de órdenes, negociación por cuenta propia, aseguramiento, etc. Las disposiciones de la UE que regulan su autorización y conducta están contenidas en la MiFID. Además, esas empresas están sujetas a normas prudenciales de conformidad con el RRC y la DRC<sup>22</sup>. Un marco prudencial y de supervisión más eficaz, que se ajuste al tamaño y la naturaleza de las empresas de inversión, restablecería la igualdad de condiciones, estimularía la competencia y mejoraría el acceso de los inversores a nuevas oportunidades y formas más adecuadas de gestionar sus riesgos. Garantizaría, por tanto, que las deslocalizaciones no vengan determinadas por el arbitraje regulador o las diferencias en el marco de supervisión.

#### **Acción prioritaria 3**

**La Comisión presentará una propuesta legislativa para revisar el tratamiento prudencial de las empresas de inversión en el cuarto trimestre de 2017.**

### **4.3. Aprovechar el potencial de la tecnología financiera**

La Comisión está analizando de qué modo la tecnología financiera puede contribuir a ampliar y profundizar los mercados de capitales aprovechando el potencial de la digitalización para transformar los modelos de negocio, a través de soluciones basadas en los datos en los sectores de la gestión de activos, la intermediación en materia de inversión y la distribución de productos.

Las empresas innovadoras, independientemente de que sean empresas de nueva creación o estén ya establecidas en el mercado, han expresado el temor de que las prácticas nacionales de supervisión puedan limitar su capacidad de innovar y ofrecer servicios transfronterizos. En particular, las empresas innovadoras alegan ser objeto de una aplicación incoherente o desproporcionada de los requisitos reglamentarios.

Recientemente, los reguladores y supervisores de algunos Estados miembros han ideado métodos para apoyar el desarrollo de las empresas innovadoras, trabajando con ellas con la finalidad de comprender sus problemas específicos. Estas iniciativas, denominadas en

<sup>21</sup> Esta revisión puede referirse a legislación sectorial ya aplicable o que lo será en breve. En tanto no haya concluido, la legislación sectorial vigente seguirá siendo de aplicación.

<sup>22</sup> [Directiva 2013/36/UE](#) del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión (DO L 176 de 27.6.2013, p. 338); Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión (DO L 176 de 27.6.2013, p. 1).

inglés «regulatory sandboxes» (campos de pruebas normativos), incluyen plataformas que ofrecen orientación sobre la normativa aplicable y asistencia directa de supervisión mientras dichas empresas ponen a prueba sus actividades.

Por otra parte, en la legislación adoptada recientemente, como la Directiva sobre servicios de pago<sup>23</sup>, se ha procurado reconocer la existencia de las empresas de tecnología financiera e introducir un enfoque equilibrado al respecto.

La consulta pública en curso sobre tecnología financiera, iniciada el 23 de marzo de 2017, facilitará a la Comisión una valiosa información sobre:

- la necesidad, en su caso, de nuevas disposiciones de autorización más proporcionadas para las actividades y las empresas de tecnología financiera en sectores tales como los de la microinversión colectiva y los micropréstamos colectivos;
- la forma de ayudar a las empresas de tecnología financiera que estén registradas en un país de la UE y realicen actividades transfronterizas, sin exigir una nueva autorización en cada país de la UE («pasaporte»).

#### **Acción prioritaria 4**

**Dentro de un planteamiento global de facilitación de la tecnología financiera, la Comisión evaluará la conveniencia de un marco de autorización y concesión de pasaporte a nivel de la UE para las actividades de tecnología financiera en el cuarto trimestre de 2017.**

#### **4.4. Reforzar la actividad crediticia bancaria y la estabilidad a través de los mercados de capitales**

Los mercados de capitales también pueden ayudar a los bancos europeos a superar las dificultades que suponen los préstamos dudosos, que están siendo una pesada rémora para algunos sistemas bancarios nacionales. Los préstamos dudosos tienen un impacto negativo considerable sobre la rentabilidad de los bancos y su capacidad para conceder préstamos, entre otros, a las pymes.

