ES 2020

25

Informe Especial

Unión de los mercados de capitales – Avance inicial lento hacia una meta ambiciosa

TRIBUNAL
DE CUENTAS
EUROPEO

Índice

	Apartados
Resumen	I-X
Introducción	01-12
Objetivos de la UMC	06-09
Funciones y responsabilidades en la UMC	10-12
Alcance y enfoque de la auditoría	13-19
Observaciones	20-124
Las medidas de la Comisión por diversificar las opciones de financiación de las pymes no han tenido hasta la fecha un efecto catalizador	20-50
Resultados parciales en cuanto al apoyo al capital riesgo y la financiación mediante la emisión de acciones	26-33
El acceso de las pymes a los mercados públicos tiene que mejorar	34-39
Impacto limitado en la superación de las barreras de la información	40-43
Las acciones destinadas a generar nuevos préstamos bancarios para las pymes no han producido ningún efecto observable	44-50
Deficiencias en los esfuerzos de la Comisión por desarrollar mercados de capitales locales	51-78
Ausencia de una estrategia integral para abordar las necesidades de los mercados de capitales locales	57-58
No se aprovecha todo el potencial del Semestre Europeo para fomentar reformas de los mercados	59-65
Se agradece en gran medida el apoyo técnico, pero los resultados aún no se han producido	66-78
La Comisión ha adoptado algunas medidas dentro de su ámbito de competencias, pero no ha abordado plenamente las principales barreras transfronterizas	79-99
La Comisión podría haber hecho más para promover la alfabetización financiera entre las pymes	82-86
Es poco probable que las medidas de la Comisión contribuyan a la convergencia sustancial de los procedimientos de insolvencia	87-92

La Comisión publicó un sólido Código de Conducta sobre la retención fiscal, pero no es vinculante 93-99

La UMC carecía de un marco de rendimiento convincente 100-124

Los objetivos de la UMC eran más bien ambiguos y las prioridades se fijaron tarde 101-106

Las medidas de la UMC no podían satisfacer las grandes expectativas suscitadas por la Comisión 107-114

La Comisión no llevó a cabo un seguimiento periódico de los avances generales hacia la consecución de los objetivos de la UMC. 115-124

Conclusiones y recomendaciones 125-139

Anexos

Anexo I – Visión general de los proyectos del PARE auditados relevantes para la UMC, 2017-2018

Anexo II – El Plan de acción de la Comisión para 2015 sobre la UMC y sus predecesoras – acciones seleccionadas centradas en el acceso a la financiación

Anexo III – Acción de la UMC para el desarrollo de mercados de capitales locales

Anexo IV – Visión general de las REP directas remitidas a todos los Estados miembros, 2014-2019

Anexo V – Visión general de las REP directas y más amplias remitidas a los Estados miembros menos desarrollados, 2016-2019

Anexo VI – Resumen de las medidas legislativas de la UMC en julio de 2020

Siglas y abreviaturas

Glosario

Respuestas de la Comisión

Equipo de auditoría

Cronología

Resumen

I La unión de los mercados de capitales (UMC) es una iniciativa a gran escala de la Unión Europea y fue lanzada oficialmente en el plan de acción de la Comisión en 2015. El principal objetivo de la UMC es crear un mercado único de capitales en el que las empresas, y en particular las pymes, dispongan de un mejor acceso a la financiación no bancaria y los mercados de capitales locales se consoliden y se integren mejor. Mediante la complementación de la financiación bancaria, la mejora de la puesta en común de riesgos en el sector privado, y la reducción global del riesgo, la UMC tiene por objeto lograr un sistema financiero más estable y mejor equipado para impulsar el crecimiento, crear empleo y dotar a Europa de mayor atractivo para la inversión extranjera.

II El Plan de acción de 2015 para la creación de una UMC y su Revisión intermedia de 2017 preveían un gran número de medidas, que deberían haber producido un efecto acumulativo respecto al establecimiento de las bases de la UMC a finales de 2019. Dada la alta prioridad otorgada a esta iniciativa emblemática de la Comisión y las partes interesadas, consideramos que el presente informe es oportuno para apoyar un mayor desarrollo de la UMC. En nuestro informe se examina si la Comisión desempeñó adecuadamente su función y se destacan cuestiones que pueden afectar a la actuación satisfactoria de la UMC ahora y en el futuro.

III En la auditoría examinamos si la Comisión ha culminado con éxito sus acciones encaminadas a la creación de una UMC eficaz. Para abordar esta cuestión general, evaluamos si la Comisión: alcanzó sus objetivos de ampliar la diversidad de fuentes de financiación empresarial; adoptó medidas eficaces para fomentar de manera suficiente unos mercados de capitales más integrados y consolidados; eliminó las barreras transfronterizas para los participantes en el mercado, y diseñó y supervisó adecuadamente el proyecto de UMC.

IV Nuestra conclusión global es que la Comisión se ha esforzado por lograr el difícil objetivo de crear una UMC, pero que sus resultados aún no se han hecho patentes. Muchas medidas que la Comisión pudo adoptar en sus ámbitos de competencia solo alcanzaron avances limitados en el logro de los objetivos de la UMC. Por su propia naturaleza, estas medidas (por ejemplo, medidas suaves como realización de análisis o fomento de buenas prácticas), no han podido catalizar avances sustanciales en la realización de la UMC. Otra limitación a la que se enfrentó la Comisión se debía a que muchas de las acciones clave solo pueden ser llevadas a cabo por los Estados miembros o con el pleno apoyo de estos.

V Las medidas destinadas a diversificar las fuentes de financiación para las empresas se orientaron a cuestiones que eran demasiado concretas para iniciar e impulsar un cambio estructural hacia una mayor financiación del mercado en la UE y solo tuvieron un impacto limitado. Además, la legislación sobre titulización, pese a ser una medida positiva, no ha producido aún la recuperación prevista en el mercado europeo de titulización después de la crisis financiera ni ayudó a los bancos ampliando así su capacidad de préstamo, para, entre otras cosas, facilitar la financiación de las pymes. Las operaciones se mantienen concentradas en las clases de activos tradicionales (es decir, hipotecas, préstamos para la adquisición de automóviles) y en determinados Estados miembros.

VI En cuanto al desarrollo de los mercados de capitales locales, la Comisión ejerció su función coordinadora en el proceso del Semestre Europeo. Sin embargo, la Comisión no formuló una estrategia de la UE exhaustiva y clara, ni recomendó que todos los Estados miembros con mercados de capitales menos desarrollados aplicaran las reformas pertinentes. La Comisión utilizó el programa de apoyo a las reformas estructurales, basado en la demanda, con el fin de financiar, entre otros, proyectos pertinentes para la UMC. Aunque la lógica de intervención del PARE no se orientó formalmente hacia las necesidades específicas de los mercados de capitales de la UE, los objetivos de la UMC se abordaron en los proyectos. No obstante, el enfoque basado en la demanda no propició la prestación de apoyo a todos los Estados miembros según sus necesidades, y los resultados del enfoque están todavía por ver.

VII Constatamos que el Plan de acción de la UMC no supuso un avance en cuanto a la superación de las barreras fundamentales que impiden los flujos de capital transfronterizos. Tales barreras se derivan a menudo de leyes nacionales, como las aplicadas en los ámbitos de la legislación sobre insolvencia y las retenciones fiscales, o de una falta de educación financiera. Los avances en la tarea de abordar dichas barreras fueron limitados, debido en parte a la falta de apoyo de los Estados miembros.

VIII En cuanto al diseño de la UMC, sus objetivos no siempre eran suficientemente medibles. Además, no se establecieron prioridades antes del inicio del proyecto. La supervisión de la Comisión se limitó a los progresos alcanzados con las medidas legislativas. No supervisó periódica y sistemáticamente los avances en la consecución de los objetivos de la UMC.

IX Para mejorar la eficacia del proyecto de la UMC, recomendamos que la Comisión:

a) proponga acciones orientadas adecuadamente para facilitar aún más el acceso de las pymes a los mercados de capitales;

b) promueva unos mercados de capitales locales más arraigados y mejor integrados;

c) aborde los principales obstáculos transfronterizos a la inversión;

d) formule objetivos específicos, medidas esenciales y el seguimiento de la UMC.

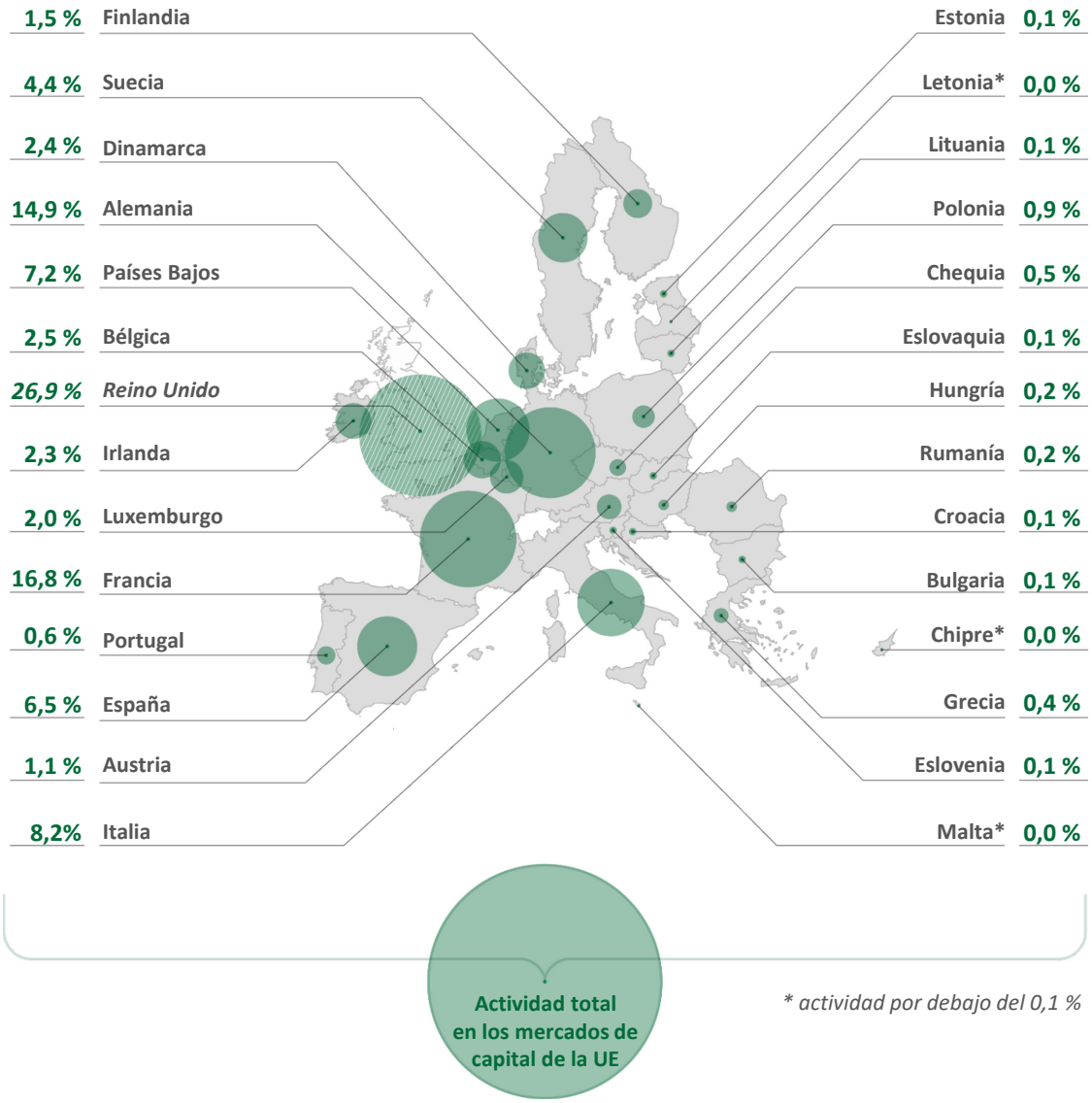
X También invitamos al Consejo a considerar cómo llevar adelante la propuesta de la Comisión para abordar el tratamiento fiscal asimétrico del capital y la deuda.

