

Ángel Berges Lobera\*  
Emilio Ontiveros Baeza\*

## DE LA UNIÓN BANCARIA A LA UNIÓN DE MERCADO DE CAPITALES

*La finalidad del artículo es analizar los objetivos, y avances realizados hasta la fecha por la Unión de Mercado de Capitales en Europa (UMC), identificando las diferencias y complementariedades con la Unión Bancaria (UB). En este sentido, aunque la formulación más concreta del objetivo fundacional de la UMC era «desbancarizar Europa», no cabe duda de que existen importantes complementariedades entre la financiación que proveen los bancos y la obtenida a través de los mercados de capitales, siendo ésta especialmente apropiada para empresas con marcado carácter innovador y un alto potencial de crecimiento.*

**Palabras clave:** unión de mercados de capital, unión bancaria, financiación empresarial, finanzas verdes, estructura empresarial.

**Clasificación JEL:** D24, E58, L10.

### 1. Introducción

En medio de no pocas dudas sobre la consistencia de una unión bancaria que nació incompleta (falta el denominado tercer pilar, una garantía de depósitos única), y con excesivo gradualismo en su implantación (el Fondo de Resolución solo estará plenamente dotado en 2022), la integración financiera europea intenta dar un importante paso adelante en la otra gran construcción que ha de complementar a la mencionada unión bancaria. Se trata de la Unión de Mercado de Capitales, presentada en 2014 como la

más emblemática iniciativa de la actual legislatura europea, con el objetivo de estar plenamente operativa a finales de 2019.

Con la UMC se trataba sobre todo de incentivar la diversificación de fuentes de financiación para pymes, de tal manera que redujesen su excesiva dependencia de la financiación bancaria, así como el desarrollo de fuentes de financiación para infraestructuras a largo plazo, especialmente relevantes en el marco del Plan Juncker, lanzado casi en paralelo con la UMC. En palabras de su principal valedor, el británico Jonathan Hill (en aquel momento comisario europeo al frente de la iniciativa, que dimitiría de su cargo al día siguiente del *brexit*), con la UMC se pretendía reducir el peso de la financiación bancaria en Europa (*unbanking Europe*).

---

\* Socios Fundadores de Afi y Catedráticos de la Universidad Autónoma de Madrid (UAM).

La verdad es que, sea por esa desaparición de su principal valedor, o porque la abundancia de liquidez en la banca europea ha generado una no menos abundante oferta de financiación de ésta hacia las empresas —según las últimas encuestas del BCE, la falta de financiación ha dejado de ser una de las principales preocupaciones de las pymes en la mayoría de países europeos— los avances hacia la concreción del proyecto de la UMC han sido escasos o, en todo caso, poco visibles.

Sin embargo, esos objetivos fundacionales de la UMC continúan teniendo plena validez y justificación en Europa continental y, desde luego, en España, donde las empresas mantienen un sesgo excesivo hacia la financiación bancaria que, siendo actualmente abundante y barata, no es la más apropiada para ecosistemas más favorables a la innovación y al crecimiento de las empresas de menor dimensión, algo de lo que tan necesitado está nuestro país, y Europa en general.

Bajo dichas premisas, en el presente artículo tratamos de analizar las motivaciones y grado de avance hacia la construcción de la UMC, como complemento a la UB, en la dirección de una verdadera integración financiera europea. Para ello, comenzamos analizando el carácter complementario de ambas iniciativas, relacionándolo a su vez con la naturaleza de las funciones que la financiación bancaria y la obtenida en mercados tienen en la evolución de las empresas. A continuación, analizamos la caracterización empresarial en España y Europa en términos de ambas fuentes de financiación, así como en relación al tamaño empresarial que sin duda condiciona la capacidad para apelar a los mercados de capitales. El apartado 4, por su parte, desarrolla el marco de actuación previsto para completar la UMC, comenzando con las grandes líneas estratégicas de actuación, los ámbitos prioritarios en los que se han dado ya pasos, y el impulso recibido con el intenso paquete de medidas aprobado en los primeros meses del presente año, en el que cabe destacar el plan de acción sobre finanzas sostenibles.

## 2. Banca y mercado de capitales: complementarios o alternativos

Antes incluso del *brexit* ya era altamente previsible que los avances en la construcción de un mercado de capitales europeo integrado serían mucho menos notorios que los registrados en la UB. En este sentido, conviene realizar algunas reflexiones previas sobre los diferentes condicionantes y las expectativas implícitas en una y otra iniciativa, así como sobre el carácter complementario o sustitutivo que cabe identificar entre la financiación bancaria y la procedente de los mercados de capitales.

Si bien la UMC era presentada como el paso natural, tras la UB, hacia una efectiva integración financiera europea, lo cierto es que existen importantes diferencias entre una y otra, que deben ser tenidas en cuenta so pena de caer en la tentación de un veredicto excesivamente pesimista para la UMC.

Quizá la principal diferencia entre una y otra reside en el grado de concreción de sus respectivos objetivos. La UB nace como solución a un problema muy definido, cual es el de la fragilidad de los sistemas bancarios en la eurozona, y la autoalimentación que esa vulnerabilidad ejercía con la sostenibilidad de las finanzas públicas en los respectivos países. Esa autoalimentación, ilustrada por ese «bucle diabólico», o «círculo vicioso» entre riesgos bancarios y soberanos, necesitaba contar con un respaldo institucional que diese confianza a los acreedores bancarios en diferentes países, en el sentido de que los bancos serían supervisados de forma común, y sometidos a reglas de resolución también homogéneas, y con un respaldo (el Fondo Único de Resolución) que gradualmente asumiría una dimensión paneuropea en detrimento de las nacionales.

Esos dos pilares —mecanismos únicos de supervisión y de resolución— junto con el tercer pilar que falta por consensuar —una garantía única de depósitos— conforman la solución institucional que las autoridades europeas alcanzaron como respuesta a ese bien definido problema en el sistema bancario europeo, o más bien de la eurozona.