Una política destinada a mejorar el funcionamiento de los mercados secundarios para los préstamos dudosos es una parte fundamental de cualquier solución duradera. Esta solución podría incluir medidas para propiciar una mayor previsibilidad y transparencia, que permita a los compradores potenciales de préstamos dudosos en el mercado secundario determinar con mayor exactitud el precio de dichos activos.

Los bancos podrían así vender sus préstamos dudosos a un número más amplio de inversores, lo que podría dar lugar a que los precios de las operaciones reflejaran mejor el valor subyacente de los activos. De esta forma, las entidades de crédito contarían con un balance saneado y estarían mejor preparadas para aportar un nuevo flujo crediticio a la economía.

Los servicios de la Comisión iniciarán en breve una consulta pública sobre una posible actuación de la UE en ámbitos tales como la administración de préstamos por terceros (es

---

<sup>23</sup> [Directiva \(UE\) 2015/2366](#), de 25 de noviembre de 2015, sobre servicios de pago (DO L 337 de 23.12.2015, p. 35).

decir, partes distintas del prestamista inicial) y la cesión de préstamos, en su caso a entidades no bancarias.

La gestión de los préstamos dudosos se vería también beneficiada por la existencia de marcos más eficientes y previsibles de ejecución de préstamos y de insolvencia que permitieran a los acreedores garantizados una rápida recuperación de valor. La evaluación comparativa en curso, que finalizará en el cuarto trimestre de 2017, permitirá conocer las características de los sistemas de ejecución o insolvencia que contribuyan a obtener los mejores y los peores resultados.

La evaluación comparativa pone también de relieve las dificultades que plantea para los bancos y otros acreedores garantizados la ineficiencia del marco jurídico para la ejecución de las garantías reales a la hora de recuperar valor de los préstamos dudosos. Es posible reforzar la capacidad de los acreedores garantizados de recuperar el valor de las garantías reales sobre los préstamos a sociedades y empresarios, inspirándose en la experiencia de algunos Estados miembros, de tal modo que no sea necesario alterar los sistemas nacionales de insolvencia y los procedimientos previos y que sea coherente con los objetivos de la propuesta sobre reestructuración y segunda oportunidad.

#### **Acción prioritaria 5**

**En el marco de su labor para subsanar el problema de los préstamos dudosos, la Comisión presentará una serie de medidas de apoyo a los mercados secundarios de tales préstamos. La Comisión realizará también una evaluación de impacto con vistas a estudiar la posibilidad de una iniciativa legislativa para reforzar la capacidad de los acreedores garantizados de recuperar valor de los préstamos garantizados a sociedades y empresarios (primer trimestre de 2018), manteniendo la coherencia y complementariedad de tal iniciativa con la propuesta de la Comisión de noviembre de 2016 sobre la eficacia de los sistemas y procedimientos previos a la insolvencia y de reestructuración, y haciendo todo lo posible por ayudar a los colegisladores a alcanzar un acuerdo sobre dicha propuesta de forma prioritaria.**

#### **4.5. Reforzar el liderazgo de la UE en materia de inversión sostenible**

Tanto la Agenda 2030 de las Naciones Unidas para el Desarrollo Sostenible<sup>24</sup> como el Acuerdo de París muestran claramente que la reforma del sistema financiero es esencial para llevar nuestras economías por una senda de crecimiento sostenible. Para reorientar los flujos de capital privado hacia inversiones más sostenibles se requiere un replanteamiento global y profundo de nuestro marco financiero.

Las decisiones de inversión a largo plazo deberían atender a una gama más amplia de riesgos y beneficios, incluidos los relacionados con las externalidades medioambientales o sociales.

Tener en cuenta los riesgos relacionados con el clima y el medio ambiente es también fundamental para la estabilidad del sistema financiero. A tal fin, la Comisión creó un grupo de expertos de alto nivel sobre finanzas sostenibles encargado de desarrollar un programa estratégico europeo. El grupo publicará sus recomendaciones de cara a la adopción de una estrategia global y exhaustiva de la UE en materia de finanzas sostenibles de aquí a diciembre de 2017.