Introducción

01 La libre circulación de capitales es una de las cuatro libertades –junto con la libre circulación de bienes, servicios y trabajadores– y un objetivo clave de la Unión Europea. La importancia y los beneficios de la creación de un mercado europeo de capitales se han debatido durante mucho tiempo, como en el informe Segré de 1966, el informe Lamfalussy de 2001 y anteriores comunicaciones de la Comisión (por ejemplo, de 1996, 1998 y 2011). Aunque hayan cambiado los aspectos de especial interés, la magnitud y los retos del desarrollo y de la integración de los mercados de capitales, la UE nunca ha logrado contar con mercados de capitales integrados que funcionen correctamente.

02 Existen discrepancias geográficas entre los Estados miembros en cuanto a la capitalización, la liquidez y la profundidad de sus mercados de capitales locales. Los Estados miembros del oeste y del norte de la UE tienden a poseer mercados de capitales más arraigados y centros de capital que se autorrefuerzan, mientras que los Estados miembros del este y del sur se han quedado rezagados (véase la ***ilustración 1***). Hasta ahora, Londres era el centro financiero más importante de la UE. La retirada del Reino Unido de la UE representa un desafío para el proyecto de la UMC.

Ilustración 1 – Tamaño de los mercados de capitales por país medido por la proporción media respecto a la actividad total en 23 sectores diferentes en los tres años anteriores a 2019 (media) en porcentaje



Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo, a partir de New Financial data, septiembre de 2020.

03 A pesar de los esfuerzos realizados tras la crisis financiera, la mayoría de las economías de los Estados miembros de la UE siguen dependiendo más de la financiación bancaria que de la financiación del mercado de capitales (p. ej., capital inversión, capital riesgo, bonos). Las pymes en Europa optan por una financiación bancaria comparativamente más barata, lo que les permite mantener la plena propiedad. Aunque la financiación no bancaria ha tenido una relevancia creciente en la última década, los préstamos bancarios siguieron representando en torno al 45 % de la financiación total de la deuda de sociedades no financieras en la zona del euro

en 2018, por debajo del 60 % registrado en 2007[1]. Las tradiciones y la cultura constituyen un factor importante a este respecto, como ilustra el sesgo nacional (es decir, una tendencia a invertir la mayoría de la cartera en activos nacionales). La falta de información fácilmente disponible sobre las empresas y unos niveles insuficientes de alfabetización financiera, son obstáculos adicionales que limitan la demanda de los inversores de instrumentos del mercado de capitales.

04 La unión de los mercados de capitales (UMC) es una iniciativa a gran escala de la Comisión. Fue lanzada oficialmente con su plan de acción en 2015. Este proyecto emblemático se anunció como parte de las diez prioridades estratégicas de la Comisión y es un elemento del tercer pilar del Plan de Inversiones para Europa que tenía por objeto mejorar el entorno de inversión. Con la UMC se pretende complementar la Unión Bancaria potenciando la puesta en común de riesgos privados y garantizando la atenuación general del riesgo y, en última instancia, reforzar la Unión Económica y Monetaria (UEM).

05 La necesidad de una UMC nunca ha sido tan acuciante como hoy en día. El Brexit ha acentuado la necesidad política de construir mercados de capitales más arraigados e integrados en la UE, ya que el Reino Unido, el mercado de capitales más amplio y consolidado y el eje europeo más importante de financiación inicial, abandonó oficialmente la UE el 31 de enero de 2020. Por otra parte, la competencia mundial aumenta, como indica la salida de la UE de pymes europeas innovadoras a la búsqueda de una mejor financiación y un entorno más propicio para la financiación de empresas de crecimiento rápido. En los últimos meses, la Comisión se ha referido a la incertidumbre económica provocada por la pandemia de la COVID-19 como un factor adicional a favor de la UMC, que podría llegar a movilizar la financiación privada y a acelerar la recuperación de la economía.

Objetivos de la UMC

06 Un importante objetivo de la UMC es contribuir a la disminución de la elevada dependencia existente respecto a la financiación bancaria y reducir el coste de la captación de capital, en particular para las pymes. Según la Comisión, este objetivo debe materializarse mediante la creación de un sistema financiero estable en el que unos mercados de capitales más arraigados e integrados absorban un mayor volumen del ahorro de los ciudadanos y desempeñen un papel más importante en la

[1] Tribunal de Cuentas Europeo sobre el Informe anual 2017 del Banco Central Europeo, p. 36.

financiación de las empresas. El sector bancario de la UE también se beneficiará de la UMC, que comprende medidas para reactivar el mercado europeo de titulización.

07 Mediante la complementación de la financiación bancaria, la mejora de la puesta en común de riesgos en el sector privado, y la reducción global del riesgo, la UMC tiene por objeto lograr un sistema financiero más estable y mejor equipado para impulsar el crecimiento, crear empleo y dotar a Europa de mayor atractivo para la inversión extranjera. Por último, unos mercados financieros más integrados, líquidos y arraigados en Europa no solo elevarían los flujos de inversión transfronterizos, sino que también respaldarían un papel internacional más sólido para el euro.

08 El Plan de acción de 2015 y su revisión intermedia de 2017 incluían un conjunto de medidas legislativas y no legislativas divididas en siete áreas de intervención que deberían haber producido, entre otros, el efecto acumulativo de transformar instrumentos fragmentados de legislación financiera en un marco regulador cohesionado. El objetivo del marco legislativo y de las medidas no legislativas es construir un ecosistema de inversión que estimule el acceso a los mercados de capitales y el crecimiento económico. Sin embargo, la regulación puede facilitar el funcionamiento del mercado, pero no puede dictar este por sí misma.

09 La UMC es una agenda inconclusa con trabajos en curso. Hasta la fecha, la mayoría de los actos legislativos no se han ejecutado aún o se han ejecutado recientemente. Para iniciar los trabajos preparatorios de un nuevo plan rector, la Comisión puso en marcha un Foro de Alto Nivel sobre la unión de los mercados de capitales integrado por 28 expertos de alto nivel. El informe final del Foro se publicó en junio de 2020 e incluye un conjunto de recomendaciones sobre políticas[2]. La Comisión publicó su nuevo plan de acción[3] en septiembre de 2020.

Funciones y responsabilidades en la UMC

10 Con arreglo al principio de subsidiariedad, ciertos ámbitos de actuación esenciales para la UMC (como fiscalidad, insolvencia y educación financiera) son

---

[2] Informe final del Foro de alto nivel sobre la unión de los mercados de capitales, A New Vision for Europe's Capital Markets Union, 10 de junio de 2020.

[3] Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, Una Unión de los Mercados de Capitales para las personas y las empresas: nuevo plan de acción, COM(2020) 590 final de 24 de septiembre de 2020.

responsabilidad de los Estados miembros. El éxito de la iniciativa de la UMC depende, por tanto, no solo de la Comisión, sino también de la voluntad y la ambición políticas del Parlamento Europeo, el Consejo y los Estados miembros.

11 Dentro de la Comisión, la planificación, la ejecución general y la coordinación del proyecto de la UMC corresponden a la Dirección General de Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y Unión de los Mercados de Capitales, aunque también participan otros servicios de la Comisión. La Dirección General de Apoyo a las Reformas Estructurales de la Comisión, creada en 2020 para sustituir al Servicio de Apoyo a las Reformas Estructurales, presta su asistencia técnica a través del programa de apoyo a las reformas estructurales[4] para lograr, entre otros cometidos, reforzar la capacidad de los mercados nacionales de capitales de los Estados miembros. No hay un presupuesto específico asociado a la ejecución de la UMC.

12 Los otros organismos clave para el funcionamiento de la UMC son tres Autoridades Europeas de Supervisión (AES):

— la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), que es el regulador del mercado de valores de la UE, que propone medidas de ejecución y especifica normas técnicas;

— la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación; y

— la Autoridad Bancaria Europea.

[4] Reglamentos (UE) n.º 2017/825 y 2018/1671.

Alcance y enfoque de la auditoría

13 Dada la importancia de la UMC, auditamos su diseño, su ejecución y su eficacia. El objetivo de nuestro informe es informar a las partes interesadas y ofrecer recomendaciones a la Comisión para apoyar el mayor desarrollo de la UMC.

14 Las acciones analizadas corresponden a cuatro de las siete áreas de intervención en el Plan de acción de la UMC, a saber: i) financiación para la innovación, las empresas emergentes y las empresas no cotizadas, ii) facilitar a las empresas la entrada y la captación de capital en mercados públicos, iii) aprovechar la capacidad bancaria para apoyar la economía en general y iv) facilitar la inversión transfronteriza.

15 La pregunta general de auditoría era si las medidas de la Comisión habían contribuido satisfactoriamente a la construcción de una UMC efectiva. Para abordarla, evaluamos si la Comisión:

a) ayudó a diversificar la financiación de las empresas, y en particular de las pymes;

b) contribuyó al desarrollo de mercados de capitales locales más arraigados y mejor integrados;

c) adoptó medidas eficaces para abordar las principales barreras transfronterizas, y

d) dotó a la UMC de un marco de rendimiento convincente.

16 A efectos de la auditoría, examinamos la documentación disponible en la Comisión y mantuvimos entrevistas con el personal pertinente de la misma. Revisamos una muestra de 10 de los 54 proyectos relevantes para la UMC que se financiaron con cargo al programa de apoyo a las reformas estructurales y su acción preparatoria durante el período 2016-2019. Aplicamos nuestro criterio profesional para seleccionar esta muestra (véase en el ***anexo I*** la lista de proyectos) centrada en proyectos ubicados en Estados miembros con mercados de capitales menos desarrollados (véase la ***ilustración 1***). Los proyectos seleccionados se encontraban relativamente avanzados en su ejecución, por lo que era más probable que sus resultados fueran observables.

17 Además, para recabar información, celebramos reuniones con autoridades y partes interesadas de nueve Estados miembros seleccionados, a saber, Bulgaria, Chequia, Estonia, Italia, Lituania, Luxemburgo, los Países Bajos, Polonia y Rumanía. También entrevistamos al personal de la ESMA, del Banco Europeo de Inversiones, del Fondo Europeo de Inversiones y a expertos y representantes de la Organización para la

Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), del Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD), de diversas asociaciones de empresas e inversores y de bolsas de valores.

18 Realizamos una encuesta a las autoridades responsables de la regulación y la supervisión de los mercados de capitales locales en todos los Estados miembros (ministerios de hacienda, autoridades nacionales competentes (ANC) y bancos centrales), asociaciones empresariales europeas y nacionales, asociaciones de inversores y asociaciones bancarias, así como mercados de valores en la UE.

19 Nuestro trabajo de auditoría se prolongó desde septiembre de 2019 hasta febrero de 2020. Dicho trabajo se completó antes del brote de la COVID-19 y, por tanto, el presente informe no tiene en cuenta ninguna evolución de las políticas u otros cambios que se hayan producido en respuesta a la pandemia.