En el caso de la UMC, por el contrario, el problema está mucho menos acotado, y se presenta con perfiles menos definidos, razón por la cual también las propuestas tenderán a ser más abiertas, y con menos visibilidad en cuanto a los avances en su implantación y efectividad. El problema que se ha de enfrentar ahora es la percepción —o más bien la realidad contrastada— de que el tejido productivo de la Europa continental tiene una excesiva dependencia del sistema bancario en cuanto a su financiación, lo cual no es deseable, ni desde una perspectiva de potencial restricción crediticia ni, especialmente, desde una financiación más propiciadora de la innovación y el crecimiento empresarial, de los que tan necesitados se halla la región.

En este sentido, conviene recalcar que el sistema bancario y los mercados de capitales conforman dos componentes fundamentales del sistema financiero, con evidentes complementariedades entre unos y otros. En el primer caso, la función de intermediación financiera llevada a cabo por los bancos permite agrupar ahorros (depósitos) de pequeño importe, y a plazos reducidos, en préstamos de importe más elevado y a plazos más dilatados. Al realizar dicha intermediación los bancos llevan a cabo, por cuenta de los depositantes, una permanente función de «monitorización» de los prestatarios por los prestamistas. Como resultado de esa función, los bancos están mejor posicionados que los mercados de capitales para solucionar los problemas de agencia entre deudores y acreedores, y desarrollar relaciones de confianza en las que dicha financiación bancaria va a descansar.

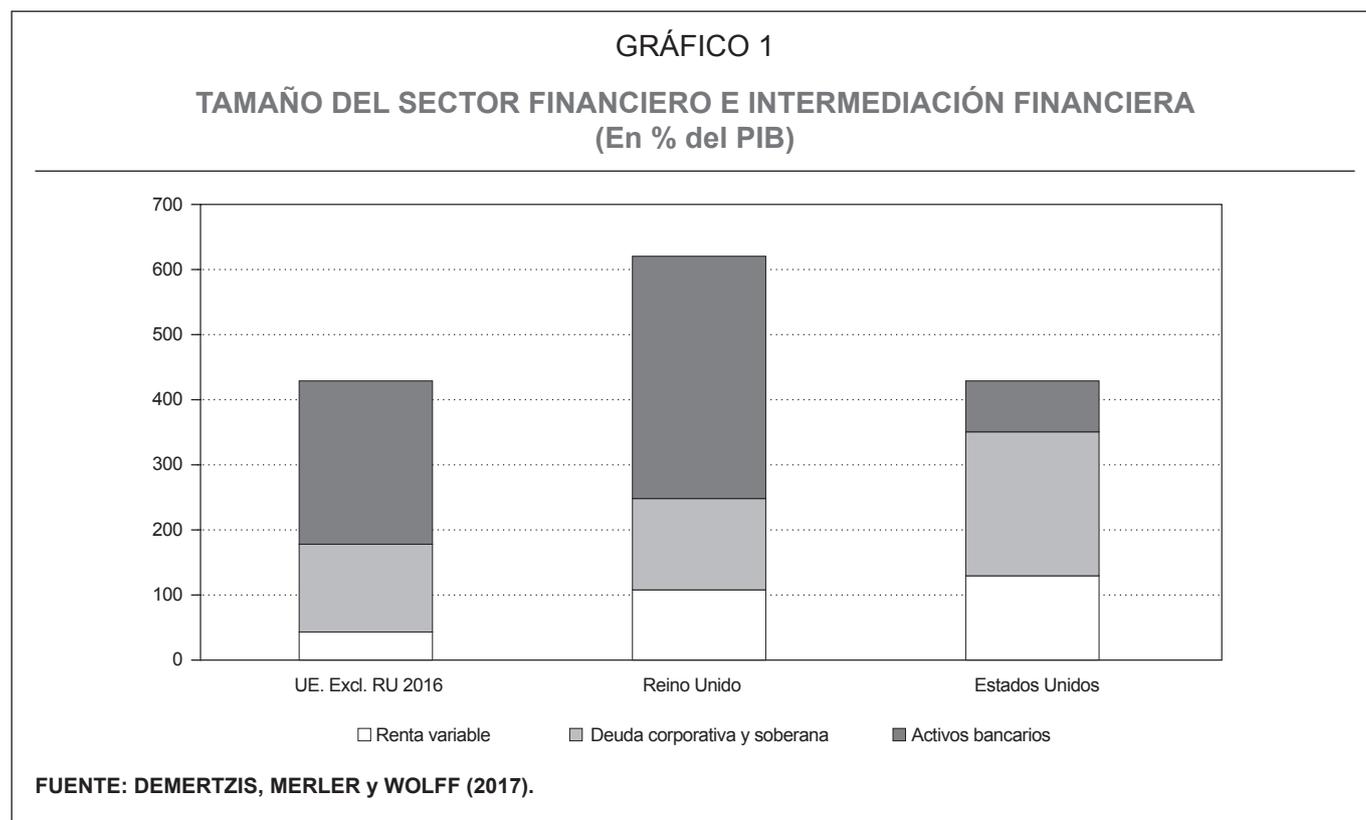
Frente a esas ventajas, la financiación bancaria afronta serios problemas cuando las empresas demandantes de financiación no cuentan con activos en garantía, ni una historia crediticia detrás, ni una corriente estable y predecible de flujos financieros. Ese es el caso de empresas de nueva creación y/o con elevado componente innovador y potencial de crecimiento, y en ellas es evidente que una financiación basada en los diversos instrumentos de los mercados de capitales es mucho más efectiva que la de origen bancario.