<sup>24</sup> [Resolución A/RES/70/1 de las Naciones Unidas.](#)



Los mercados financieros tienden cada vez más a diferenciar entre las inversiones sostenibles y las demás. Los bonos verdes están a la vanguardia de esas inversiones sostenibles. Otros ejemplos son los fondos de impacto social y la concesión y empaquetado de hipotecas vinculadas a la eficiencia energética. La evolución positiva de estos mercados debe respaldarse a través de medidas a nivel de la UE destinadas a mejorar la confianza en la ejecución de los proyectos, la publicación de información y los distintivos, y a ofrecer el oportuno reconocimiento normativo de cualquier mejora observada en la evolución de la relación riesgo-rendimiento de estos activos.

En breve, la Comisión publicará una serie de directrices no vinculantes que proporcionarán a las empresas una metodología basada en principios, a fin de ayudarlas a satisfacer los actuales requisitos de información no financiera de la UE. Estas directrices se basarán en marcos sectoriales o temáticos como las próximas recomendaciones del grupo de trabajo sobre información financiera relacionada con el clima creado por el Consejo de Estabilidad Financiera, que podrían ser útiles para la divulgación de información no financiera.

En el contexto de la consulta para la revisión intermedia de la UMC, se instó a la Comisión a reflexionar sobre las medidas que podrían ya ponerse en marcha para comenzar a reajustar el marco de actuación de la UE en el sector financiero. Entre otras medidas identificadas cabría citar las siguientes:

- aclarar que las obligaciones fiduciarias de los propietarios y gestores de activos incluyen la de integrar las consideraciones medioambientales, sociales y de gobernanza en el proceso de toma de decisiones;
- velar por que la sostenibilidad ocupe un lugar más importante en la gobernanza corporativa;
- promover una mayor integración de los resultados en materia medioambiental, social y de gobernanza en las calificaciones de los emisores y los principales índices de referencia del mercado.

La revisión del marco del Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas (FEIE) también está focalizando la atención en la consecución de los objetivos sociales y medioambientales de la UE. Resulta oportuno combinar de manera eficiente el capital privado, la financiación del FEIE y otros fondos de la UE para reorientar las inversiones hacia esas externalidades sociales y ambientales positivas, contribuyendo así también a la consecución de los objetivos del recientemente establecido pilar europeo de derechos sociales<sup>25</sup>.

#### **Acción prioritaria 6**

**La Comisión decidirá en el primer trimestre de 2018, a más tardar, sobre las medidas concretas de seguimiento de las recomendaciones del grupo de expertos de alto nivel sobre finanzas sostenibles. En particular, pondrá ya en marcha los trabajos preparatorios de las medidas para mejorar la divulgación de información e integrar más la sostenibilidad y las consideraciones medioambientales, sociales y de gobernanza en los métodos de calificación y los procesos de supervisión, así como en los mandatos de inversión de los inversores institucionales y los gestores de activos.**

<sup>25</sup> [Comunicación de la Comisión, \*Establecimiento de un pilar europeo de derechos sociales\*](#) [COM(2017) 250 final, de 26.4.2017].

**Asimismo, desarrollará un planteamiento para tener en cuenta las consideraciones de sostenibilidad en las futuras revisiones de la legislación financiera.**

#### **4.6. Inversiones transfronterizas**

Los fondos de inversión en la UE siguen siendo pequeños y menos rentables que en algunos otros países o territorios, y su distribución es aún limitada desde el punto de vista geográfico. La información recogida durante la consulta pública pone de manifiesto que una de las principales causas es la falta de convergencia en materia de regulación y supervisión, y, entre otras cosas, los requisitos nacionales divergentes sobre el uso del pasaporte de comercialización en virtud de las Directivas OICVM y GFIA. Una mayor distribución transfronteriza, en particular, de tipo digital, permitiría a los fondos crecer, repartir el capital de manera más eficiente en toda la UE y competir en los mercados nacionales, ofreciendo más rentabilidad y una mayor innovación.

La Comisión, junto con un grupo de expertos integrado por representantes de los Estados miembros, confeccionó un catálogo de los obstáculos a la distribución transfronteriza de fondos de inversión. A partir de él se elaboró una hoja de ruta aprobada por los Estados miembros en mayo de 2017 para hacer frente a la primera serie de obstáculos identificados y para determinar y dismantelar otros obstáculos potenciales en ámbitos pertinentes para la UMC.