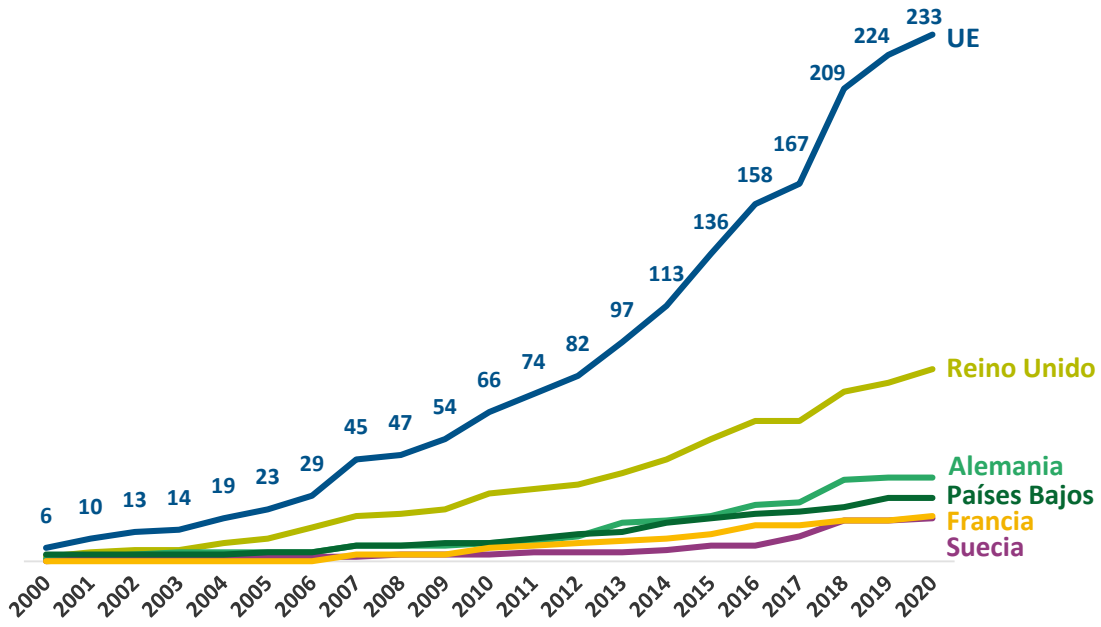
Observaciones

Las medidas de la Comisión por diversificar las opciones de financiación de las pymes no han tenido hasta la fecha un efecto catalizador

20 En la UE, el crédito bancario siempre ha constituido la fuente predominante de fondos para financiar empresas, especialmente las pymes. El eje de la iniciativa de la UMC ha sido el acceso a nuevas fuentes de financiación para las pymes para complementar la financiación bancaria con la basada en el mercado (es decir, capital riesgo y capital inversión).

21 En las últimas décadas, en Europa se han generado numerosas empresas emergentes innovadoras, las denominadas «unicornios», es decir, empresas emergentes de alto crecimiento valoradas en más de 1 000 millones de dólares (véase la ***ilustración 2***). Cada vez más empresas de este tipo que han superado la fase inicial de crecimiento se trasladan fuera de la UE por las oportunidades de expansión. La Comisión ha tratado de frenar esta tendencia, mediante el apoyo a las actividades de cotización en bolsa de las pymes a través de varias medidas en el ámbito de la UMC.

Gráfico 2 – Panorámica de los *unicornios* europeos, 2000-2020



Fuente: Dealroom.co.

22 Existe una gran heterogeneidad en la población de pymes en cuanto a tamaño, sector, antigüedad, actividad y propiedad, así como numerosas diferencias transfronterizas. Las pymes de rápido crecimiento constituyen en torno al 11 % del total de las empresas[5] de la UE, cifrado en unas 25 millones. Facilitar el acceso a diversas fuentes de financiación para pymes de crecimiento rápido es una política tradicional de la Comisión, que comenzó en 1998 con un plan de acción de esta institución sobre el capital riesgo[6]. El problema de la financiación de las pymes, que varía a lo largo de su etapa de crecimiento (véase la ***ilustración 3***), ha sido también objeto de diversas políticas de la Comisión, como un plan de acción de 2011 para mejorar el acceso a la financiación de las pymes[7]. El plan de acción de la UMC de 2015 representa una continuación de las citadas iniciativas (véase el ***Anexo II***).

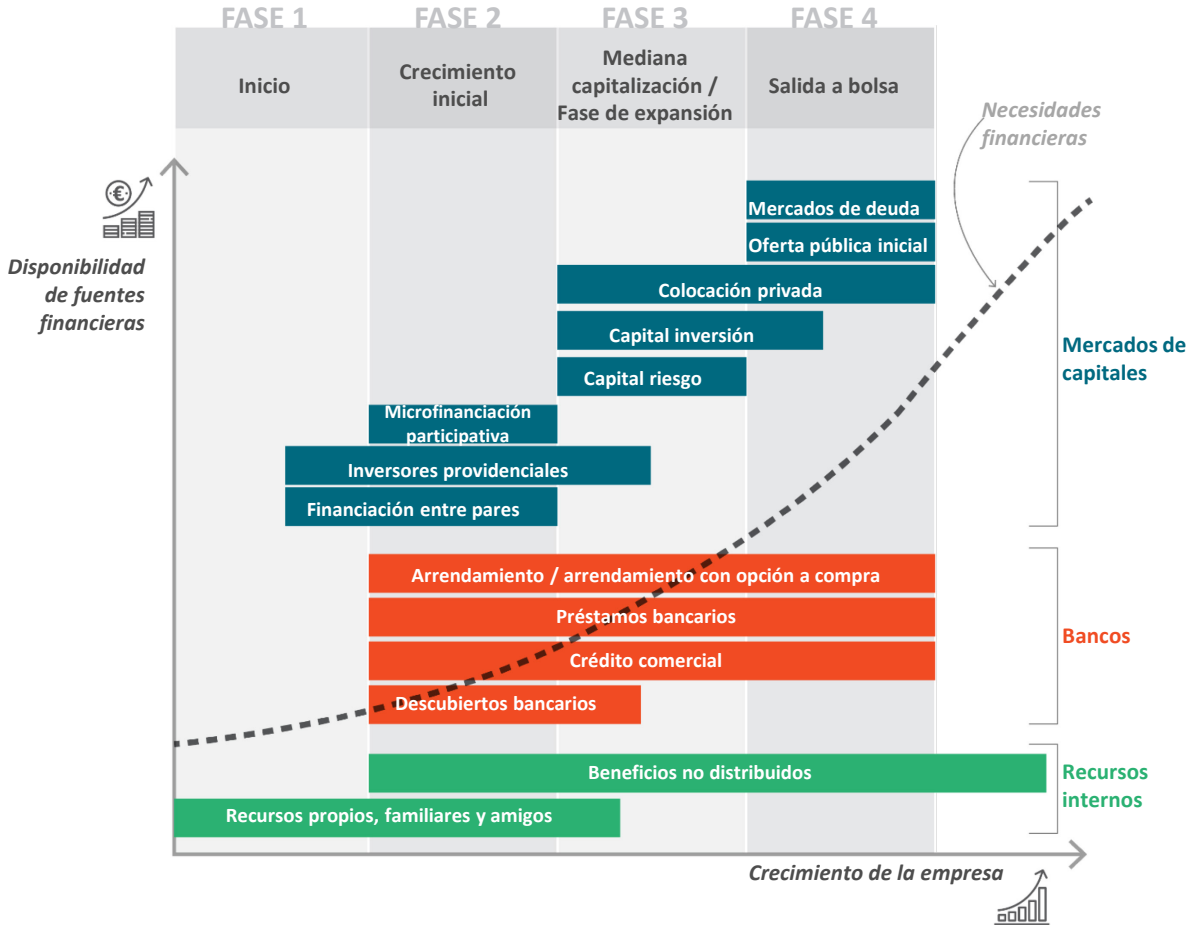
---

[5] Fuente de los datos: www.statista.com.

[6] SEC(1998) 552 final, 31 de marzo de 1998.

[7] COM(2011) 870 final.

Gráfico 3 – Fuentes de financiación relativas a las etapas de crecimiento de una empresa



Fuente: Comisión Europea

23 En el plan de acción de la UMC de 2015 y su actualización de 2017, la finalidad de la Comisión era mejorar el acceso a la financiación para las pymes mediante la concentración concentrándose en dos áreas de intervención: (i) financiación para la innovación, empresas emergentes y empresas no cotizadas y (ii) facilitar a las empresas el acceso a los mercados públicos y la captación de capital en estos. Los cambios normativos propuestos consistieron fundamentalmente en revisiones de normas anteriores (folleto, mercados de pymes en expansión, fondos de capital riesgo europeos (FCRE)).

24 El otro ámbito de intervención de la Comisión consistió en (iii) reforzar la capacidad bancaria para apoyar a la economía en general, con inclusión de los bonos garantizados y la titulización. Esta acción política no está directamente vinculada a la financiación de las pymes, sino que aborda la posibilidad de que los bancos se desapalanquen (es decir, reduzcan sus balances) sin recortar la provisión de crédito al sector privado.

25 Para examinar si las medidas relativas a la UMC alcanzaron su objetivo de diversificar la financiación de las pymes, evaluamos si la Comisión:

a) amplió las posibilidades de las empresas de financiar la expansión en sus etapas de crecimiento antes de salir a bolsa (véase la ***ilustración 3***; como mediante el capital riesgo y el capital inversión);

b) mejoró el acceso de las pymes a los mercados públicos (es decir, el paso a la fase pública);

c) redujo las barreras de información que impiden que las pymes identifiquen fuentes de financiación y posibles inversores a partir de oportunidades de inversión; y

d) habilitó a los bancos para liberar su capacidad de préstamo y apoyar a las pymes.

Resultados parciales en cuanto al apoyo al capital riesgo y la financiación mediante la emisión de acciones

26 En el marco del Plan de acción de la UMC, la Comisión puso en marcha un paquete de medidas destinadas a apoyar el capital riesgo y la financiación mediante la emisión de acciones en la UE. Las medidas incluían una reforma normativa, el establecimiento de fondos paneuropeos y la promoción de buenas prácticas en materia de incentivos fiscales (véase el ***cuadro 1***).

Cuadro 1 – Medidas auditadas seleccionadas en el marco de la UMC destinadas a apoyar el capital riesgo y la financiación mediante fondos propios

Medidas	Tipo	Acción completada en la Comisión	Observaciones del Tribunal de Cuentas Europeo
Creación de un fondo de fondos de capital riesgo paneuropeo	Inyección de fondos	SÍ	Las operaciones de recaudación de fondos y de inversión avanzan con tres fondos de fondos; la Comisión prevé movilizar una cantidad cinco veces superior al importe invertido (no se ha alcanzado aún).
Cambios en el Reglamento de los FCRE y el FESE.	Medida legislativa	SÍ En vigor desde marzo de 2018	Aumento del registro de fondos de capital riesgo únicamente en aquellos Estados miembros con mercados de capital riesgo que ya son atractivos, están integrados y se encuentran consolidados.
Estudio y promoción de buenas prácticas sobre planes de incentivos fiscales para inversiones en capital riesgo y providenciales.	Medida no legislativa	SÍ	Presentación del estudio en dos seminarios para promover los resultados entre las administraciones tributarias de los Estados miembros; ningún otro impacto en los Estados miembros.
Propuesta legislativa sobre la base imponible consolidada común del impuesto sobre sociedades (BICCIS)	Medida legislativa	SÍ	La BICCIS propuesta en 2011 (demasiado ambiciosa para que los Estados miembros la convinieran); propuesta relanzada en 2016, sin acuerdo hasta la fecha.

Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo.

27 Los mercados de capital riesgo y de capital inversión de la UE siguen caracterizándose por las grandes diferencias entre Estados miembros, tanto en la magnitud de la brecha de financiación de las pymes, como en la disponibilidad de fuentes de financiación, en particular por lo que se refiere a los inversores institucionales. De hecho, existe una enorme fragmentación de los mercados entre los centros y la periferia de la UE en cuanto al capital riesgo y las inversiones en valores privados (es decir, la localización de las sociedades de cartera que reciben los fondos); estas se concentran principalmente en unos pocos Estados miembros (en concreto, Francia, Alemania, Países Bajos, Dinamarca y Suecia).

28 La revisión de la normativa sobre los FCRE y los fondos de emprendimiento social europeos (FESE) fue la primera medida legislativa incluida en el Plan de Acción de la UMC para promover las sociedades de capital riesgo de orientación transfronteriza y apoyar el desarrollo de zonas menos desarrolladas en el mercado europeo de capital riesgo. Sin embargo, esta solo elevó efectivamente el número de registros de FCRE en aquellos Estados miembros con mercados de capital riesgo consolidados (como Francia y Países Bajos).