En la literatura sobre sistemas bancarios comparados es ya clásica la distinción entre sistemas financieros en los que domina el canal bancario (*banking oriented*) como mecanismo de financiación de la economía, frente a sistemas en los que por el contrario domina la canalización directa de fondos a través de los mercados de valores (*market oriented*).

En un trabajo ampliamente citado en la literatura, Ross Levine (2002) se plantea si alguna de las dos especializaciones domina a la otra, en términos de apoyo al crecimiento económico. Los argumentos teóricos a favor de un sistema financiero basado en bancos enfatizan el papel de dichas entidades en la adquisición de información sobre las empresas y en el seguimiento informativo de las mismas, así como en su capacidad de forzar un mejor gobierno corporativo en las empresas, con los correspondientes efectos positivos sobre la inversión empresarial y el crecimiento económico. Frente a ello, argumenta que los mercados se hallan mucho mejor predispuestos a financiar actividades con un alto componente innovador y con mayor potencial de crecimiento, asumiendo mayores riesgos. Allen y Gale (2000), por su parte, argumentan que bancos y mercados proveen diferentes servicios financieros, y una mezcla de ambos es necesaria para el crecimiento económico: las proporciones de uno y otro pueden variar en función del grado de desarrollo económico, pero también de aspectos como el marco legal. La respuesta a la cuestión de cuál de los dos modelos es más apropiado debe dejarse, en todo caso, a la evidencia que pueda obtenerse de estudios comparativos internacionales.

Entre estos, probablemente el de mayor alcance es el llevado a cabo por Demirguc-Kunt, Feyen y Levine (2012), analizando más de 100 países durante más de tres décadas, y controlando efectos espurios. En dicho estudio se concluye que conforme las economías avanzan en su grado de desarrollo, se incrementa el uso de los servicios que proveen los mercados de valores, en detrimento de los aportados por el sistema bancario.

Con todo, la influencia de la estructura financiera sobre el crecimiento económico es dependiente en última instancia del desarrollo de la economía real y de



sus instituciones. Y, desde luego, es muy diferente en períodos de crisis que en situaciones de normalidad. Como destacan Allen, Gu y Kowalewski (2017), los sistemas basados en los mercados tienden a definir ventajas para las empresas con mayor dependencia financiera en los buenos momentos, pero inconvenientes en los malos. Es el caso del rápido crecimiento de las operaciones propias de la denominada «banca en la sombra» (*shadow banking*), favorecedora del crecimiento económico, pero generadora de riesgos evidentes sobre el sistema financiero y la economía real.

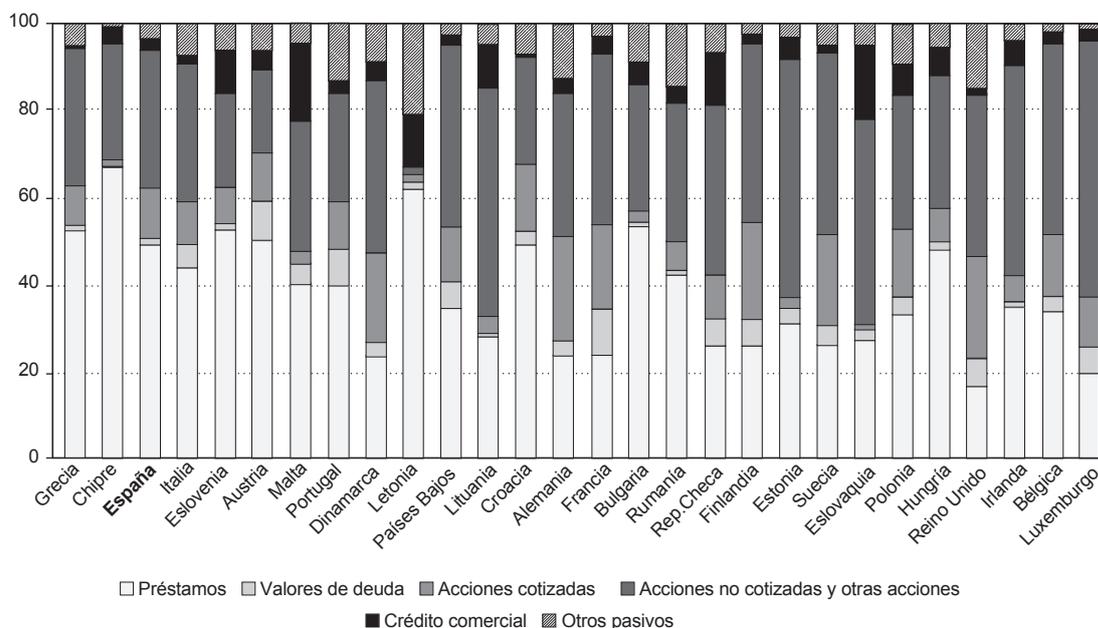
### 3. Sesgo bancario en las empresas europeas y españolas: el reducido tamaño, como causa y efecto

Tradicionalmente se asimila a los países anglosajones (Estados Unidos y Reino Unido, fundamentalmente)

con una mayor orientación a mercados, mientras que en Europa continental domina el peso de los bancos en los sistemas financieros.

A modo de indicadores sintéticos para determinar dicha especialización se suele utilizar, por un lado, el valor de los activos bancarios y, por otro, el valor de mercado de los títulos-valores, tanto de renta variable (acciones) como de renta fija (bonos y obligaciones). Y a efectos de poder comparar entre países, esos importes se suelen relacionar con alguna magnitud macroeconómica, como el producto interior bruto (PIB). El Gráfico 1 pone de manifiesto el sesgo bancario que tiene el sistema financiero de Europa continental, donde los activos bancarios representan casi el doble de la suma de todos los valores emitidos (acciones y bonos, y estos a su vez tanto públicos como privados). A modo de contraste, en Reino Unido esa relación es aproximadamente paritaria, mientras que en Estados Unidos se

GRÁFICO 2

**FUENTES DE FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN LA UE, 2010-2015**  
 (En % del total)


NOTA: Datos consolidados. Extraído de Commission Staff Working Document. Economic Analysis Accompanying the Document Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan.