Además de las medidas referidas a los fondos de inversión, la hoja de ruta contiene medidas en otros ámbitos, tales como los procedimientos de retención a cuenta.

#### **Acción prioritaria 7**

**En el primer trimestre de 2018, la Comisión realizará una evaluación de impacto con vistas a estudiar una posible propuesta legislativa para facilitar la distribución transfronteriza y la supervisión de los OICVM y los FIA.**

Un entorno de inversión estable es crucial para estimular la inversión dentro de la UE. Para los inversores de la UE, las administraciones nacionales, las partes interesadas, así como los jueces nacionales, es especialmente importante una mayor claridad sobre las normas sustantivas de la Unión vigentes. Se garantizará así una mayor transparencia en lo referente a la protección efectiva de los derechos de los inversores de la UE en el mercado único.

Los tratados bilaterales de inversión entre los Estados miembros establecen regímenes diversos que se salen del marco legal de la UE respecto de las inversiones transfronterizas en el mercado único. Son incompatibles con el Derecho de la UE. La Comisión ha iniciado procedimientos de infracción en relación con los tratados bilaterales de inversión entre países de la UE. Además, la Comisión está examinando las opciones con que cuenta para establecer un marco de resolución amistosa de litigios en materia de inversión.

#### **Acción prioritaria 8**

**En el primer trimestre de 2018, la Comisión adoptará una comunicación interpretativa que proporcione orientación sobre las normas de la UE en vigor respecto del tratamiento de las inversiones transfronterizas en la UE.**

**Asimismo, iniciará inmediatamente una evaluación de impacto con miras a establecer un marco adecuado para la resolución amistosa de litigios en materia de**

**inversión.**

#### **4.7. Apoyar el desarrollo de ecosistemas locales de mercados de capitales**

Para que la financiación a partir del mercado pueda ser una alternativa viable y sostenible a los préstamos bancarios, la UMC debe crear los circuitos financieros, las convenciones del mercado y la infraestructura técnica y jurídica. Los participantes en el mercado podrán así operar a nivel local, regional o nacional y también realizar operaciones a escala paneuropea con plena confianza.

La madurez de los mercados de capitales varía considerablemente entre países. Es necesario ampliar el alcance geográfico de los mercados de capitales, de modo que todos los Estados miembros puedan disfrutar de las ventajas de unos mercados de capitales más profundos e integrados. Son los Estados miembros de Europa Central, Oriental y Sudoriental los que se enfrentarán con las mayores dificultades.

Para apoyar el desarrollo de los mercados locales y contribuir a reforzar los ecosistemas de los mercados de capitales a través de la asistencia técnica, la Comisión está colaborando activamente con un número cada vez mayor de Estados miembros<sup>26</sup>.

Los debates mantenidos por la Comisión en el marco de la Iniciativa de Viena, que apoya las inversiones en la región de Europa Central, Oriental y Sudoriental y más allá, dieron lugar a la creación de un grupo de trabajo sobre la UMC en marzo de 2017. El grupo publicará a finales de 2017 un informe en el que se determinarán los frentes de actuación más importantes y se propondrán soluciones para el desarrollo ulterior de los mercados de capitales.

La Comisión continuará respaldando firmemente los esfuerzos para ampliar el alcance geográfico de los mercados de capitales, mediante soluciones locales y de proximidad para la financiación de las pymes. Un elemento clave para alcanzar estos objetivos es la prestación de asistencia técnica a los Estados miembros a través del programa de apoyo a las reformas estructurales. El programa contribuirá a las reformas estructurales institucionales, administrativas y en favor del crecimiento en los Estados miembros, ofreciendo apoyo a las autoridades nacionales. En el marco de este programa, la Comisión ha recibido hasta la fecha más de cincuenta solicitudes de asistencia técnica en el sector financiero procedentes de trece Estados miembros, en las que se pedía fundamentalmente apoyo con vistas al desarrollo de los mercados de capitales<sup>27</sup>.

