



**Consulta pública de la Comisión Europea sobre un libro verde para la construcción de una unión de mercados de capitales. (*Public consultation: Green Paper. Building a Capital Markets Union*).**

**[Enlace al documento: \*Public consultation: Green Paper Building a Capital Markets Union\*.](#)**

**1.- A quién va dirigido (potenciales interesados):**

- Parlamento Europeo.
- Estados Miembros y Parlamentos nacionales.
- Pequeñas y Medianas Empresas (en adelante PYMES).
- Empresas en creación (en adelante *starts-up*).
- Proyectos de inversión a largo plazo, especialmente, de infraestructura.
- Participantes en el mercado.
- Académicos.
- Otros integrantes del sector financiero en general.

**2.- Nota Informativa**

La Comisión Europea (en adelante CE) ha publicado a consulta, con fecha 18 de febrero de 2015, un documento (libro verde o *Green paper*) sobre su proyecto de crear una Unión de Mercados de Capitales para los 28 Estados miembros de la Unión Europea (en adelante UE). La consulta pretende identificar las barreras existentes para la creación de un mercado integrado de capitales que sea punto de intersección entre los ahorradores y quienes necesitan financiación. Una vez terminado el periodo de consulta, después de valorar los comentarios recibidos, la CE dará a conocer su plan de acción sobre la Unión de Mercados de Capitales en el verano del 2015. La CE estudiará las acciones apropiadas necesarias para poner en marcha las bases de la Unión de Mercados de Capitales en el 2019. La CE considera que una acción legislativa de la UE no siempre será adecuada y que la aplicación efectiva de las normas ya existentes sobre competencia y mercado único y la iniciativa de los mercados serán importantes a estos efectos. Junto a este documento la CE publica además tres documentos, dos de ellos a consulta referidos uno la revisión de la Directiva de Folletos y otro a mejoras en la Titulización. El tercer documento, que sirve de marco al que se comenta en esta nota, incluye reflexiones iniciales del Staff de la CE sobre los obstáculos para el desarrollo de un profundo e integrado mercado de capitales en la UE ([Commission Staff Working Document Initial reflections on the obstacles to the development of Deep and integrated EU capital Markets](#)).

**La Unión de Mercados de Capitales o *Capital Markets Union* (en adelante CMU).**

El CMU, incluido en el programa del actual presidente Jean Claude Juncker, es uno de los proyectos emblemáticos de la CE para impulsar el crecimiento económico y la creación de empleo, y para captar financiación privada para proyectos de

infraestructuras en el contexto de la comunicación de la CE sobre el Plan de Inversiones para Europa (Noviembre 2014).

El CMU consiste en el acceso a financiación en los mercados de capitales o a través de instituciones financieras no bancarias por parte de empresas que necesitan financiarse (principalmente *start-ups*, PYME y proyectos a largo plazo como infraestructuras), de forma que el flujo de capital llegue desde los inversores hasta las empresas a través de los mercados de capitales. Esta financiación no bancaria complementa y, al mismo tiempo, reduce la dependencia de la financiación bancaria clásica y permite una diversificación de las fuentes de financiación de la economía. El CMU tiene una dimensión transfronteriza que consiste en la supresión de barreras legales o supervisoras existentes entre los 28 Estados Miembros de la UE de forma que se puedan canalizar fondos en un país e invertirlo, a costes razonables y en los mismos términos, en una empresa en otro Estado de la UE.

La construcción del CMU debe estar basada en los principios fundamentales siguientes: maximizar los beneficios de los mercados de capitales para la economía y el empleo; sustentarse sobre una base firme de estabilidad financiera, con un único código normativo para servicios financieros; abarcar los 28 Estados miembros mediante la eliminación barreras; garantizar un nivel efectivo de protección de los consumidores y de los inversores; y atraer la inversión y mejorar la competitividad en la UE.