29 Nuestro análisis de datos sobre los nuevos FCRE y FESE registrados y nuestras entrevistas con los participantes en el mercado y las partes interesadas revelaron que las etiquetas de FCRE y FESE siguen sin ser utilizadas por la mayoría de los fondos de capital riesgo y no demostraron ser decisivas para la expansión del mercado y la financiación de las pymes. Los resultados de nuestra encuesta a las autoridades públicas de la UE muestran que el 22 % de los consultados no cree que las enmiendas de 2017 al Reglamento de los FCRE hayan elevado el nivel de inversión en empresas de capital riesgo de la UE, mientras que el 45 % considera que es demasiado pronto para evaluarlo.

30 El establecimiento de fondos de fondos de capital riesgo paneuropeos representa una inyección potencial de 410 millones de euros en el mercado a través del presupuesto de la UE[8]. Esta medida es la única acción de financiación en el marco del Plan de acción de la UMC. Al margen del plan de acción, la Comisión sigue participando activamente en la financiación de las pymes mediante el suministro de un volumen significativo de fondos a través de programas gestionados de forma centralizada y compartida. Aunque la previsión de recaudar 2 100 millones de euros de inversores privados y públicos (es decir, movilizar un importe cinco veces mayor al importe inyectado al fondo) no se ha cumplido aún, las operaciones de recaudación de fondos y de inversión con tres fondos de fondos avanzan con el efecto de atraer inversiones privadas y aumentar el tamaño del mercado de capital riesgo de la UE.

31 Para apoyar los mercados de capital inversión y capital riesgo, la Comisión publicó asimismo un informe sobre los planes de incentivos fiscales para el capital riesgo y las inversiones providenciales, y presentó este informe en dos seminarios. En los Estados miembros no se adoptaron otras medidas de seguimiento de dicha acción.

---

[8] Informe especial del Tribunal de Cuentas Europeo 17/2019, apartado 20.

32 La Comisión elaboró una propuesta legislativa para abordar el denominado sesgo en favor del endeudamiento. En la mayoría de los Estados miembros, los intereses sobre la deuda y el rendimiento del capital propio se tratan de manera diferente, lo que impide el desarrollo y la integración de los mercados. Como los intereses son deducibles de la base imponible del impuesto de sociedades y los rendimientos del capital no, existe una ventaja fiscal para la financiación mediante deuda que influye en las decisiones financieras adoptadas por empresas e inversores. Por este motivo, se estima que el coste del capital en el caso de los fondos propios era un 45 % superior al del capital para deuda[9].

33 La Comisión ha tratado de abordar esta cuestión en el marco de la UMC proponiendo la introducción de una deducción compensatoria en el impuesto de sociedades por la emisión de acciones como parte de la propuesta relativa a la base imponible consolidada común del impuesto de sociedades (BICCIS). Sin embargo, todavía no se ha aplicado la solución propuesta debido a la falta de acuerdo al respecto del Consejo, que mantiene la competencia exclusiva en materia de tributación.

El acceso de las pymes a los mercados públicos tiene que mejorar

34 Obtener financiación mediante fondos propios en el mercado público resulta más difícil para las pymes que para las empresas más grandes porque temen perder la propiedad, y carecen de la misma capacidad para cumplir los requisitos de información y asumir los costes asociados (que llegan a suponer hasta el 15 % del importe recaudado). El objetivo de la Comisión era facilitar y abaratar la emisión de bonos y acciones en los mercados públicos, garantizando al mismo tiempo la protección de los inversores. A tal efecto, la Comisión puso en marcha un paquete de medidas (véase el ***cuadro 2***).

[9] SWD(2015) 183 final.

Cuadro 2 – Medidas auditadas seleccionadas en el marco de la UMC destinadas a reforzar el acceso de las empresas a los mercados públicos

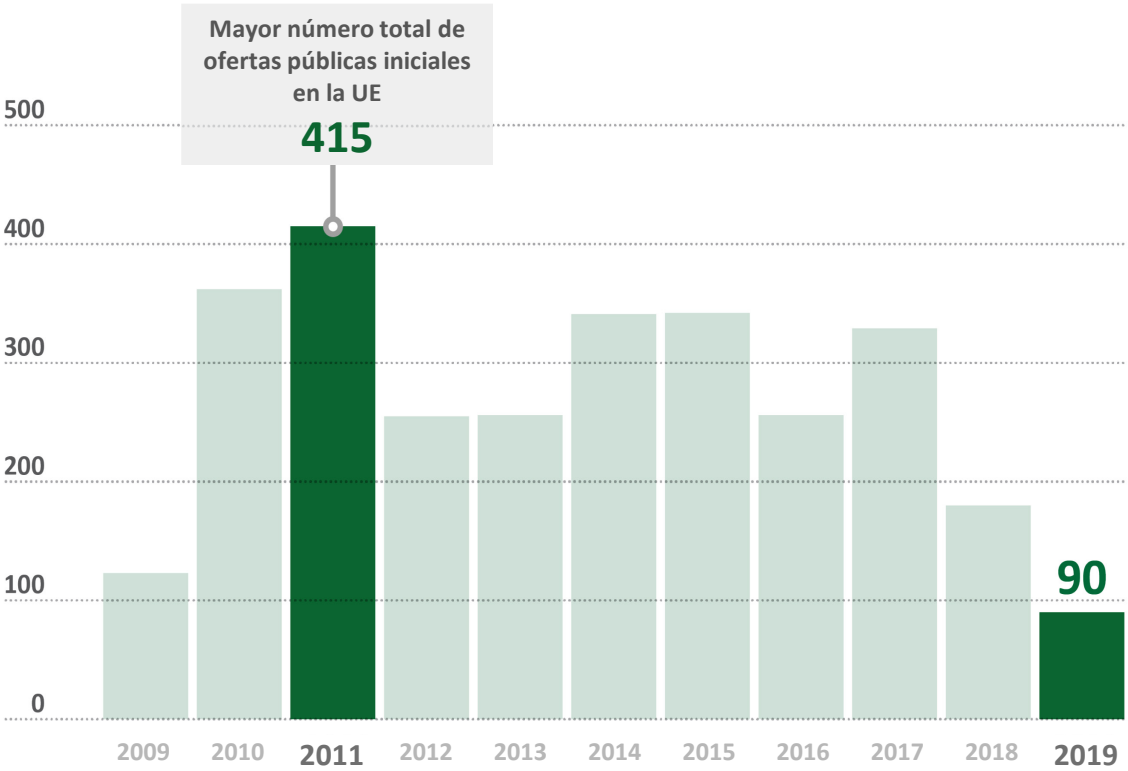
Medidas	Tipo	Acción completada en la Comisión	Observaciones del Tribunal de Cuentas Europeo
Reglamento para revisar las normas sobre la expedición del folleto	Medida legislativa	SÍ En vigor desde julio de 2019	Propuesta rechazada en primera instancia por el Comité de Control Reglamentario de la Comisión en cuanto al motivo por el que se esperaba que la segunda revisión en un plazo de 5 años tuviera éxito; propuesta aceptada tras una nueva presentación precipitada; el folleto sigue considerándose caro y demasiado complejo para las pymes; sin exención para la emisión secundaria; sin aumento significativo de las OPI observadas desde julio de 2019.
Nueva normativa en apoyo de los mercados de pymes en expansión, introducida por la Directiva MIFID II.	Medida legislativa	SÍ En vigor desde enero de 2020	Mensaje positivo al ecosistema de las pymes, en cuanto a que los responsables de la formulación de políticas de la UE estaban dispuestos a introducir proporcionalidad en los textos en beneficio de estas empresas.
Seguimiento de los avances en el compromiso del Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad para mejorar la divulgación, la usabilidad y la accesibilidad de las NIIF.	Medida no legislativa en curso	SÍ	Ningún resultado tangible de la actividad de seguimiento del mercado

Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo.

35 Las condiciones macroeconómicas, como la liquidez en el mercado, el interés de los inversores, el nivel de los tipos de interés, la tasa de crecimiento económico prevista, el tipo impositivo previsto y la tasa de inflación, pueden tener un impacto mayor que los costes de publicar un folleto y determinar la opción de que una empresa se sirva o no de una oferta pública inicial. Tras la crisis financiera, el número de ofertas públicas iniciales en la UE fluctuó, alcanzando un total de 90 en 2019, pero no se ha recuperado desde 2009 (véase la ***ilustración 4***). El mayor número total de ofertas

públicas iniciales en la UE se registró en 2011, cuando el número de ofertas públicas iniciales registradas ascendió a 415[10].

Gráfico 4 – Número total de OPI en la UE 2009-2019



Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo, a partir de PwC, IPO Watch Europe 2009-2019.

36 Hasta la fecha, el acceso de las pymes a los mercados públicos no se ha reforzado significativamente ni se ha abaratado, como demuestran nuestras entrevistas y encuestas. Los costes asociados a la publicación del folleto solo disminuyeron ligeramente y el proceso sigue siendo engorroso y prolongado. Además, el coste de los servicios de asesoramiento en relación con la emisión de un folleto determina el grueso de los costes asociados a su publicación, y en este factor no influyen fácilmente las acciones de la Comisión.

37 Por otro lado, los cambios en la regulación y la falta de armonización de las normas nacionales relativas a las emisiones por debajo del umbral a partir del cual es necesario un folleto deja un margen de maniobra para un arbitraje regulatorio. De hecho, las empresas que tengan previsto recaudar hasta 8 millones de euros y se encuentren establecidas en un país en el que la obligación de emitir un folleto se sitúe por encima de 1 millón de euros pueden realizar una emisión transfronteriza de

[10] OPI Watch Europe 2011 y OPI Watch Europe 2019.

instrumentos de capital en línea (es decir, microfinanciación colectiva de capital) a través de una plataforma constituida en otro país sin la obligación de publicar un folleto para las emisiones de hasta 8 millones de euros.

38 Constatamos asimismo que, al preparar el Plan de acción de 2015, la Comisión no consideró la posibilidad de inyectar fondos en apoyo de OPI para las pymes, por ejemplo, en forma de un fondo público-privado. Sin embargo, en marzo de 2020, la Comisión anunció recientemente su intención de crear un fondo público-privado que invirtiera en ofertas públicas[11].

39 Otra medida del plan de acción de la UMC, el Reglamento sobre los mercados de pymes en expansión, incluía modificaciones al Reglamento sobre abuso de mercado y nuevos cambios en las normas sobre el folleto para facilitar a las pymes la emisión de instrumentos de capital y de deuda en los mercados de pymes en expansión. Por otra parte, la Comisión propuso normas adicionales para facilitar el registro de los sistemas multilaterales de negociación como mercados de pymes en expansión, con el fin de promover la liquidez de las acciones de pymes que cotizan en bolsa y hacer más atractivos estos mercados para los inversores, emisores e intermediarios. La medida legislativa se adoptó en 2019 y entró en vigor en enero de 2020. La promulgación de esta medida ha enviado un mensaje positivo al ecosistema de las pymes en cuanto a que los responsables de la formulación de políticas de la UE están dispuestos a introducir cambios en beneficio de las pymes.

Impacto limitado en la superación de las barreras de la información

40 Las barreras de la información constituyen uno de los principales obstáculos que afectan al lado de la demanda y de la oferta del mercado de financiación de las pymes. Con respecto a la demanda, las pymes se enfrentan a dificultades para determinar las opciones de financiación disponibles. En cuanto a la oferta, los inversores tienen dificultades para evaluar la solvencia crediticia de las pymes. La Comisión ha tratado de abordar ambas cuestiones (véase el ***cuadro 3***).

[11] Orientaciones políticas para la próxima Comisión Europea 2019-2024.