#### **Acción prioritaria 9**

**En el segundo trimestre de 2018, la Comisión propondrá una estrategia global sobre las medidas que podrían adoptarse a nivel de la UE para respaldar el desarrollo de los mercados de capitales locales y regionales en toda la UE. La estrategia se basará**

<sup>26</sup> En colaboración con el Banco Europeo de Inversiones, la plataforma fi-compass proporcionó apoyo en lo que se refiere a instrumentos financieros financiados por los Fondos Estructurales y de Inversión Europeos en 26 Estados miembros, en particular de Europa Central, Oriental y Sudoriental.

<sup>27</sup> Estas solicitudes se referían, entre otras cosas, a la facilitación del acceso al mercado o de la fase de expansión en el desarrollo empresarial, a la financiación alternativa para las empresas maduras (titulización, etc.) y a la supervisión de los mercados de capitales.

**en el informe del grupo de trabajo sobre la UMC de la Iniciativa de Viena y tendrá en cuenta la experiencia adquirida a través del creciente apoyo técnico prestado previa solicitud en el marco del programa de apoyo a las reformas estructurales de la Comisión.**

## **5. CONCLUSIÓN: LLEVAR A CABO REFORMAS CON EFECTOS DURADEROS**

La finalidad de la UMC es crear las condiciones propicias para que puedan desarrollarse y consolidarse nuevas formas de financiación en beneficio de las empresas, en particular las pequeñas, y de las inversiones a largo plazo y en infraestructura. Valiéndose de las innovaciones financieras, pretende colmar la brecha informativa existente entre los inversores y las empresas y ofrecer oportunidades de inversión más rentables a los inversores minoristas. La UMC tiene también como objetivo movilizar capital privado para financiar inversiones sostenibles, para lo cual habrá de determinarse la forma de crear una normativa financiera que acelere la transferencia de capital privado de los proyectos ecológica y socialmente insostenibles a proyectos sostenibles.

La UMC busca superar la situación de dependencia de los préstamos bancarios en que se encuentra la economía de la UE, proporcionando un sistema más diversificado en el que la financiación no bancaria complementa eficazmente los canales bancarios tradicionales.

De esta manera, aumentarían los fondos disponibles para financiar la economía de la UE. Dado que la UMC implica un reequilibrio general del sistema financiero de la UE, un cambio estructural de ese calado requiere tiempo para tomar forma y cimentarse.

La reforma normativa es solo una parte del cambio necesario. Se requiere tiempo para crear los circuitos financieros, las convenciones del mercado y las infraestructuras técnicas y jurídicas que permitan a los participantes en los mercados efectuar sus operaciones de manera más eficiente.

La Comisión ha cumplido sistemáticamente los compromisos que enunció en el plan de acción para la UMC de septiembre de 2015, de acuerdo con el calendario inicial. Su objetivo ha sido impulsar el cambio para desarrollar así la proyección y la eficiencia de la financiación a través del mercado de capitales. En concreto, ha presentado propuestas para desarrollar los mercados de capital riesgo; facilitar y abaratar el acceso de las empresas a los mercados públicos, revisando las normas sobre los folletos; eliminar el trato tributario preferente aplicado a los recursos ajenos en comparación con los recursos propios; promover un mercado de titulizaciones seguro y líquido; y dar a los empresarios honrados la posibilidad de proceder a una reestructuración o una segunda oportunidad en caso de quiebra. La Comisión también ha adoptado medidas para apoyar las inversiones en infraestructura por parte de las compañías de seguros y los bancos.

Tras los completos trabajos preparatorios anunciados en el plan de acción inicial, la Comisión presentará pronto propuestas con vistas a la creación de un producto paneuropeo de pensiones individuales simple, eficiente y competitivo y la eliminación de los obstáculos transfronterizos a la propiedad de los valores, así como en relación con los bonos garantizados.

Entre las nuevas prioridades de la revisión intermedia de la UMC, la Comisión procurará reforzar el marco de supervisión de los mercados de capitales, conferir un carácter más proporcionado a las normas aplicables a las pequeñas empresas cotizadas y las empresas de inversión, eliminar los obstáculos a la inversión transfronteriza subsistentes, afianzar

el liderazgo de la UE en materia de finanzas sostenibles y facilitar la tecnología financiera.