Si bien el CMU ayudará a reducir la dependencia de la financiación bancaria, los bancos tendrán un papel central en el CMU y seguirá desempeñando un papel vital en la economía europea. El CMU será diferente de la Unión Bancaria, sin embargo el enfoque de esta última de romper el nexo entre la quiebra de bancos y quiebras de estados en la zona euro proporcionará una plataforma de estabilidad y confianza que sustentará el desarrollo del CMU.

### **Los desafíos en los Mercados de Capitales Europeos hoy.**

Los flujos de capital desde los ahorradores pueden llegar hasta las empresas que necesitan financiación directamente a través de mercados públicos (acciones cotizadas y bonos) o mercados privados (capital riesgo y colocaciones privadas), y a través de la intermediación financiera de productos no bancarios (realizada por compañías de seguros, fondos de pensiones, fondos de inversión, fondos de mercados monetarios y otras entidades financieras incluyendo bancos).

Los mercados de capitales se han expandido significativamente en la UE en las últimas décadas, sin embargo siguen siendo poco desarrollado en comparación con otras jurisdicciones. Europa ha sido tradicionalmente dependiente de la financiación bancaria, lo que aumenta su vulnerabilidad cuando disminuye el crédito bancario como ocurrió en la última crisis financiera. La emisión de bonos corporativos por sociedades no financieras (principalmente grandes empresas) ha tenido un notable aumento concentrado en mercados de gran tamaño, sin embargo los mercados de valores en general son de carácter local (nacional) y carecen de tamaño crítico.

### **Prioridades: acciones para llevar a cabo en el corto plazo.**

La CE ha identificado una serie de áreas en las que centra las iniciativas a corto plazo y sobre las que solicita la opinión de las partes interesadas:

.- Reducción de las barreras para el acceso a los mercados de capitales. El folleto, como requisito para realizar una oferta pública o solicita la admisión a negociación en un mercado regulado, no debe actuar como una barrera para el acceso al mercado de capitales en la UE. La CE revisará la actual regulación de folletos a través de una consulta pública específica simultánea con el objeto de reducir las cargas administrativas innecesarias, revisar los supuestos de obligatoriedad del folleto y el proceso de aprobación del mismo, y para simplificar la información contenida en los folletos.

.- Ampliación de la base de inversores para las PYME. La información pública sobre las PYME es limitada, por ello, la CE propone el desarrollo de una información estandarizada y comparable para que las PYME presenten informes sobre su situación crediticia. Ello permitiría, además, el desarrollo de instrumentos financieros para refinanciar la deuda de las PYME como, por ejemplo, la titulización de créditos a PYME. La CE ha comenzado una serie de trabajos sobre la evaluación crediticia de las PYME que han recibido un amplio apoyo de los Estados miembros. Las actuaciones en esta área ayudarán a diversificar la financiación de *start-ups* innovadoras y de rápido crecimiento.

.- Una estructura de titulización sostenible de alta calidad. La titulización (agrupación de unos activos del balance de un banco para cederlos a un tercero quien realiza una emisión que coloca entre los inversores) es un mecanismo efectivo de transferencia del riesgo que aumenta, al mismo tiempo, la capacidad de los bancos para conceder nuevos créditos. Para tener más actividad, el mercado de titulización en la UE necesita instrumentos de titulización sencillos, transparentes y de buena calidad. Además de iniciativas como la Directiva de Solvencia II, los bancos centrales, autoridades nacionales y representantes del sector privado abogan por un enfoque más completo de la titulización en la UE. Desde el punto de vista de los inversores, sería necesario un marco que proporcione una mayor estandarización de los productos titulizados y les proporcione información clave del producto para lograr un mercado más profundo y líquido.

.- Impulso de la inversión a largo plazo. La CE, ante la disminución significativa de los niveles de la inversión a largo plazo, ha puesto en marcha Plan de Inversiones para Europa y, en este contexto, se está creando un nuevo Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas o *European Fund for Strategic Investments* (EFSI). Además, El futuro Reglamento de fondos de inversión europeos a largo plazo o *European Long-Term Investment Funds* (ELTIFs) permitirá al público invertir en empresas y proyectos a largo plazo. La CE pregunta acerca de cómo fomentar el uso de los ELTIFs como herramienta fundamental de la financiación a largo plazo en la UE.