FUENTE: BCE y EUROSTAT.

da una situación radicalmente inversa, y la suma del valor de las acciones y bonos en circulación supera en un factor de cuatro veces a los activos bancarios.

Esa caracterización agregada del sistema financiero europeo-continental se traduce, a su vez, en una estructura financiera de las empresas europeas con muy reducida presencia de fuentes de financiación basadas en mercados de capitales (bonos y acciones cotizadas), y una elevada dependencia del crédito bancario, complementada con financiación comercial, y con capital propio no cotizado en mercados. El Gráfico 2 ilustra esa estructura de financiación empresarial para los diferentes países europeos, de la que se deduce una amplia dispersión en cuanto a la proporción entre deuda y capital, pero en todo caso

con muy escasa presencia de instrumentos cotizados en mercado.

La dependencia bancaria en la financiación de las empresas españolas y europeas, y sobre todo la escasa presencia de valores emitidos en mercados de capitales, probablemente guarda una relación con la estructura por tamaños del tejido empresarial europeo, y desde luego en el caso español, con una muy elevada participación de empresas de muy reducida dimensión (microempresas). El reducido tamaño de las empresas les dificulta de manera extraordinaria la apelación a los mercados de capitales, pero al mismo tiempo esa ausencia de instrumentos de financiación basados en los mercados, más favorables a la asunción de riesgos, a la innovación y al crecimiento empresarial, puede actuar como freno a la

**CUADRO 1**  
**CONTRIBUCIÓN DE PYMES AL EMPLEO Y VALOR AÑADIDO 2016, ESPAÑA VERSUS UE**  
**(En %)**

	Aportación a empleo		Aportación a valor añadido	
	España	UE	España	UE
Total pyme .....	73,00	67,00	62,00	57,00
Microempresas. ....	42,20	29,80	25,90	20,90
Pequeñas .....	18,30	20,00	18,10	17,10
Medianas .....	14,10	16,70	17,80	18,20

**FUENTE: COMISIÓN EUROPEA (2017b). *Annual report on European SME's 2016-2017*, noviembre.**

consecución de una mayor dimensión de las empresas, e incluso a la mera supervivencia de proyectos prometedores en sectores de alta intensidad innovadora, pero por lo mismo de elevado riesgo relativo.

Es conocido que el tejido empresarial español se caracteriza por una mayoritaria presencia de empresas de muy reducida dimensión, con escasa apertura al exterior, y con muy débil estructura financiera.

El Cuadro 1 ilustra la estructura empresarial por tamaños en los diferentes países europeos, tanto en términos de peso sobre el empleo, como sobre el valor añadido. En el agregado de la Unión Europea las pymes representan un 67 por 100 del empleo total y un 57 por 100 del valor añadido. La elevada diferencia entre ambas aportaciones es simplemente indicativa de la menor productividad en el caso de las pymes.

En España esa presencia relativa de pymes es superior a la media europea, y el sesgo se hace todavía más patente si se circunscribe a las microempresas. Las pymes en España representan el 73 por 100 del empleo y el 62 por 100 del valor añadido; y en el caso de las microempresas, representan en España el 41 por 100 del empleo y el 26 por 100 del valor añadido, porcentajes ambos muy superiores a los registrados en la media de la UE.

Con una estructura empresarial tan dominada por las empresas de muy reducida dimensión, es

extraordinariamente difícil que las mismas apelen de forma generalizada a los mercados de capitales, en los que los elevados costes fijos de emisión, y exigencias administrativas, informativas, etc., actúan como elementos disuasorios. Tanto más, cuanto menor es la dimensión de las empresas. A reducir esas cargas van encaminadas algunas de las iniciativas de la UMC, tal como abordaremos en el siguiente apartado.

Como argumentábamos anteriormente, la dependencia bancaria y la reducida dimensión empresarial pueden estar actuando como factores autoalimentados, de tal manera que en momentos de mal funcionamiento del canal bancario las empresas sufren todavía más en su capacidad de crecimiento e innovación.

Esto es lo que parece deducirse del Cuadro 2, donde se ilustra la desigual capacidad de recuperación de la crisis por parte de las pymes en los diferentes países europeos. Concretamente, se indica la situación a 2016, frente a la existente antes de la crisis, en términos de número de empresas, empleo y valor añadido.

Las pymes españolas se hallan todavía muy lejos de sus niveles precrisis en términos de empleo (79 por 100) y de valor añadido (77 por 100); tan solo Grecia se halla en un nivel de valor añadido (66 por 100) inferior a España, medido con referencia a la situación anterior a 2008. No disponemos de evidencia suficiente

CUADRO 2

## GRADO DE RECUPERACIÓN DE LAS PYMES TRAS LA CRISIS EN LOS ESTADOS MIEMBROS

Estado miembro	Número de empresas	Empleo	Valor añadido
Austria .....	1,12	1,10	1,19
Bélgica .....	1,38	1,14	1,30
Bulgaria .....	1,19	0,96	1,31
Chipre .....	0,96	0,90	0,77
República Checa .....	1,13	0,99	1,02
Alemania .....	1,36	1,28	1,34
Dinamarca .....	1,04	0,96	1,03
Estonia .....	1,37	0,95	1,30
Grecia .....	0,82	0,82	0,66
<b>España .....</b>	<b>0,95</b>	<b>0,79</b>	<b>0,77</b>
UE28 .....	1,11	1,01	1,11
Finlandia .....	1,03	1,06	1,11
Francia .....	1,21	1,00	0,98
Croacia .....	0,92	0,91	0,90
Hungría .....	0,97	0,97	1,06
Irlanda .....	1,05	0,89	1,07
Italia .....	0,95	0,87	0,96
Lituania .....	1,29	0,97	1,25
Luxemburgo .....	1,25	1,17	1,49
Letonia .....	1,42	0,91	0,96
Malta .....	1,12	1,19	1,83
Países Bajos .....	1,89	0,98	1,12
Polonia .....	1,05	1,01	1,04
Portugal .....	0,86	0,85	0,92
Rumanía .....	0,92	0,91	1,12
Suecia .....	1,20	1,08	1,36
Eslovenia .....	1,27	0,99	1,03
Reino Unido .....	1,14	1,10	1,32

NOTA: Eslovaquia queda excluida del análisis debido a una interrupción en la serie de datos. Extraído de COMISIÓN EUROPEA (2017b). *Annual Report on European SME's 2016-2017*, noviembre.