La revisión intermedia establece un completo programa de reforma, a fin de que, de aquí a 2019, se hayan implantado los elementos constitutivos de la UMC. De este modo se consolidarán las condiciones necesarias para reformar el sistema financiero de la UE, lo que implica que se reequilibre la combinación de financiación bancaria y no bancaria.

Estas medidas garantizarán también que los mercados de capitales de la UE puedan responder a nuevos retos, entre ellos la salida del Reino Unido del mercado único.

El éxito de la UMC dependerá del grado de compromiso político del Parlamento Europeo y de los Estados miembros y del modo en que los participantes en los mercados hagan uso de sus elementos constitutivos. El sector financiero debe desempeñar el papel que le corresponde a la hora de recuperar la credibilidad ante sus clientes y fortalecer la confianza en los mercados de capitales en toda la UE.

La Comisión informará periódicamente al Parlamento Europeo y al Consejo de los progresos realizados. Los informes que presente deben servir de base para un diálogo reforzado entre las instituciones, a fin de lograr avances significativos en la aplicación de las medidas prioritarias propuestas dentro de la actual legislatura.

## Anexo – Panorama completo de los elementos constitutivos de la UMC que deberán instaurarse de aquí a 2019

El presente anexo ofrece un panorama general de las medidas destinadas a instaurar los elementos constitutivos de la UMC de aquí a 2019. Incluye las acciones prioritarias derivadas de la revisión intermedia, el seguimiento de los compromisos existentes y una serie de nuevas medidas.

En el documento de trabajo de los servicios de la Comisión que acompaña a la presente Comunicación (Análisis económico) se proporciona información más detallada sobre todas esas medidas. Los cuadros que figuran a continuación indican también, cuando ya se haya determinado, si la medida considerada consistirá en una **propuesta legislativa (L)**, una **medida de nivel 2 (L2)**, una **medida no legislativa (NL)** o una **Comunicación** de la Comisión (C).

<b>REFUERZO DE LA CAPACIDAD DE LOS MERCADOS DE CAPITALES DE LA UE</b>			
Supervisión	Propuesta de modificaciones del funcionamiento de la AEVM y de las demás AES, para promover una supervisión eficaz y coherente en toda la UE y más allá de sus fronteras (acción prioritaria 1).	Acción prioritaria (L)	Tercer trimestre de 2017
Desarrollo de los mercados de capitales locales y regionales	Estrategia global de la UE sobre el desarrollo de los mercados de capitales locales y regionales en toda la UE (acción prioritaria 9)	Acción prioritaria (NL)	Segundo trimestre de 2018

<b>FINANCIACIÓN EN FAVOR DE LA INNOVACIÓN, LAS EMPRESAS DE NUEVA CREACIÓN Y LAS EMPRESAS NO COTIZADAS</b>			
Plataformas de financiación de empresas innovadoras	Evaluación de la conveniencia de un marco de la UE para la autorización y concesión de pasaporte para las actividades de tecnología financiera (acción prioritaria 4)	Acción prioritaria	Cuarto trimestre de 2017
	Informe sobre buenas prácticas en materia de financiación de la cadena de suministro	Nueva acción (NL)	Cuarto trimestre de 2018
Inversores providenciales y financiación de riesgo	Buenas prácticas en materia de regímenes tributarios de incentivación de las inversiones de capital riesgo o de los inversores providenciales	Acción de seguimiento (NL)	2017-2018
Colocaciones privadas	Recomendación para fomentar buenas prácticas	Acción de seguimiento (NL)	Cuarto trimestre de 2017
Obstáculos a la financiación de las pymes relacionados con la información	Selección de propuestas a raíz de la convocatoria de propuestas para financiar proyectos de desarrollo de capacidades en el marco del programa Horizonte 2020	Acción de seguimiento (NL)	Cuarto trimestre de 2017