.- Desarrollo de los mercados europeos de colocación privada. Las colocaciones privadas consisten en una oferta de valores que realiza una empresa a un individuo o grupo pequeño de inversionistas fuera de los mercados públicos. Esta forma de financiación amplía las posibilidades de acceder a fondos de empresas de tamaño mediano o grande que no cotizan y, potencialmente, de proyectos de infraestructura. Las colocaciones privadas se han popularizado en la UE recientemente y algunos Estados miembros tienen mercados de colocación privada desarrollados, por ejemplo, Francia y Alemania. Las barreras al desarrollo de mercados paneuropeos (carácter nacional de la legislación sobre insolvencia, falta de información estandarizada de la calidad crediticia de los emisores etc.) han sido superadas por una iniciativa de la industria consistente en una guía común de prácticas, principios y documentación

estandarizada para colocaciones privadas, compatibles con una diversidad de marcos jurídicos que estará disponible en breve. La CE considera que esta iniciativa podría facilitar la creación de un mercado europeo de colocación privada pan europeo en el corto plazo.

## **Medidas para desarrollar e integrar los mercados de capitales.**

### .- Mejora del acceso a la financiación

Las PYME, *start-ups* y pequeñas empresas de rápido crecimiento en sectores innovadores (por la intangibilidad de sus activos y los bajos niveles de fondos en efectivo) pueden necesitar fuentes de financiación externas alternativas a la financiación bancaria, pero les resulta oneroso acudir a los mercados de capitales teniendo en cuenta los requisitos administrativos de poner en marcha una oferta pública o una suscripción de deuda. En el mismo caso se encuentran normalmente las empresas de mediana capitalización. Todas ellas, además, pueden tener un interés comercial en no revelar información detallada sobre su plan de negocios o ser reacias a ceder el control de su empresa. En las grandes corporaciones, la emisión de bonos corporativos –como ya se ha dicho– ha aumentado mientras que la emisión de acciones cotizadas se ha mantenido moderada en Europa. Mientras, la UE está demandando una cantidad significativa de nuevas inversiones en infraestructura para mantener su competitividad, el flujo de fondos a esos proyectos está restringido por barreras regulatorias, o por el interés público del proyecto que puede implicar que la financiación privada por sí sola puede no ser apropiada.

La CE sugiere que los bancos ofrezcan a las PYME cuyas solicitudes de crédito deniegan una mejor información sobre oportunidades de financiación alternativas. El desarrollo de una normativa contable común para PYME, distinta de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y más simplificada, sería un paso adelante en términos de transparencia y comparabilidad que haga la inversión en PYME más atractiva para los inversores transfronterizos. El uso de esta normativa contable podría ser una característica del “mercado de PYME en expansión (MTFs)” de MiFID. La transparencia de los proyectos de infraestructura podría aumentar su atractivo para la inversión privada mediante la creación de un sitio web central en la UE con información sobre los proyectos de la UE y de los Estados miembros. La creación de esas webs puede construirse en base a los trabajos ya iniciado en algunos Estados Miembros.

Aunque la estandarización puede tener sus desventajas también tiene la capacidad de ser un mecanismo rápido para la puesta en marcha de algunos mercados. El desarrollo de un mercado europeo más integrado de bonos garantizados permitiría la financiación a coste eficiente de bancos y proporcionaría a los inversores un conjunto de mayor de oportunidades de inversión. A pesar su reciente crecimiento, la emisión de bonos corporativos se caracteriza por bajos niveles de estandarización que inhibe el desarrollo de mercados sobre bonos. La Comisión está interesada en conocer si es posible desarrollar un mercado de bonos más estandarizados y si ello se puede alcanzar a través de iniciativas del mercado o requiere de una intervención regulatoria. Los emisores (Banco Mundial, Banco Europeo de Inversiones etc.) de bonos verdes o *green bonds* (cuyos ingresos se dedican a inversiones medioambientales) u otros emitidos con fines sociales o de responsabilidad social corporativa han desarrollado unos principios de voluntario cumplimiento que recomiendan la transparencia y promueven la integridad de los mercados sobre esos productos.