FUENTE: EUROSTAT, National Statistical Offices y DIW ECON.

para atribuir esa menor recuperación de las pymes en España a su estructura financiera, y en particular al sesgo bancario en la misma. Pero en la medida en que la economía española ha tenido en los últimos años

un crecimiento significativamente mayor que la media europea, el hecho de que sus pymes hayan tenido una recuperación mucho menor sin duda debe ser atribuida a características estructurales del tejido productivo

español, entre ellas su reducido tamaño y su elevada dependencia de la financiación bancaria.

#### 4. UMC: objetivos y avances

##### Líneas estratégicas de actuación

En el frontispicio de la creación de la Unión de Mercados de Capitales y más concretamente en el Plan de Acción de la misma (30 de septiembre de 2015), se reconoce que los mercados de capitales en Europa se hallan en un estado de desarrollo claramente inferior al de Estados Unidos, así como faltos de integración paneuropea, lo que sin duda les resta capacidad para jugar un importante papel en la financiación del crecimiento, así como para contribuir a un sistema financiero más rico y variado —tanto desde la perspectiva de emisores como de inversores— con mayor estabilidad financiera, y menor vulnerabilidad a *shocks* bancarios, como el vivido en la eurozona entre 2010 y 2014.

En particular, se reconoce que, siendo la economía europea (la UE de los 28) de un tamaño similar a la estadounidense, su mercado de acciones vale menos de la mitad y su mercado de deuda corporativa menos de un tercio. Adicionalmente, las diferencias de profundidad entre Estados miembros son incluso superiores a las existentes entre Europa y Estados Unidos, lo que constituye una clara muestra de fragmentación financiera en el seno de la propia UE.

Desde dicho diagnóstico inicial, también se hace un reconocimiento de la inexistencia de una única medida o decisión que pueda conducir a superar esas limitaciones de los mercados europeos y avanzar hacia una verdadera UMC. Antes bien, deberá descansar en una serie de pasos y decisiones, todos ellos orientados en una dirección similar y con diferentes horizontes temporales, de tal manera que la lenta maduración de los avances más estructurales no impida conseguir aquellos de materialización más temprana.

Es así como se combina un plan de largo plazo, con objetivos estratégicos de amplio alcance, con una

serie de prioridades más inmediatas que ayuden a superar algunas de las barreras más claramente identificadas como freno al desarrollo e integración de los mercados de capitales en Europa.

Seis son las grandes líneas estratégicas que el Plan de Acción señala como la columna vertebral de una futura Unión de Mercado de Capitales en Europa a alcanzar en el horizonte de 2019:

- El camino al crecimiento: financiación de la innovación, de *start-ups* y de empresas no cotizadas.
- Facilitar la salida a mercados y obtención de capital en los mismos.
- Inversión institucional a largo plazo para infraestructuras e inversiones sostenibles.
- Impulso y protección adicional al inversor.
- Mayor capacidad bancaria para financiar el crecimiento.
- Facilitar la inversión transfronteriza.

##### Líneas de acción prioritarias

La muy amplia gama de actuaciones en que la construcción de la UMC debe descansar, así como el espacio temporal tan dilatado en que la misma se asumía, aconsejaba identificar algunas líneas de acción prioritarias a corto plazo, con el objetivo de señalar avances hacia la UMC, y evitar una cierta fatiga, o abandono del impulso inicial con que la misma fue presentada en 2014.

Esa necesidad de reafirmación cobraba una relevancia todavía mayor con motivo del *brexit*, y el lógico debilitamiento que para la UMC iba a representar la salida de la UE del país con mayor desarrollo en sus mercados de capitales. En este sentido, no cabe duda alguna que el proyecto de la Capital Markets Union (CMU) registró una importante ralentización tras la mencionada victoria del *brexit*, y la consecuente dimisión del británico Jonathan Hill como comisario europeo al frente del proyecto CMU. Esa ralentización, e incluso *impasse* iba a durar casi un año hasta que a mediados de 2017 iba a reactivarse el proyecto, tras

un *mid term review* que puso de manifiesto de forma explícita la necesidad de aceleración de las reformas.

Es así como se acometen dos oleadas de importantes desarrollos que permitan recuperar el pulso al proceso de construcción de la CMU. Una primera oleada en la segunda mitad de 2017, y otra en marzo de 2018, abordando una serie de iniciativas consideradas como prioritarias.

De esas iniciativas prioritarias, una de las más importantes es el desarrollo de un nuevo marco regulador para las titulaciones (*securitization*), con el objetivo de promover un mercado seguro y líquido de titulación en Europa, ayudando a superar la negativa percepción que sobre dichos instrumentos se ha generado en Europa por el papel que tuvieron en la aparición de la crisis en Estados Unidos, y en su contagio hacia Europa. Son probablemente las connotaciones adversas de las titulaciones las que ayudan a explicar el importante descenso en su actividad tras la crisis.

Y, sin embargo, se asume que esa familia de instrumentos financieros supone un importante apoyo para la financiación de las pymes, en la medida en que permite distribuir los riesgos que los bancos asumen al prestar a esas empresas, así como a liberar una parte del capital que los mismos deben asignar a dicho tipo de préstamos.