Cuadro 3 – Medidas auditadas seleccionadas en el marco de la UMC destinadas a superar las barreras de la información para la financiación de las pymes

Medidas	Tipo	Acción completada en la Comisión	Observaciones del Tribunal de Cuentas Europeo
Fomento de un acuerdo entre las federaciones bancarias y las asociaciones de pymes sobre principios de alto nivel respecto a los principios de alto nivel relativos a la información facilitada por los bancos que rechazan las solicitudes de crédito de las pymes.	Medida no legislativa	SÍ	Aplicación de principios de alto nivel en manos de las federaciones bancarias Acuerdo no vinculante para los bancos
Apoyar un sistema de información paneuropeo para los inversores	Medida no legislativa	SÍ	La Comisión concluyó que la intervención de la UE no aportaría valor añadido a menos que las autoridades locales y nacionales encuentren primero soluciones.

Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo.

41 Con respecto a la demanda, la Comisión instó a un acuerdo no vinculante entre las federaciones bancarias y las asociaciones de pymes respecto a unos principios de alto nivel en cuanto a la provisión de información de referencia por parte de los bancos sobre las solicitudes de crédito de las pymes rechazadas. Observamos que la iniciativa depende enteramente de la aceptación por parte del sector. Los principios todavía no son conocidos por todo el sector bancario y esta información de referencia no tendría un impacto generalizado en las solicitudes de préstamo de las pymes, ya que solo el 6 % de las mismas fueron rechazadas en la zona del euro en 2019.

42 Con respecto a la oferta, los intentos por desarrollar un sistema de información paneuropeo que contuviera datos sobre las pymes se abandonaron ya que eran inviables por falta de presupuesto y de conocimiento técnico especializado. La Comisión concluyó que una intervención de la UE no aportaría valor añadido a menos que las autoridades locales y nacionales encontraran primero soluciones al respecto.

43 Constatamos que el establecimiento de una plataforma de acceso digital en toda la UE a la información financiera y no financiera pública de las empresas, el punto de acceso único europeo, ha sido objeto de debate desde la adopción de la Directiva

sobre transparencia en 2013. Aunque el proyecto podía ser muy pertinente para que la UMC superara las restricciones de información, la Comisión no lo incluyó en su Plan de acción, y lo delegó a la ESMA. En 2017, la ESMA dejó de priorizar el proyecto debido a la falta de presupuesto, de comparabilidad de los datos empresariales de los Estados miembros y de mandato para validar los datos empresariales presentados por los Estados miembros.

Las acciones destinadas a generar nuevos préstamos bancarios para las pymes no han producido ningún efecto observable

44 Con sus medidas relativas a la UMC en el ámbito de la intervención para potenciar la capacidad bancaria, la Comisión se propuso facilitar la financiación bancaria de las empresas y de la economía en general. Examinamos si las acciones de la Comisión respecto al marco de titulización, los bonos garantizados y los pagarés garantizados europeos resultaron eficaces para respaldar la capacidad bancaria en apoyo de las empresas de la UE (véase el ***cuadro 4***).

Cuadro 4 – Medidas auditadas seleccionadas en el marco de la UMC destinadas a potenciar la capacidad bancaria

Medida	Tipo	Acción completada en la Comisión	Observaciones del Tribunal de Cuentas Europeo
Reglamento sobre titulización	Medida legislativa	SÍ En vigor desde 2019	Proceso legislativo prolongado (2 años); proceso para la posible inclusión de la titulización sintética con un retraso considerable; retrasos en la legislación secundaria y las directrices que tuvieron un impacto negativo en la emisión de titulizaciones STE a corto plazo.
Directiva sobre Bonos Garantizados	Medida legislativa	SÍ Aplicable a partir de 2022	Demasiado pronto para evaluar
Pagarés garantizados europeos	Medida no legislativa	SÍ	Publicación del informe de la Autoridad Bancaria Europea sobre los pagarés garantizados europeos, sin acción de seguimiento.

Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo.

45 Dado que las pymes no tienen normalmente acceso directo a los mercados de capitales, un mercado de titulización que funcione permite la transformación de los préstamos no líquidos en valores negociables. Por tanto, puede considerarse un instrumento de financiación indirecta para las pymes. La medida del plan de acción de

la UMC, el nuevo marco de titulización simple, transparente y normalizada (STS), fue una iniciativa impulsada tanto por el regulador como por el sector para crear esencialmente un «patrón oro» que indicara las titulizaciones de mayor calidad.

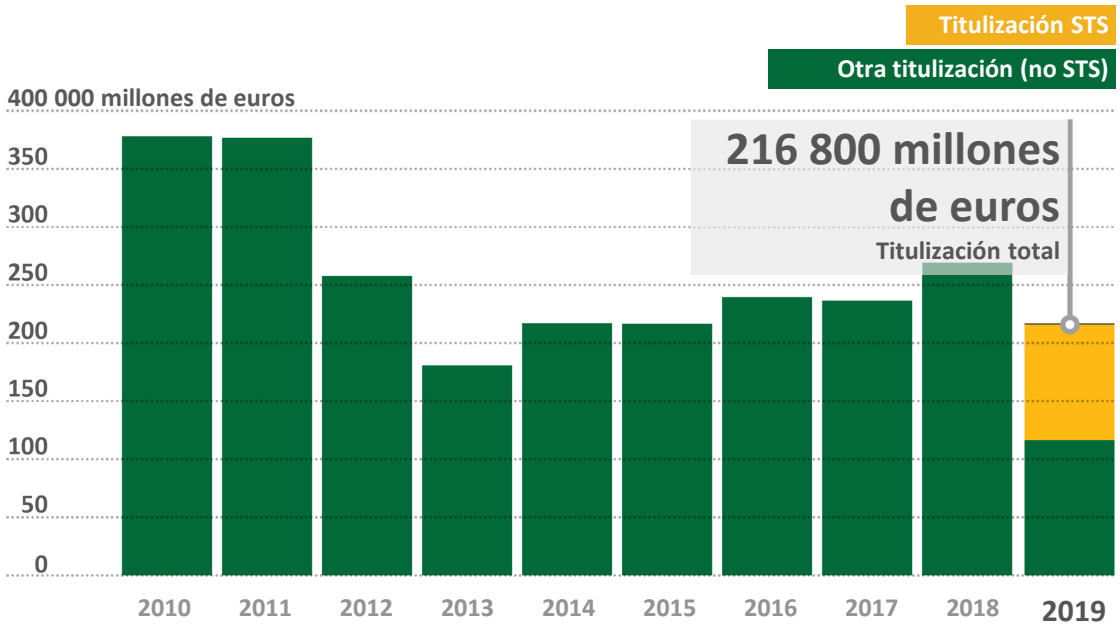
46 Aunque la Comisión consideró que su propuesta era asequible dentro del Plan de acción de la UMC, el proceso legislativo exigió más de dos años. Aunque el Reglamento sobre titulización STS se encuentra en vigor desde enero de 2019, la mayoría del Derecho derivado y las directrices necesarias para interpretar y garantizar el cumplimiento del Reglamento no entraron en vigor hasta septiembre de 2020.

47 Constatamos que, en su evaluación de impacto del Reglamento sobre titulización, la Comisión no proporcionó ningún dato ni estimación sobre qué cuota del mercado europeo de titulización cumpliría los nuevos criterios STN. La falta de claridad jurídica, causada por los retrasos en la adopción del Derecho derivado y las directrices, afectó negativamente a las operaciones STS a corto plazo[12] (en concreto, la primera operación STS se llevó a cabo el 21 de marzo de 2019, casi tres meses después de la fecha de solicitud), pero la situación mejoró gradualmente pues se realizaron 143 titulizaciones en el mismo año. En junio de 2020 se realizaron otras 165 notificaciones y se alcanzó un total de 308.

48 En 2019, la nueva etiqueta STN cubría casi la mitad de la cuota de mercado de la UE (46 %, con unos 100 mil millones de euros; véase la ***ilustración 5***), pero el mercado global de titulización no mostraba signos de crecimiento. Las operaciones de titulización siguen concentradas en gran medida en clases de activos tradicionales, como hipotecas y préstamos para la adquisición de automóviles.

[12] EUROFI Regulatory Update – abril de 2020, Relaunching securitisation in the EU, p. 21.

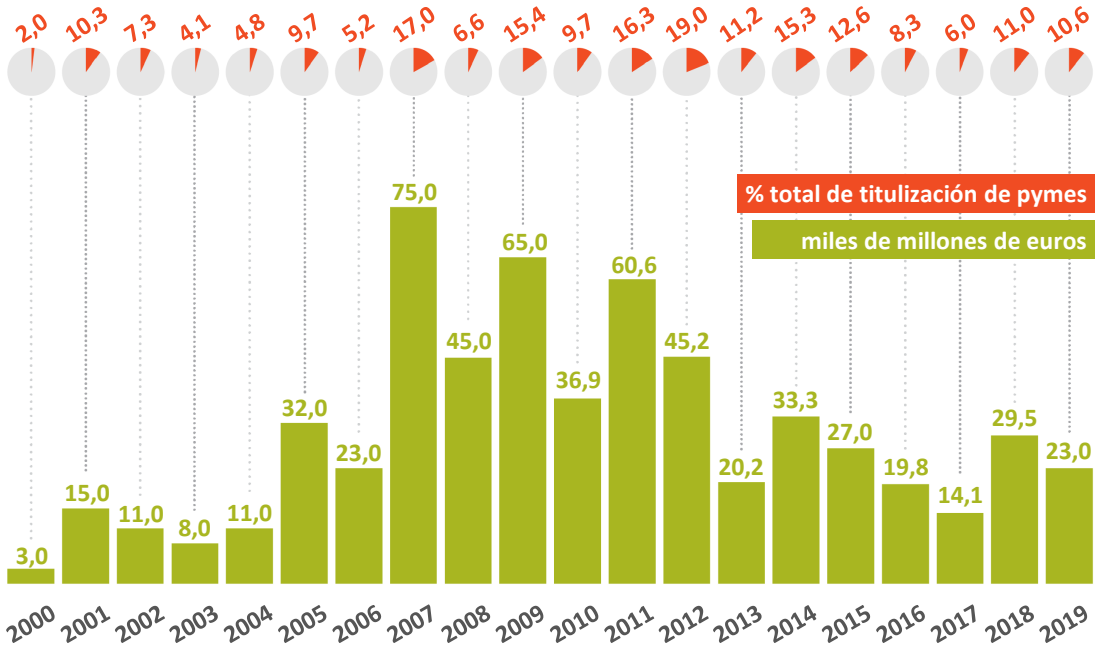
Ilustración 5 – Emisión de titulizaciones europeas, 2010 – 2019 (miles de millones de euros)



Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo, a partir de datos de la Asociación de Mercados Financieros de Europa y la OCDE.

49 En cuanto a los resultados obtenidos, observamos que la emisión de titulizaciones de pymes sigue sufriendo a raíz de la crisis financiera de 2007/2008 y se mantiene en niveles bajos (10,6 % del total de emisiones en 2019, véase la ***ilustración 6***). En 2019, el volumen total emitido de operaciones con pymes (23 mil millones de euros) se situó por debajo de los niveles de 2007/2008 y del período previo a la UMC de 2014/2015, y la titulización de préstamos a pymes representaba únicamente el 1 % de las operaciones STS en junio de 2020. Por otra parte, la titulización de pymes se concentra en unos pocos Estados miembros (Bélgica, Italia y España, con arreglo a los volúmenes pendientes en junio de 2020).

Ilustración 6 – Emisión europea de titulizaciones de pymes, 2000-2019 (volumen en miles de millones de euros y proporción como % de la titulización total)



NB. En el primer trimestre de 2020 no hubo titulizaciones de pymes.

Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo, basado en datos de la Asociación de Mercados Financieros de Europa y la OCDE.

50 Observamos que, en diciembre de 2019, el Consejo pidió a la Comisión que evaluara si debía establecer etiquetas de la UE como «titulización de pymes», «pagarés garantizados europeos (PGE) para pymes», «fondos de inversión para pymes» y fondos de originación de préstamos con vistas a mejorar las condiciones de financiación de las pymes[13]. Por otra parte, la Comisión, en asociación con el Grupo BEI, adoptó varios vehículos de titulización para facilitar la financiación de las pymes, principalmente en la región de Europa central, oriental y sudoriental. No obstante, estas operaciones no han generado un aumento de la participación privada.