<b>FACILITACIÓN DEL ACCESO DE LAS EMPRESAS A LOS MERCADOS PÚBLICOS Y LA OBTENCIÓN DE CAPITAL EN ELLOS</b>			
<b>Folleto de ofertas públicas</b>	Medidas de ejecución	Acción de seguimiento (L2)	2018-2019
<b>Mercados de bonos de empresa</b>	Comunicación (hoja de ruta) para proponer un posible seguimiento	Acción de seguimiento (C)	Cuarto trimestre de 2017
<b>Paquete de medidas para la admisión a cotización de las pymes</b>	<b>Evaluación de impacto para explorar si, mediante determinadas modificaciones de la normativa pertinente de la UE, se podría contribuir a un entorno regulador más proporcionado para respaldar la cotización de pymes en mercados públicos (acción prioritaria 2)</b>	<b>Acción prioritaria</b>	Segundo trimestre de 2018
	Evaluación del impacto de las normas de nivel 2 de la MiFID II en el análisis de capital de las pymes cotizadas	Nueva acción (NL)	Primer trimestre de 2019
	Seguimiento de los progresos en relación con el compromiso del CNIC/IASB de mejorar la revelación de información, la usabilidad y la accesibilidad de las NIIF	Acción de seguimiento (NL)	En curso
	Definición de buenas prácticas en la utilización por los Estados miembros de los fondos de la UE para financiar parcialmente los costes soportados por las pymes al solicitar la admisión de sus acciones en los futuros mercados de pymes en expansión	Nueva acción (NL)	Segundo trimestre de 2018
<b>Requisitos prudenciales proporcionados</b>	<b>Propuesta legislativa para conferir un carácter más proporcionado a las normas prudenciales aplicables a las empresas de inversión (acción prioritaria 3)</b>	<b>Acción prioritaria (L)</b>	Cuarto trimestre de 2017

<b>INVERSIONES EN INFRAESTRUCTURA, A LARGO PLAZO Y SOSTENIBLES</b>			
<b>Inversión a largo plazo</b>	Evaluación de los factores determinantes de las inversiones en acciones de las compañías de seguros y los fondos de pensiones	Nueva acción (NL)	Cuarto trimestre de 2018
	Modificación del tratamiento prudencial del capital inversión y la deuda de empresa de colocación privada en Solvencia II	Acción de seguimiento (L2)	Tercer trimestre de 2018
	Informe en el que se determinará si el tratamiento contable de los instrumentos de patrimonio en la NIIF 9 propicia suficientemente la financiación a largo plazo	Nueva acción (NL)	Segundo trimestre de 2018
<b>Inversiones en infraestructura</b>	Medidas para revisar la calibración de las exigencias de capital por riesgo para las empresas de infraestructura	Acción de seguimiento (L2)	Segundo trimestre de 2017
<b>Inversión sostenible</b>	<b>Decisión sobre el seguimiento concreto de las recomendaciones del grupo de expertos de alto nivel sobre financiación sostenible (acción prioritaria 6)</b>	<b>Acción prioritaria</b>	Primer trimestre de 2018

<b>FOMENTO DE LA INVERSIÓN MINORISTA</b>			
<b>Pensiones individuales</b>	Propuesta legislativa sobre un producto paneuropeo de pensiones individuales	Acción de seguimiento (L)	Segundo trimestre de 2017
<b>Mercados de productos de inversión minorista</b>	Seguimiento del estudio sobre los sistemas de distribución de productos de inversión minorista en la UE. Información periódica por parte de las AES sobre el coste y rendimiento de las principales categorías de productos de pensiones y de inversión minorista a largo plazo. Estudio de viabilidad del desarrollo de una plataforma centralizada para la presentación de información obligatoria y servicios conexos	Acción de seguimiento (NL)	Segundo trimestre de 2018
<b>Implicación de los inversores minoristas</b>	Definición de buenas prácticas sobre la base de la experiencia de los Estados miembros con las cuentas de inversión y de un estudio ya realizado sobre los regímenes de participación accionarial de los trabajadores	Nueva acción (NL)	Primer trimestre de 2019