Pues bien, la Comisión Europea estima que el importe de la titulación de préstamos a las pymes se ha reducido a poco más de la mitad desde los niveles alcanzados antes de la crisis, de tal manera que si se recuperasen los niveles precrisis podrían generarse más de 100.000 millones adicionales de financiación a pymes.

En aras de reactivar el mercado de titulaciones, las medidas regulatorias acometidas en el marco de la UMC abarcan dos ámbitos diferenciados, pero de marcado carácter complementario: por un lado una propuesta de reglamento para crear un marco común europeo de titulaciones simples, transparentes y estandarizadas (STS), y por otro una propuesta de modificaciones en el tratamiento que recibe la titulación en el Reglamento sobre requerimientos de capital.

Las autoridades europeas (Consejo y Parlamento) alcanzaron un acuerdo político sobre ambas iniciativas el 30 de mayo de 2017, y la versión definitiva fue publicada el 8 de noviembre de 2017.

Con dichos reglamentos se establecen normas comunes para todas las titulaciones, y constituyen un marco para que los productos de titulación sean seguros, simples y transparentes, al tiempo que estén normalizados y suficientemente supervisados, y que contribuya a diferenciarlos de los instrumentos financieros más complejos y arriesgados.

La segunda de las iniciativas que se consideró prioritario abordar en el marco de la UMC tiene que ver con los folletos de emisión de valores. Se trata de simplificar las normas, racionalizar los procedimientos administrativos y, en definitiva, abaratar y simplificar los trámites en el acceso de las pequeñas y medianas empresas a los mercados de capitales.

Para satisfacer ese objetivo de simplificación, la Comisión Europea presentó una propuesta de Reglamento sobre folletos de emisión el 30 de noviembre de 2015, cuya versión definitiva fue publicada el 14 de junio de 2017.

Con el nuevo Reglamento se simplifican los requisitos de emisión de valores, de tal manera que no existe obligación de elaboración de folleto para emisiones por importe inferior a 1.000.000 de euros (frente a los 100.000 de límite anterior), incluyendo adicionalmente la posibilidad de que los Estados miembros eleven esa exención, para emisores que consideren pequeños, hasta los 8.000.000 de euros de importe de emisión.

Pero no solo se modifican los umbrales, sino que se establece la posibilidad de un folleto muy simplificado (*EU Growth Prospect*) para empresas pequeñas (menos de 500 empleados) que coticen en mercados de pymes en expansión, o para emisiones pequeñas de empresas ya cotizadas.

Por otra parte, y en aras de favorecer que ese acceso de pymes a los mercados tenga también un ámbito crecientemente europeo, la Autoridad Europea de

Valores y Mercados (ESMA) facilitará un acceso gratuito en formato electrónico —de hecho, ya no será exigible la versión en papel— a todos los folletos de emisión aprobados en la UE.

Junto a las iniciativas sobre titulización y folleto de emisión, una tercera línea de acción prioritaria tiene que ver con la regulación de las insolvencias y reestructuraciones empresariales, cuya heterogeneidad entre Estados miembros se considera una de las principales barreras a las inversiones transfronterizas. La Unión Europea se caracteriza por una gran dispersión e ineficiencia en cuanto a marcos de insolvencia empresarial, lo que conduce a grandes incertidumbres en cuanto a la recuperabilidad (porcentaje y tardanza) en los procedimientos concursales.

El establecimiento de unos estándares homogéneos sería altamente deseable y sin duda tendría efectos muy beneficiosos para la inversión empresarial transfronteriza en la UE, que en última instancia constituye uno de los grandes objetivos de la UMC. Pero ello va a ser un camino lento y complejo, en la medida en que requiere modificaciones legislativas de gran calado, tanto a escala europea como de los diferentes Estados miembros, por lo que no cabe albergar grandes esperanzas de avances en el corto plazo.

De hecho, en una situación similar cabe situar a otro de los grandes obstáculos para una verdadera UMC, cual es el de la asimetría existente en el tratamiento fiscal recibido por los instrumentos de deuda y los representativos de recursos propios en la financiación empresarial. El hecho de que los intereses de la deuda sean deducibles fiscalmente en la mayoría de los países, mientras que no lo es el coste de los recursos propios (dividendos y/o ganancias de capital), supone un claro incentivo para fundamentar el crecimiento empresarial en el endeudamiento excesivo a costa de una menor presencia de recursos propios, que son una fuente de financiación más estable y favorable al crecimiento empresarial. En este ámbito de la fiscalidad empresarial, al igual que ocurre con el de la normativa sobre insolvencias, las competencias

legislativas residen en los Estados miembros, por lo que los avances hacia una mayor homogeneización en dicho ámbito serán sin duda lentos.

Pero esa lentitud que emerge en torno a ámbitos muy condicionados por las competencias nacionales no debe impedir realizar avances en otros ámbitos, tal vez menos rompedores, pero sin duda configuradores de un marco envolvente en el que la integración europea vaya tomando cuerpo de una forma natural.

### **Impulso reciente a la UMC**

En esa necesidad de dar pasos adicionales hacia la CMU cabe sin duda valorar muy positivamente el paquete de desarrollos que han tenido lugar en los primeros meses de 2018, con media docena de avances que podríamos clasificar en tres ámbitos de mercado carácter complementario.

Por un lado, y con una perspectiva más concreta e inmediata, el impulso a nuevas modalidades de financiación, especialmente apropiadas para las pymes, así como para que los bancos puedan liberar capacidad financiera para prestar a dicho tipo de empresas.