[13] Conclusiones del Consejo sobre la profundización de la Unión de los Mercados de Capitales, 5 de diciembre de 2019.

Deficiencias en los esfuerzos de la Comisión por desarrollar mercados de capitales locales

51 Los mercados locales que funcionan adecuadamente se ofrecen a apoyar la financiación y las inversiones del sector privado, dando lugar en última instancia al crecimiento económico y la creación de empleo[14]. Los mercados de capitales de la UE siguen siendo heterogéneos y se concentran en Europa occidental y septentrional (véase la ***ilustración 1***).

52 El plan de acción de la UMC tiene como objetivo desarrollar los mercados de capitales locales mediante el refuerzo de sus capacidades específicas y la facilitación de su integración. No obstante, las medidas de política adoptadas deben respetar plenamente el principio de subsidiariedad. Las autoridades nacionales y regionales son las principales responsables del desarrollo de los mercados locales.

53 La Comisión también proporciona fuentes de financiación (como capital riesgo o garantías de préstamos) para apoyar a las pymes, ya sea a través de programas gestionados de manera centralizada por la Comisión Europea (como el Programa para la Competitividad de las Empresas y para las Pequeñas y Medianas Empresas– COSME), o de los Fondos Estructurales y de Inversión Europeos bajo gestión compartida (es decir, fondos cuya gestión es compartida por la UE y los Estados miembros). Estas acciones no se incluyen en el Plan de acción de la UMC. La ayuda de la UE abarca diversos instrumentos financieros (instrumentos de capital y deuda, garantías de préstamos y capital riesgo, mecanismos para el refuerzo de capacidades y la distribución de riesgos)[15].

54 Otra forma de que la Comisión fomente el desarrollo de los mercados de capitales locales es a través del Semestre Europeo, un ciclo anual de coordinación de las políticas económicas y fiscales adoptado en 2010 para mejorar la sostenibilidad económica y social de la UE. Cada año, la Comisión lleva a cabo un análisis de los planes de cada país relativos a reformas presupuestarias, macroeconómicas y estructurales y, posteriormente, proporciona a los Estados miembros recomendaciones específicas por país (REP) de cara a los siguientes 12 a 18 meses, que son avaladas y adoptadas formalmente por el Consejo.

---

[14] OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors – septiembre de 2015; Report of the Vienna Initiative Working Group on Capital Markets.

[15] Informes especiales del Tribunal de Cuentas Europeo 17/2019 y 2/2020.

55 Con arreglo al programa de apoyo a las reformas estructurales, la UE presta apoyo técnico a los Estados miembros de la Unión respecto a reformas institucionales, administrativas y de fomento del crecimiento, incluido el desarrollo de sus mercados de capitales. El programa de apoyo a las reformas estructurales se basa en la demanda, es decir, los Estados miembros deciden si presentan o no a la Comisión propuestas de proyecto para su financiación.

56 Evaluamos si:

a) la Comisión cuenta con una estrategia global para fomentar el desarrollo de los mercados locales de capitales;

b) el Semestre Europeo se utilizó para apoyar las reformas relacionadas con la UMC en los Estados miembros;

c) el apoyo técnico prestado en el marco del programa de apoyo a las reformas estructurales contribuyó eficazmente al desarrollo de los mercados de capitales.

Ausencia de una estrategia integral para abordar las necesidades de los mercados de capitales locales

57 En la revisión intermedia de la UMC de 2017, la Comisión planificó la preparación de una estrategia global de la UE respecto a la evolución de los mercados de capitales locales y regionales en toda la Unión. Esta fue una de las nueve nuevas acciones prioritarias en la agenda de la UMC. La Comisión no publicó un informe estratégico distinto, como sí hizo, por ejemplo, para las finanzas sostenibles y la tecnología financiera en marzo de 2018[16], sino que se limitó a informar[17], con un retraso de nueve meses, sobre las medidas nacionales y regionales que se podrían adoptar para desarrollar los mercados de capitales. Esta labor no estuvo a la altura de las expectativas creadas en la revisión intermedia (véase el ***anexo III***). No se trataba de una estrategia en el sentido de presentar una perspectiva a largo plazo que abarcara plenamente todos los segmentos del mercado de capitales, y no incluía acciones concretas que debiera adoptar la Comisión.

---

[16] Financing a sustainable European Economy – Final report 2018.

[17] SWD(2019) 99 final.

58 En nuestra encuesta, la mayoría de las autoridades de los Estados miembros opinaron que el Plan de acción de la UMC adoptó en gran medida un enfoque «de talla única» y que no fomentó específicamente el desarrollo de los mercados locales (véase el *cuadro 5*).

Cuadro 5 – Comentarios de los Estados miembros sobre el enfoque de la UMC para los mercados de capitales locales y regionales

Europa occidental y septentrional	Europa meridional	Europa central y oriental
• «El plan de acción de la UMC tenía por objeto fomentar la convergencia entre los mercados de capitales de la UE y facilitar el flujo transfronterizo de capitales, más que promover el desarrollo de los mercados locales específicamente. En nuestra opinión, su objetivo es aumentar la liquidez y la profundidad del mercado a escala mundial». • «No parece que se hiciera especial hincapié en esto. Algunas propuestas incluso habrían puesto en peligro segmentos nacionales o regionales de los mercados de capitales consolidados y operativos».	• «Fue más como un enfoque «de talla única»». • «Cabría esperar más medidas para los mercados de capitales locales»	• «Las acciones legislativas de la UMC no fueron proporcionadas ni tuvieron en cuenta el tamaño de los mercados de capitales menos desarrollados». • «Los intereses de mercados pequeños y menos desarrollados podrían tenerse más en cuenta.» • «En nuestra opinión, la iniciativa de la UMC tiene como objetivo la centralización, centrándose así en gran medida en los mercados más desarrollados.» • «Las iniciativas de la UMC estaban dirigidas más a mercados más grandes desarrollados y los mercados más pequeños y menos desarrollados se beneficiaron menos. Asimismo, las pequeñas empresas (microempresas) no obtuvieron los beneficios previstos (menos carga normativa).» • «Es necesario preparar medidas de un modo que beneficie no solo a los centros financieros consolidados, sino también a los mercados de capitales de las economías más pequeñas de la UE». • «En las soluciones prácticas no se ha materializado el principio de las necesidades locales».

NB. Diez respuestas ilustrativas de los 17 Ministerios de Hacienda que respondieron a nuestra encuesta; las ANC y los bancos centrales ofrecieron respuestas similares.

Fuente: Encuesta del Tribunal de Cuentas Europeo.

No se aprovecha todo el potencial del Semestre Europeo para fomentar reformas de los mercados

59 Examinamos si en los informes por país se identificaron riesgos importantes en relación con la evolución de los mercados de capitales y si la Comisión formuló recomendaciones específicas por país (REP) a los Estados miembros con mercados de capitales subdesarrollados.

60 En nuestra muestra determinamos que los informes por país identificaron riesgos importantes y sirvieron como fundamento para formular REP orientadas al desarrollo de mercados de capitales y a la consecución de un mejor acceso a fuentes alternativas de financiación para las empresas. Sin embargo, hubo algunos casos en los que los retos en áreas como la evolución del mercado, la gobernanza y la supervisión podrían haberse reflejado mejor en los informes por país de 2018 o 2019. Asimismo, ningún informe nacional de la muestra incluía indicadores específicos relativos a los mercados de capitales nacionales.

61 Observamos que se solicitó a nueve Estados miembros durante el período 2016-2019, es decir, tras la adopción del plan de acción de la UMC, que aplicaran reformas destinadas a los mercados de capitales y a mejorar el acceso a la financiación no bancaria. En el ***anexo IV*** figura la lista de recomendaciones que hemos tenido en cuenta.

62 Nuestro análisis de los mercados de capitales menos desarrollados de la UE demostró (véase el ***anexo V***) que, durante al menos cuatro años consecutivos, la Comisión no había recomendado la ejecución de reformas directamente relacionadas en diez Estados miembros, aunque estos siguen teniendo unos mercados de capitales menos desarrollados que la media de la UE. En cinco de estos casos (Bulgaria, Croacia, Grecia, Letonia y Eslovaquia), la Comisión formuló recomendaciones respecto a retos más amplios que afectan al sector financiero, como la supervisión de los servicios financieros o el sistema judicial, que pueden tener un impacto en el mercado local de capitales, aunque fundamentalmente indirecto. Por tanto, no se formularon REP, ni directa ni indirectamente relevantes para los objetivos de la UMC, dirigidas a cinco Estados miembros con mercados de capitales menos desarrollados[18].

63 Aunque reconocemos que la cuestión del mercado de capitales es solo uno de los muchos retos políticos que deben abordarse en el proceso del Semestre Europeo, la Comisión no documenta con claridad los criterios y los argumentos para priorizar los

[18] Chequia, Estonia, Hungría, Polonia y Rumanía.

ámbitos respecto a los que deben proponerse tales REP[19]. Por otra parte, no hemos encontrado recomendaciones específicas que fomenten la integración transfronteriza de los mercados de capitales locales para el diseño y la ejecución de las reformas pertinentes.

64 En consonancia con el Informe especial del Tribunal de Cuentas Europeo sobre el Semestre Europeo[20], también observamos que, en una REP, las reformas pertinentes para la UMC se mezclaron con otros ámbitos de actuación, incluso con algunos no relacionados con la UMC (por ejemplo, empleo, integración social). Por otra parte, las REP relacionadas con los mercados de capitales carecían de objetivos con los que cotejar los progresos realizados con arreglo a un calendario de ejecución inequívoco[21].

65 Por lo que respecta a las REP relacionadas con la UMC de 2016, 2017 y 2018, observamos que, según la evaluación de la Comisión, los avances realizados a finales de 2019 habían sido parciales. Ninguno de los Estados miembros participantes había aplicado total o sustancialmente las reformas recomendadas, lo que indica que el plazo era demasiado corto o que se había producido un problema de asunción de responsabilidades a escala nacional por parte de los Estados miembros respecto a la ejecución de las REP.

Se agradece en gran medida el apoyo técnico, pero los resultados aún no se han producido

66 Evaluamos si los Estados miembros con mercados menos desarrollados se beneficiaron de los proyectos en el marco del programa de apoyo a las reformas estructurales, y si los proyectos aportaron valor añadido y dieron lugar a resultados positivos en los Estados miembros.

67 En el plan de acción de la UMC, la Comisión se comprometió a desarrollar una estrategia relativa a la provisión de apoyo técnico a los Estados miembros con el fin de reforzar la capacidad de los mercados de capitales para el tercer trimestre de 2016, una medida adicional a la estrategia global de la UE sobre mercados de capitales locales y regionales (véase el apartado ***57***). Sin embargo, en septiembre de 2016, y a la espera de la adopción del Reglamento sobre el programa de apoyo a las reformas

---

[19] Informe especial del Tribunal de Cuentas Europeo 16/2020, apartados 49 y 50.

[20] Informe especial del Tribunal de Cuentas Europeo 16/2020 – Recuadro 5.

[21] Informe especial del Tribunal de Cuentas Europeo 16/2020, apartados 51 y 63 y Recomendación 4.