Otros medios alternativos de financiación, en concreto, el *crowdfunding* o el *peer to peer lending* tiene un gran potencial para contribuir a la financiación transfronteriza, sin embargo hay muy poca evidencia de actividad transfronteriza de esos canales. La CE está recopilando información y parece que los diversos enfoques nacionales pueden no ser necesariamente compatibles entre sí en un contexto transfronterizo.

#### - Desarrollo y diversificación de las fuentes de financiación

En relación con los inversores institucionales, la industria europea de gestión de fondos tiene, por el volumen de activos bajo gestión, un papel fundamental. La Directiva sobre Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICMV) y la Directiva de Gestores de Fondos de Inversión Alternativos (DGFIA) han creado un marco en el que los gestores pueden operar. La CE desearía recibir opiniones sobre cómo incentivar a la industria de los fondos de inversión para invertir en una gama de activos más amplia, tales como, proyectos a largo plazo, las empresas de nueva creación y PYME. En el ámbito de seguros y pensiones, la Directiva de Solvencia II permitirá a las aseguradoras invertir más en activos a largo plazo al haber eliminado las restricciones nacionales sobre la composición de su cartera. Los mercados de capital privado y de capital riesgo tienen un papel importante en la economía europea. En algunos Estados miembros, los fondos de capital riesgo se enfrentan a problemas para alcanzar la escala o tamaño que necesitan para repartir el riesgo de su cartera. Los Reglamentos sobre los fondos de emprendimiento social europeos (EuSEF) y sobre los fondos de capital riesgo europeos (EuVECA) son esfuerzos para promover los mercados de capital riesgo. Las autoridades públicas también participan en la financiación de proyectos de capital riesgo, por ejemplo, el programa de competitividad e innovación marco de la UE, entre otros, ha sido un éxito captando fondos para PYME. La CE plantea que la falta de liquidez (*exit opportunities*) de la inversión en capital riesgo es un obstáculo para su desarrollo. Por último, los bancos seguirán, muy probablemente, siendo los principales participantes en los mercados de capitales y, en la intermediación de crédito. Al mismo tiempo nuevas tecnologías y modelos de negocio están emergiendo como el *peer to peer lending*, otros tipos de préstamos directos no bancarios que ofrecerán financiación a empresas de nueva creación y PYME.

La inversión minorista se canaliza principalmente a través de inversiones en OICVMs, aunque esta inversión sólo supone el 26% de las participaciones de las OICVMs en la UE. La CE está interesada en conocer la opinión de la industria sobre cómo estimular la inversión transfronteriza en OICVM. Los minoristas serán atraídos si confían en los mercados de capitales, en los intermediarios y creen que pueden asegurar con seguridad una mejor rentabilidad de sus ahorros. El aumento de la educación financiera podrá permitir una comparación y elección más efectiva y sencilla. ESMA y EIOPA (*European Insurance and Occupational Pensions*) han visto aumentadas sus facultades sobre protección del inversor. Los mandatos de esas Autoridades sobre protección de los inversores podrían ser clarificados y mejorados si fuera necesario. Aumentar la competencia transfronteriza de los servicios financieros a los minoristas permitirá tener un mayor rango de productos, menores precios y mejores servicios. Los servicios financieros suministrados por medios electrónicos o telefónicos tienen un alto potencial en este terreno siempre que se proteja la seguridad cibernética. La Comisión llevará a cabo trabajos preparatorios sobre cómo el mercado único de los servicios financieros para minoristas pueden conllevar más beneficios a los consumidores.