— Estudio sobre el mercado de colocaciones privadas (*private placement*) en Europa. Con ello se trata de dinamizar una fuente de financiación que está muy extendida en Estados Unidos, pero apenas en Europa, y muy apropiada para empresas de reducida dimensión, para las que emitir instrumentos financieros (de renta fija o variable) en mercados puede resultar muy gravoso, por los elevados costes fijos y requerimientos de información. El mercado de colocación privada opera con unos requisitos mucho menores, pero a cambio de ello está acotado en cuanto a la gama de inversores a los que se dirige.

— Propuesta de regulación sobre plataformas de financiación participativa (*crowdfunding* y *peer to peer lending*). Se trata de una modalidad de financiación muy «democrática», en la medida en que su distribución se realiza de forma muy abierta, generalmente en la Red, y que admite captaciones de financiación

muy reducidas, por lo que es especialmente apropiada para las pymes, con muy reducidos costes de transacción y capacidad de llegar a un amplio número de pequeños financiadores, siendo esa granularidad, así como el carácter abierto, y en cierta medida anónimo, de su distribución en red lo que requiere una regulación especial, y la máxima armonización entre países europeos.

— Nueva regulación favorecedora del mercado de cédulas (*covered bonds*). Dicho mercado, que sufrió un extraordinario retroceso con la crisis, requiere de una regulación más homogénea en Europa, y con una mayor claridad en cuanto a los activos que componen el colateral que actúa de garantía de las cédulas emitidas. Con ese esfuerzo de regulación y homogeneización se pretende apoyar el resurgir del mercado, condición necesaria para que los bancos puedan retomar su actividad emisora, que les permitiría liberar capacidad de préstamo, especialmente a pymes.

— Aceleración del saneamiento de activos bancarios (NPL). En la misma línea que la anterior, con esta iniciativa se persigue alcanzar una mayor credibilidad de los bancos, así como aligerar sus balances y reactivar el flujo de financiación bancaria a pymes.

Junto a esos impulsos a nuevos instrumentos financieros para pymes, el reciente paquete de iniciativas en torno a la CMU desarrolla otros dos con un componente mucho más estructural.

En primer lugar, el de la innovación financiera y su asociación con las tecnologías digitales, cuyo papel en la configuración de los mercados financieros del futuro —un futuro que ya está aquí— es clave, y que sin embargo no cuenta con un marco normativo común en Europa. En este sentido, es de agradecer la inclusión en el paquete de la UMC de una nueva iniciativa no legislativa, con el objetivo de promocionar el desarrollo del sector *Fintech* y trabajar para garantizar un marco regulatorio equilibrado que proporcione confianza tanto a compañías como a inversores, proteja a los consumidores, y permita el crecimiento de esta industria.

## Las finanzas sostenibles en la UMC

Finalmente, un ámbito que ha cobrado una relevancia creciente en la UMC es el referido a las finanzas sostenibles, y especialmente las vinculadas a los riesgos derivados del cambio climático, que han recibido un renovado impulso en el marco de la UMC con la adopción del Plan sobre financiación del desarrollo sostenible en el paquete de medidas aprobadas en marzo.

Como hemos destacado recientemente en Ontiveros (2017), ese impulso ha venido de la mano de la concreción de acciones destinadas a satisfacer los compromisos de la UE con los objetivos definidos en el Acuerdo de París de diciembre de 2015, suscrito por 170 países, que define la transición hacia una economía baja en carbón. En Europa ese compromiso se ha concretado en reducir las emisiones de CO<sub>2</sub> en un 40 por 100 en todos los sectores de la economía en el horizonte de 2030. Ello significa que hay que adoptar políticas que faciliten la transformación hacia modelos de negocio de las empresas más eficientes en la utilización de los recursos y más circulares. Y en ello, las finanzas tienen mucho que hacer. Se ha estimado que para cumplir esos compromisos europeos serán necesarias inversiones en torno a 180.000 millones de euros anuales en sectores diversos: renovación de edificios hacia una mayor eficiencia, generación y transmisión de energía mediante fuentes renovables y transporte de bajo carbón, entre otros. Se trata de inversiones cuya cuantía excede a la capacidad actual de los presupuestos públicos y, en consecuencia, requieren la participación de inversores privados y el consecuente despliegue de instrumentos que las vehiculen. Es en este punto en el que el fortalecimiento de las modalidades de «financiación verde» se ha constituido en una de las finalidades sobrevenidas de la UMC.

Así se refleja en el informe *Financing a Sustainable European Economy*, versión final de los trabajos llevados a cabo por el High-Level Expert Group on

Sustainable Finance (HLEG), creado a iniciativa de la Comisión Europea a finales de 2016. Ha estado presidido por Christian Thimann, Director de Estrategia, Sostenibilidad y Asuntos Públicos del Grupo Axa, al que han acompañado profesionales de los destinos ámbitos de la industria de servicios financieros.

Se trata de un trabajo valioso, llamado a inspirar las actuaciones que en esa materia adopte la UE, y que se ha convertido en el mencionado Plan de Acción, al que seguirán propuestas legislativas: «para convertir Europa en el centro de gravedad de la inversión global en una economía baja en carbón, eficiente en la utilización de los recursos y circular».

La Comisión ha comprometido las adaptaciones regulatorias necesarias para que sea posible la movilización de la capacidad de captación de fondos privados para las inversiones necesarias. También se reconoce en el informe la necesidad de transformar la cultura de algunos sistemas financieros, creando los incentivos necesarios para que ese tipo de inversiones sea posible. La Comisión ya había reconocido en junio pasado, con ocasión de la revisión del plan de acción de la UMC, que sería necesaria «una profunda reingeniería de los sistemas financieros para que las inversiones se hicieran más sostenibles», comprometiéndose iniciativas tendentes a adecuar la información, los *ratings* crediticios, los estándares contables y los procesos de supervisión a ese propósito. En concreto, se especificaron los deberes de los propietarios de activos y gestores de carteras de «integrar las consideraciones ambientales, sociales y de gobernanza en la toma de decisiones».