<b>REFUERZO DE LA CAPACIDAD DE LOS BANCOS PARA RESPALDAR LA ECONOMÍA EN GENERAL</b>			
<b>Financiación en el mercado de los bancos</b>	Modificaciones del Reglamento Delegado de la Comisión para introducir un tratamiento prudencial específico de las titulaciones STS en Solvencia II	Acción de seguimiento (L2)	En curso
	Propuesta legislativa con vistas a un marco de la UE relativo a los bonos garantizados	Acción de seguimiento (L)	Primer trimestre de 2018
	Evaluación de la conveniencia de desarrollar <i>European Secured Notes</i> en relación con los préstamos a pymes y para infraestructura	Acción de seguimiento	Segundo trimestre de 2018
<b>Mercados secundarios de préstamos dudosos</b>	<b>Presentación de medidas para desarrollar un mercado secundario de préstamos dudosos (acción prioritaria 5)</b>	<b>Acción prioritaria (NL y L)</b>	Cuarto trimestre de 2017
	<b>Puesta en marcha de una evaluación de impacto con vistas a estudiar la posibilidad de una iniciativa legislativa para reforzar la capacidad de los acreedores garantizados de recuperar valor de los préstamos a sociedades y empresarios (acción prioritaria 5)</b>	<b>Acción prioritaria</b>	Primer trimestre de 2018
	Estudio de evaluación comparativa de los resultados a los que llegan los bancos en el marco de los sistemas nacionales de ejecución de préstamos (y de insolvencia) al gestionar préstamos impagados	Acción de seguimiento (NL)	Cuarto trimestre de 2017

<b>FACILITACIÓN DE LA INVERSIÓN TRANSFRONTERIZA</b>			
<b>Fondos de inversión</b>	<b>Evaluación de impacto con vistas a estudiar una posible propuesta legislativa para facilitar la distribución transfronteriza de los OICVM y los FIA (acción prioritaria 7)</b>	<b>Acción prioritaria</b>	Primer trimestre de 2018



<b>Infraestructura de mercado postnegociación</b>	Comunicación (hoja de ruta) para poner fin a los «obstáculos Giovannini» subsistentes y otras barreras	Acción de seguimiento (C)	Cuarto trimestre de 2017
	Propuesta legislativa que especificará las normas en materia de conflicto de leyes en relación con la oponibilidad frente a terceros de las operaciones con valores y créditos	Acción de seguimiento (L)	Cuarto trimestre de 2017
<b>Fiscalidad</b>	Buenas prácticas y código de conducta en relación con la simplificación de las retenciones a cuenta, en particular las devoluciones	Acción de seguimiento (NL)	Cuarto trimestre de 2017
	Estudio sobre los obstáculos fiscales discriminatorios a la inversión transfronteriza de los fondos de pensiones y las empresas de seguros de vida	Acción de seguimiento (NL)	Cuarto trimestre de 2017
<b>Gobernanza corporativa</b>	Facilitación del ejercicio transfronterizo de los derechos de los accionistas, incluido el derecho de voto, en la instrumentación de la segunda Directiva sobre los derechos de los accionistas, publicada el 20 de mayo de 2017	Nueva acción (L2)	Tercer trimestre de 2018
<b>Obstáculos nacionales a la libre circulación de capitales</b>	Seguimiento de la aplicación de la hoja de ruta para la supresión de los obstáculos nacionales a la libre circulación de capitales y continuación de los debates con el grupo de expertos	Acción de seguimiento (NL)	En curso
<b>Estabilidad del marco regulador</b>	<b>Comunicación interpretativa para proporcionar orientación sobre las actuales normas de la UE relativas al tratamiento de las inversiones transfronterizas (acción prioritaria 8)</b>	<b>Acción prioritaria (C)</b>	Primer trimestre de 2018
	<b>Evaluación de impacto con vistas a establecer un marco adecuado para la resolución amistosa de litigios en materia de inversión (acción prioritaria 8)</b>	<b>Acción prioritaria</b>	Tercer trimestre de 2017
<b>Aumento de la capacidad para preservar la estabilidad financiera</b>	Concesión a la JERS de la capacidad necesaria para realizar un seguimiento de los riesgos potenciales para la estabilidad financiera derivados de la financiación basada en el mercado	Acción de seguimiento (L)	Tercer trimestre de 2017