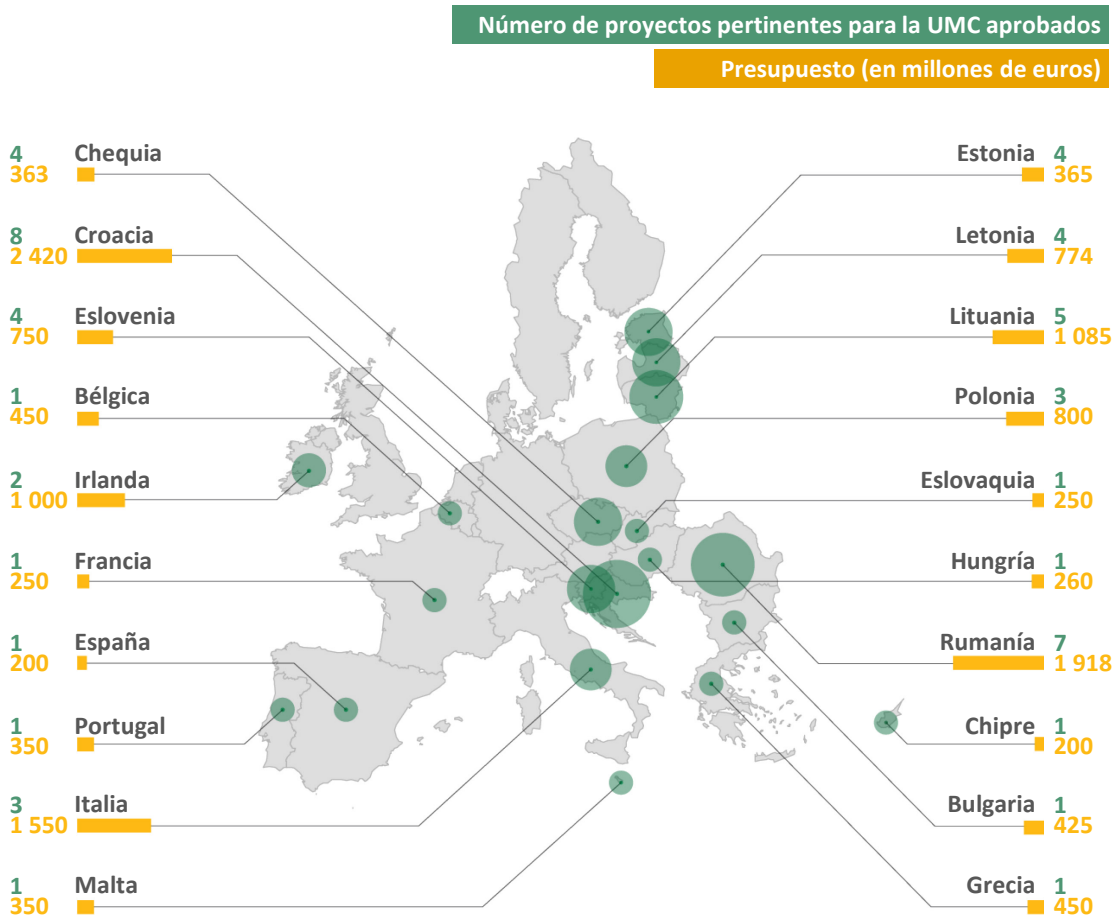
estructurales, la Comisión comunicó que había desarrollado la capacidad para prestar asistencia técnica y colaboraría con los Estados miembros en la identificación de los ámbitos prioritarios, pero que no había publicado ningún documento estratégico.

68 El apoyo del PARE se basa en la demanda y no requiere la cofinanciación de los Estados miembros. Abarca todo el ciclo del proceso, desde la preparación y el diseño hasta la ejecución de un proyecto. Durante el periodo comprendido entre 2016 y 2019, el programa de apoyo a las reformas estructurales y su acción preparatoria financiaron 54 proyectos relevantes para la UMC con un presupuesto de 14,31 millones de euros en 20 Estados miembros.

69 Por lo que respecta a los argumentos planteados por las autoridades nacionales para solicitar la asistencia técnica, las 10 solicitudes de nuestra muestra se referían a la ejecución de la UMC como una prioridad de la Unión. En la mitad de los casos (cinco solicitudes), las autoridades alegaron que la petición era conforme con su propia agenda de reformas. Solo un Estado miembro de la muestra (Lituania) había recibido una REP pertinente para la UMC y en la solicitud del proyecto se aludía a esta REP como una circunstancia relevante. Otros dos Estados miembros (Bulgaria e Italia) habían recibido REP más generales (relativas a la insolvencia y la supervisión), pero sus solicitudes no guardaban relación con esas REP

70 En la ***ilustración 7*** se presenta el número de proyectos aprobados y su presupuesto por Estado miembro. La ilustración muestra que existen importantes divergencias entre los países con mercados de capitales menos desarrollados (por ejemplo, Croacia y Rumanía en comparación con Bulgaria, Hungría y Eslovaquia).

Ilustración 7 – Número de proyectos pertinentes para la UMC aprobados y su presupuesto por Estado miembro, 2016-2019



Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo, a partir de datos facilitados por el SRSS.

71 El Servicio de Apoyo a las Reformas Estructurales logró apoyar varios proyectos pertinentes para la UMC en nueve Estados miembros. Sin embargo, determinamos que seis Estados miembros (Eslovaquia, Bulgaria, Hungría, Grecia, Chipre y Austria) con mercados de capitales menos desarrollados no habían ejecutado ningún proyecto pertinente para la UMC, o uno de estos proyectos. Tres de ellos habían presentado o un número reducido de solicitudes (una de Eslovaquia y otra de Bulgaria) o ninguna (Austria).

72 Aunque la lógica de intervención del PARE no se orienta formalmente hacia la atención de las necesidades específicas de los mercados de capitales de la UE, los objetivos de la UMC se abordaron en cada uno de los proyectos. Además, los proyectos seleccionados demostraron claramente un vínculo con las necesidades nacionales identificadas. También abordaron la mayoría de las prioridades de las

acciones políticas identificadas por la Iniciativa de Viena en 2018[22]. Observamos que, dentro del grupo de países de CESEE, solo se seleccionó un proyecto (Chequia) de cada seis solicitudes presentadas estaba relacionado con la alfabetización financiera, que constituye una cuestión clave para los mercados de capitales menos desarrollados (véase el apartado ***82***). Las demás se rechazaron parcialmente por falta de madurez del proyecto.

73 El SRSS se propuso adoptar un enfoque gradual en tres fases respecto a la secuenciación de las intervenciones, es decir, primero analizar exhaustivamente el estado actual del desarrollo del mercado de capitales, a continuación contribuir a mejorar el acceso a la infraestructura del mercado y, por último, apoyar los esfuerzos de consolidación y ampliación del acceso al mercado de capitales. A tal efecto, el Servicio de Apoyo a las Reformas Estructurales estableció 7 áreas generales y 26 tipos de proyectos pertinentes para la UMC susceptibles de recibir apoyo[23]. El documento en el que se recoge este enfoque se facilitó a determinados Estados miembros visitados sobre el terreno en 2017 y 2018.

74 En 6 de los 13 Estados miembros con mercados de capitales relativamente menos desarrollados (Lituania, Eslovenia, Eslovaquia, Hungría, Grecia y Chipre), el Servicio de Apoyo a las Reformas Estructurales no se atuvo rigurosamente a este enfoque, lo que no implica, sin embargo, que los proyectos seleccionados no fueran pertinentes ni fomentaran el desarrollo de los mercados de capitales. Aunque para estos Estados miembros no existió un diagnóstico ni una estrategia del mercado de capitales, el Servicio de Apoyo a las Reformas Estructurales aprobó los proyectos presentados por estos países que se centraban en sectores específicos de sus mercados de capitales.

75 En marzo de 2020, solo dos solicitudes multinacionales habían sido presentadas por Estados miembros, ambas por Estonia, Letonia y Lituania (véase el ***recuadro 1***), y aprobadas por el programa de apoyo a las reformas estructurales. A pesar de las notables dificultades para coordinar tales proyectos en todos los Estados miembros participantes, sus resultados potenciales y su impacto en la región pueden ser significativos.

---

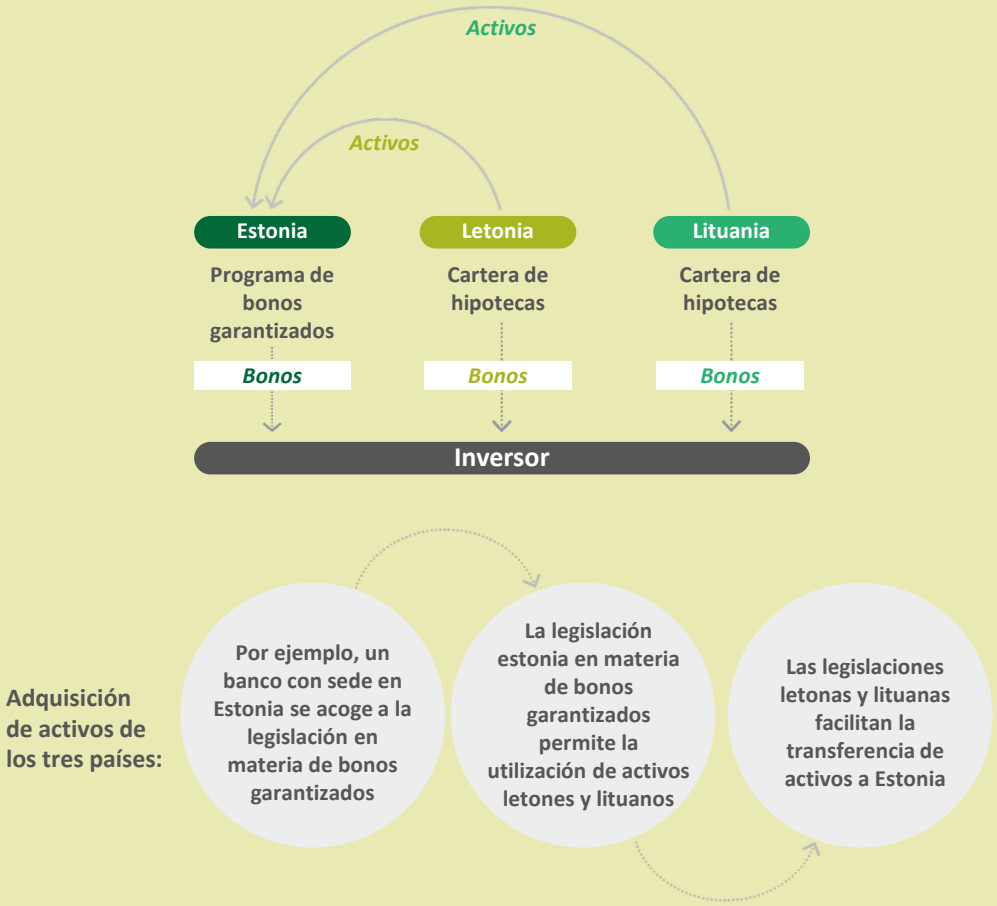
[22] Report of the Vienna Initiative Working Group on Capital Markets p. 67.

[23] Servicio de Apoyo a las Reformas Estructurales, Comisión Europea: Technical assistance in the area of Capital Markets Union, 1.ª versión, abril de 2017.

Recuadro 1

Bonos garantizados: reformas legales y reglamentarias

El SRSS (actualmente DG Apoyo a las Reformas Estructurales), junto con el BERD, asiste a los Estados bálticos en la adopción de un marco de bonos garantizados panbálticos, contribuyendo a la consecución de unos mercados de capitales más amplios y de adecuado funcionamiento en la región, abriendo opciones de financiación a largo plazo para los bancos, y elevando el nivel de préstamos a las economías. Se prevé que cada Estado báltico dispondrá de su propia ley de bonos garantizados y de la normativa secundaria pertinente, por lo que la emisión de bonos garantizados panbálticos se efectuará sobre la base del marco general. En Estonia, el Parlamento adoptó la ley sobre bonos garantizados en febrero de 2019, pero se requieren más modificaciones para incluir plenamente el carácter panbáltico y adecuar la ley al paquete de medidas legislativas sobre bonos garantizados de la UE. El siguiente diagrama ilustra cómo funcionará el marco de bonos garantizados:



Fuente: BERD.

76 En cuanto a la consecución oportuna y la observancia de los objetivos intermedios, hallamos en nuestra muestra varias deficiencias con respecto a los proyectos. En casi todos ellos, las fases de contratación y ejecución duraron más de lo estimado inicialmente y hubo retrasos en la presentación de los resultados concretos finales en comparación con el calendario inicial fijado en el análisis del SRSS. Cinco proyectos necesitaron (o se prevé que necesiten) mucho tiempo para ser finalizados desde la presentación de las solicitudes (entre 30 y 40 meses), debido principalmente a los retrasos antes mencionados.