Uno de los aspectos más relevantes del Plan es el establecimiento de una taxonomía sobre los posibles destinos de los instrumentos de financiación e inversión susceptibles de ser considerados «sostenibles», entre otros los populares «bonos verdes». Además de los Green Bond Principles (GBP), definidos en el seno de la International Capital Market Association (ICMA), como guías que han de satisfacer los emisores de ese tipo de bonos, el informe del HLEG concreta aún más,

recomendando a la Comisión Europea que introduzca oficialmente un «EU Green Bond Standard (EU GBS)» y un etiquetaje específico para esos instrumentos. Transformaciones todas ellas en la dirección de que esas exigencias medioambientales trasciendan del cortoplacismo al uso que informa a los agentes en la adopción de decisiones de inversión y financiación y, con ello, que influyan de forma significativa en la UMC.

### Referencias bibliográficas

- [1] ALLEN, F. y GALE, D. (2000). *Comparing Financial Systems*. MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- [2] ALLEN, F.; GU, X. y KOWALEWSKI, O. (2017). «Financial Structure, Economic Growth and Development», *IÉSEG Working Paper Series 2017-ACF-04*.
- [3] BANCO CENTRAL EUROPEO (2017). *Financial Integration in Europe*, mayo.
- [4] BERGES, A. y ONTIVEROS, E. (2014). «Financiación de la economía: bancarización frente a mercados», en *Mediterráneo Económico*, nº 25, pp.195-212.
- [5] BERGES, A.; GUILLÉN, M.; MORENO, J.P y ONTIVEROS, E. (2014). *A New Era in Banking: The Landscape After the Battle*. Ed. Bibliomotion Inc, Massachusetts, USA, 186 pp.
- [6] BUSCH, D. (2017). «A Capital Markets Union for a Divided Europe». *Journal of Financial Regulation*, vol. 3, pp. 262-279.
- [7] COMISIÓN EUROPEA (2016). *Crowdfunding in the Capital Markets Union*. Staff Working Document, mayo.
- [8] COMISIÓN EUROPEA (2017a). *Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan*.
- [9] COMISIÓN EUROPEA (2017b). *Annual Report on European SME's 2016-2017*. Noviembre.
- [10] COMISIÓN EUROPEA (2017c). *Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets - Capital Markets Union*. Consultation Document: Building a Proportionate Regulatory Environment to Support SME Listing, diciembre.
- [11] DEMERTZIS, M.; MERLER, S. y WOLFF, G. (2017). «Capital Markets Union and the Fintech Opportunity». *Bruegel Policy Contribution*, nº 22, septiembre.
- [12] DEMIRGUC-KUNT, A.; FEYEN, G. y LEVINE, R. (2012). «The Evolving Importance of Banks and Securities Markets». *World Bank Economic Review*.
- [13] LANNOO, K. (2015): «Which Union for Europe's Capital Markets?» *ECMI Policy Brief*, nº 22, febrero.
- [14] LEVINE, R. (2002). «Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?», *William Davidson Working Paper*, nº 442, febrero.

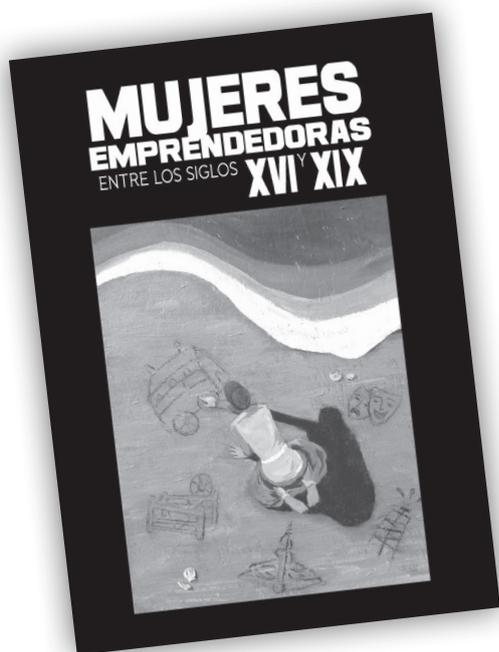
[15] ONTIVEROS, E (2018). «Las finanzas sostenibles en la Unión de los Mercados de Capitales», *Finanzas a las nueve*. Blog de Afi en *El País*, 13 febrero.

[16] STANDER, P. (2016). «What will Happen with Capital Markets Union after Brexit?», *Jacques Delors Institute Policy Papers*, nº 181, diciembre.

[17] TOMADAKIS, A. (2017). «Developing EU Capital Markets for SME's: Mission Impossible?». *European Capital Markets Institute, ECMI Commentary*, nº 46, septiembre.

[18] VERON, N. y WOLFF, G. (2015). «Capital Markets Union: A Vision for the Long Term». *Bruegel Policy Contribution*, nº 5.

## ***Mujeres emprendedoras entre los siglos XVI y XIX***



El Ministerio de Economía, Industria y Competitividad y el Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad coeditan esta monografía en la que se presenta una semblanza de mujeres emprendedoras que, superando las dificultades impuestas por la estructura social y la regulación jurídica de su época, consiguieron ejercer una labor activa en la producción de bienes y servicios. A lo largo de once capítulos, algunos dedicados a figuras concretas y otros centrados en grupos profesionales, se brinda un recorrido por la vida y logros de una serie de mujeres de distintas épocas que se integraron en sectores de actividad en los que apenas se contaba con ellas, tales como el refinado de petróleo, la banca, la avicultura o la dirección de compañías teatrales. Se trata no solo de reivindicar la participación femenina en el progreso socioeconómico, sino también de rendir homenaje al espíritu emprendedor de tantas mujeres que dejaron su huella en la historia a pesar de quedar olvidadas.

**Número de páginas:** 158

**Precio papel:** 5,00 €

**Pdf:** 3,00 €

(IVA incluido)