Atraer inversión internacional. Los mercados de capitales europeos deben ser abiertos y globalmente competitivos, bien regulados e integrados para atraer inversión extranjera. Ello significa mantener los altos estándares de la UE para asegurar integridad, estabilidad y protección de los inversores. La CE está participando activamente en los trabajos internacionales sobre la libre circulación de capitales, por ejemplo, en la aplicación de los códigos de la OCDE sobre Liberalización de Movimientos de Capital. Los datos demuestran que la inversión procedente de terceros países en mercados de la UE tiene un amplio margen de aumento. La CE pregunta qué medidas pueden adoptarse para que los mercados de capitales de la UE sean un lugar más atractivo para la inversión internacional.

.- Mejora de la eficiencia de los mercados: intermediarios, infraestructuras y el ámbito legal.

Código único normativo, inspección y sanción, y competencia. El desarrollo de un código único normativo (*single rulebook*) permite unas condiciones iguales de competencia ("*level playing field*") para las inversiones transfronterizas dentro de la UE. Sin embargo su éxito depende de su efectiva implementación y una supervisión y sanción consistente. Algunas normas europeas aún permiten opciones en su aplicación. La Comisión en cooperación con la Autoridades Supervisoras Nacionales y Europeas (ESMA, EBA, EIOPA) está trabajando para asegurar que la normativa europea es correctamente implementada y supervisada. El principio de libre circulación de capitales debería aplicarse para hacer frente a los obstáculos injustificados a los flujos de inversión dentro de la UE. La CE garantizará que la regulación sobre competencia se aplica rigurosamente para evitar restricciones o distorsiones a la competencia que afecten al surgimiento de un integrado y eficiente mercado de capitales.

La convergencia supervisora. La Comisión Europea, en su informe para la revisión del funcionamiento de las Autoridades Supervisoras Europeas o *European Supervisory Authorities* (en adelante ESAS) y del Sistema Europeo de Supervisión Financiera o *European System of Financial Supervision* (en adelante ESFS), identifica una serie de áreas susceptibles de mejora en el corto y medio plazo, dado su importante papel en la implementación y supervisión de la normativa financiera europea. Así la Comisión continuará con la revisión del funcionamiento, operativa, gobierno y financiación de las ESAs. Como forma de alcanzar una mayor convergencia supervisora la Comisión insta a aumentar la revisión entre pares y el seguimiento de las recomendaciones de esas revisiones, el uso de acuerdos en casos de disputas en la implementación donde sea necesario, y poderes para investigar supuestos incumplimientos de la regulación europea. Las ESAs podrán tener un mayor papel dados los diferentes niveles de protección de inversores, las barreras a operaciones transfronterizas e impedimentos a que las empresas busquen financiación en otros Estados Miembros.

Datos e información pública. El desarrollo de datos e informes estandarizado en la UE es importante para lograr la integración de sus mercados de capitales. Por ejemplo, la información consolidada es esencial para garantizar la transparencia post-negociación, sin embargo, si las soluciones de los participantes de los mercados no son satisfactorias la CE tratará de garantizar el cumplimiento de este precepto de MiFID.

El marco normativo para infraestructuras de mercado está en proceso de implementación: el Reglamento EMIR para las Entidades de Contrapartida Central; el Reglamento sobre Depositarios Centrales de Valores (DCV); el marco europeo para la recuperación y resolución de las instituciones financieras de importancia sistémica en

tramitación. Por otro lado, se ha producido un aumento de la demanda de garantías en los mercados –impulsada, entre otras causas, por los requisitos de la nueva legislación– lo que eleva el riesgo de que los mismos valores estén siendo reutilizados como garantía en distintas transacciones. La CE pide opinión sobre los trabajos que deben acometerse para facilitar el flujo de garantías en la UE. La legislación relativa a los derechos de los inversores es distinta en cada Estado miembro por lo que los inversores tienen dificultades para evaluar el riesgo de sus inversiones. Un sector de la industria opina que el lanzamiento de *Target 2 Securities* (plataforma paneuropea de DCV para la liquidación centralizada perteneciente al Eurosistema) a mediados de 2015 eliminará el riesgo legal y operacional asociado a la transferencia y posesión de valores en todas las jurisdicciones, reducirá los costos y podría aumentar la inversión transfronteriza. La CE solicita comentarios sobre si cambios legislativos sobre la propiedad de valores podrían contribuir a la integración de los mercados en la UE.

Derecho de sociedades (Company law), gobierno corporativo, insolvencia y régimen fiscal. En el ámbito del derecho de sociedades, el gobierno corporativo está regulado principalmente en las leyes nacionales. La revisión de la Directiva sobre derechos de los accionistas que se está llevando a cabo tiene como objetivo alentar a los inversores institucionales y gestores de activos para que proporcionen más capital a largo plazo a las empresas. La protección de los derechos de los accionistas minoritarios y unos Consejos de Administración eficientes podrían hacer las empresas europeas más atractiva para los inversores transfronterizos. La CE considera que serían necesarias nuevas reformas del establecimiento transfronterizo y la movilidad de empresas. Los conflictos de leyes nacionales sobre el funcionamiento de una empresa obstaculizan la financiación transfronteriza.

La legislación sobre insolvencia es de carácter nacional. La CE, para avanzar en esta materia, adoptó una Recomendación sobre un nuevo enfoque para el fallo empresarial y la insolvencia, sobre la cual se realizará una evaluación en este año 2015.

Las diferencias en los regímenes fiscales también afectan a la integración de los mercados de capitales y la movilidad de los flujos de capital. Por ejemplo un elemento de distorsión de la fiscalidad es el tratamiento fiscal diferente para las distintas clases de financiación, en concreto según se trate de instrumentos de renta variable (acciones) o renta fija (deuda), lo que conlleva a un mayor uso de la financiación bancaria y en deuda. En cuanto a la creciente importancia de la tecnología, un reciente estudio encargado por la CE concluyó que la focalización de incentivos fiscales para los gastos en I+D en empresas innovadoras es una práctica efectiva.

El desarrollo de nuevas tecnologías es uno de los uno de los principales impulsores de la integración de los mercados de capitales, por ejemplo, las plataformas de negociación electrónica, las negociación de alta frecuencia y las empresas denominadas "*FinTech*" que prestan servicios financieros innovadores y captan capital mediante el uso de nuevas tecnologías como *crowdfunding*. El derecho de sociedades europeo y nacional no ha ido a la par con el desarrollo tecnológico y **no ha integrado de forma suficiente los beneficios de la digitalización**. El uso de las tecnologías podría reducir coste y cargas y garantizar una comunicación más eficiente, especialmente en un contexto transfronterizo.

### **3.- Solicitud de comentarios**

El período de consultas finaliza el **13 de mayo de 2015**.

Las partes interesadas están invitadas a enviar sus respuestas a las preguntas de este Libro Verde a través del cuestionario *on line* que pinchando [aquí](#).

La CE, durante el proceso de consulta, la Comisión Europea:

- 1) Trabaja con el Parlamento Europeo para obtener información directa de sus miembros;
- 2) Invita a los Estados miembros a organizar consultas y actividades con el público y parlamentarios nacionales para promover la discusión sobre el CMU a nivel nacional; y
- 3) Organizará de manera transparente y equilibrada sesiones de trabajo para consultar cuestiones específicas con personas procedentes del mundo académico y otros participantes del mercado.

La Comisión organizará una Conferencia en junio de 2015 para discutir el documento con todas las partes interesadas y emitir sus conclusiones.

Asimismo, se solicita la remisión de una copia de la contestación a la dirección de la CNMV que se indica a continuación:

Dirección de Relaciones Internacionales  
c/ Edison 4  
28006 Madrid

[Documentosinternational@cnmv.es](mailto:Documentosinternational@cnmv.es)