77 Por lo que se refiere a los resultados obtenidos, aún no es posible llegar a una conclusión, ya que la mayoría de los proyectos seguían en ejecución a la conclusión de la auditoría. Del mismo modo, en nuestra encuesta, la mayoría de las autoridades de los Estados miembros (57 %) no se pronunciaron sobre la importancia del apoyo técnico que se les prestó, ya que consideran que se necesita más tiempo para efectuar una evaluación rigurosa. No obstante, observamos que, en nuestra muestra, los resultados son hasta la fecha diversos. En la mitad de los ocho proyectos completados i) no todas las recomendaciones inicialmente formuladas por el contratista se incluyeron finalmente en el informe definitivo ni se consideraron para su ejecución por las autoridades nacionales, y ii) el nivel general de ejecución de las recomendaciones incluidas en los estudios es más bien escaso.

78 Con arreglo a lo dispuesto en el Reglamento sobre el programa de apoyo a las reformas estructurales, el Servicio de Apoyo a las Reformas Estructurales supervisa los resultados del apoyo técnico que presta. En este contexto, el SRSS envía dos cuestionarios a las autoridades beneficiarias. Los participantes del mercado que no intervienen en la ejecución de proyectos no son invitados a participar, aunque puedan ofrecer información de referencia independiente, práctica y más amplia.

La Comisión ha adoptado algunas medidas dentro de su ámbito de competencias, pero no ha abordado plenamente las principales barreras transfronterizas

79 Las inversiones transfronterizas están afectadas por la fragmentación del mercado europeo en las fronteras nacionales. La falta de integración en el mercado se refleja en la baja proporción de activos mantenidos por fondos de inversión colectiva (OICVM y FIA) que se registran para su venta en más de tres países. Las estadísticas demuestran que, aunque el mercado de fondos de inversión colectiva en Europa ha

crecido, la actividad del mercado se concentra en unos pocos países[24]. En junio de 2017, aproximadamente el 70 % del total de los activos gestionados eran mantenidos por fondos de inversión registrados para la venta únicamente en su mercado nacional respectivo[25].

80 En su informe de 24 de marzo de 2017[26], la Comisión y los Estados miembros identificaron tres tipos de barreras que impiden los flujos de capital transfronterizos en diferentes etapas del ciclo de inversión. El informe dio lugar a una hoja de ruta conjunta de acciones, que incluía únicamente las barreras que los Estados miembros estaban dispuestos a abordar. En el marco del plan de acción de la UMC, la Comisión constituyó en 2016 un grupo de expertos, el Foro Europeo Posnegociación, para llevar a cabo una amplia revisión de los avances logrados en el ámbito de la postnegociación de valores y la eliminación de las barreras Giovannini (ineficiencias en los mecanismo transfronterizos de compensación y liquidación identificadas en 2001 y 2003)[27]. Algunas barreras identificadas por la Comisión y los Estados miembros también fueron señaladas por el Foro Europeo Posnegociación en su informe posterior de 15 de mayo de 2017[28]. Ambos informes sugieren que muchas de las barreras que impiden los flujos de capital transfronterizos han permanecido sin resolver durante décadas.

81 Basándose en ambos informes, la Comisión propuso medidas legislativas y no legislativas para allanar los obstáculos a los flujos de capital transfronterizos. Auditamos las medidas adoptadas en el marco de la UMC en relación con la alfabetización financiera de los inversores y, en particular, de las pymes, el derecho concursal y las retenciones de impuestos (véase la ***ilustración 8***).

---

[24] Véase, por ejemplo, EFAMA Quarterly Statistical Release March 2019 No 76, ESMA Annual Statistical Report 2020 y ALFI, Global Fund Distribution 2019.

[25] COM(2018) 92 final.

[26] COM(2017) 147 final.

[27] Grupo Giovannini, «Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union», noviembre de 2001.

[28] COM(2015) 468 final.

Ilustración 8 – Medidas adoptadas para abordar las barreras a la inversión transfronteriza

Educación financiera

- Documento oficioso sobre alfabetización financiera elaborado por un subgrupo de 18 Estados miembros dirigido por Croacia.

Insolvencia Legislación

- Directiva sobre reestructuración preventiva y segunda oportunidad
- Propuesta de Reglamento sobre la ley aplicable a los efectos frente a terceros de las cesiones de créditos
- Comunicación sobre la legislación aplicable a los efectos en materia de derechos de propiedad de las operaciones con valores

Retención a cuenta Impuestos

- Code of Conduct sobre retenciones fiscales
- Seguimiento y seminarios con los Estados miembros

Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo.

La Comisión podría haber hecho más para promover la alfabetización financiera entre las pymes

82 Las encuestas de la OCDE sobre alfabetización financiera confirman que los niveles de estas medidas en términos de conocimientos, conductas y actitudes en el ámbito financiero siguen siendo heterogéneos en toda la UE. También demuestran que el género, la edad, las competencias digitales y la resiliencia financiera son importantes para dicha alfabetización[29]. La heterogeneidad mencionada en cuanto a los niveles de alfabetización financiera también resulta evidente entre las pymes. La encuesta SAFE de la Comisión y del Banco Central Europeo[30] revela el sentimiento de falta de confianza de la mayoría de los gestores de pequeñas empresas al hablar de financiación con los proveedores de capital inversión y capital riesgo en lugar de con las entidades bancarias. Esta tendencia parece ser más acusada en los países de Europa central y oriental que en el resto de la UE.

---

[29] «OECD/INFE 2020 International Survey of Adult Financial Literacy» .

[30] Iniciativa de Viena (12 de marzo de 2018). Report by the Working Group on Capital Markets Union. http://vienna-initiative.com/resources/themes/vienna/wp-content/uploads/2018/03/VI-CMU-Working-Group-Final-Report-March-2018.pdf.

83 Aunque el plan de acción de la UMC no contenía ningún compromiso específico para abordar la cuestión de la alfabetización financiera, la Comisión y los Estados miembros identificaron la existencia de unos niveles insuficientes de tal alfabetización como barrera que disuade a los inversores de mantener o aumentar su exposición transfronteriza. En la hoja de ruta conjunta de acciones se comprometieron a comenzar a intercambiar mejores prácticas sobre programas de alfabetización financiera, teniendo en cuenta la dimensión transfronteriza.

84 De acuerdo con este compromiso, un subgrupo de 18 Estados miembros presidido por Croacia asumió la tarea y elaboró un documento oficioso en 2018 que fue aprobado por el Grupo de expertos conjunto de la Comisión y los Estados miembros sobre las barreras a la libre circulación de capitales. Entre otras cuestiones, en el documento oficioso se recomienda que los Estados miembros midan los niveles de alfabetización financiera y adopten programas al respecto accesibles y basados en datos contrastados. Por otra parte, señala que faltan iniciativas que aborden la dimensión transfronteriza de las pymes, y que la dimensión transfronteriza en la alfabetización financiera de las pymes resultará difícil de abordar, ya que queda mucho por hacer en el ámbito nacional. Algunos Estados miembros instaron a la UE a abordar esta importante cuestión.

85 En el ámbito de la alfabetización financiera, la competencia principal recae en los Estados miembros. Las recomendaciones del documento oficioso no establecen la manera en que la UE debe ejercer su competencia para apoyar a los Estados miembros en el fomento de la alfabetización financiera, también entre las pymes. La Comisión aún no ha decidido cómo avanzar en este terreno. En nuestra encuesta a las autoridades públicas, el 73 % opinó que la Comisión, junto con los Estados miembros, debería haber propuesto y financiado acciones concretas en el marco de la iniciativa de la UMC encaminadas a reforzar la alfabetización financiera entre los inversores minoristas y los emprendedores. Sin embargo, al mismo tiempo, faltaba el apoyo de los Estados miembros, razón por la que se suspendieron las actividades del Grupo de Expertos sobre las barreras a la libre circulación de capitales en 2018[31].

86 Observamos que en el documento oficioso del Grupo de Expertos sobre alfabetización financiera no se consideró sistemáticamente el modo en que ya se utilizaban los programas y plataformas de financiación de la UE existentes, como la Red Europea para las Empresas y el Centro Europeo de Asesoramiento para la Inversión para fomentar la alfabetización financiera, y cómo podrían utilizarse más

[31] Acta del Comité de Servicios Financieros de 3 de mayo de 2018.

eficazmente a tal efecto. Por ejemplo, la Red Europea para las Empresas, creada por la Comisión en 2008, tiene por objeto ayudar a las empresas a innovar y a crecer en el ámbito internacional, principalmente, mediante la provisión de asesoramiento financiero o de financiación. Del mismo modo, entre otros servicios, el Centro Europeo de Asesoramiento para la Inversión presta asesoramiento financiero con el fin de mejorar la capacidad de las empresas para acceder a fuentes de financiación adecuadas[32].

Es poco probable que las medidas de la Comisión contribuyan a la convergencia sustancial de los procedimientos de insolvencia

87 Unos marcos en materia de insolvencia sólidos y eficaces propician las operaciones transfronterizas del mercado de capitales. Según el plan de acción de la UMC, la ineficiencia y la divergencia de las leyes sobre insolvencia dificultan actualmente que los inversores evalúen el riesgo crediticio, particularmente en inversiones transfronterizas. La Comisión afirma que una convergencia de los procedimientos de insolvencia y reestructuración propiciaría una mayor seguridad jurídica para los inversores transfronterizos y, por tanto, podría fomentar una mayor actividad transfronteriza.

88 Tal como se anunció en el plan de acción de la UMC y en su revisión intermedia, la Comisión propuso dos iniciativas legislativas y una medida no legislativa sobre la cuestión de la insolvencia.

— La Directiva sobre reestructuración preventiva y las segundas oportunidades[33] establece fundamentalmente normas mínimas respecto a los procedimientos de reestructuración de empresas viables antes de que sean insolventes, y a los procedimientos que den lugar a la exoneración de deudas.

— La Propuesta de Reglamento sobre la ley aplicable a los efectos frente a terceros de las cesiones de créditos[34] tiene por objeto introducir normas uniformes en

---

[32] https://eiah.eib.org/about/index.

[33] Directiva (UE) 2019/1023 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019, sobre marcos de reestructuración preventiva, exoneración de deudas e inhabilitaciones, y sobre medidas para aumentar la eficiencia de los procedimientos de reestructuración, insolvencia y exoneración de deudas, y por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 (Directiva sobre reestructuración e insolvencia) (DO L 172 de 26.6.2019, p. 18).

[34] COM(2018) 96 final.

materia de conflicto de leyes que aclaren qué leyes deben observar los cesionarios para adquirir la titularidad legal sobre los créditos cedidos.

— La Comunicación[35] sobre la legislación aplicable a los efectos en materia de derechos de propiedad de las operaciones con valores aclara que existen diferentes formas de determinar dónde se encuentra («maintained») o se sitúa («located») una cuenta de valores, y que todas las definiciones son igualmente válidas a los fines de determinar qué normas sobre conflicto de leyes se aplican en caso de insolvencia u otro litigio.

89 Aunque los dos actos legislativos se encuentran aún pendientes de aprobación por el Consejo o de transposición a la legislación nacional, ninguna de las acciones es adecuada para lograr una convergencia sustancial de los procedimientos de insolvencia, ya que abordan en gran medida las cuestiones a las que se enfrentan los participantes en el mercado antes de la apertura de un procedimiento de insolvencia, como la reestructuración de las empresas viables y la aclaración de los derechos de propiedad. También apoyan a los participantes en el mercado respecto a las consecuencias derivadas de la insolvencia, como un exceso de deuda y la dificultad de emprender una nueva iniciativa empresarial. Aunque la convergencia de los procedimientos de insolvencia no es uno de los principales objetivos de la UMC, la Comisión ha declarado su intención de promoverla en el plan de acción de la UMC[36].

90 Hasta la fecha, la Comisión se ha abstenido de adoptar nuevas medidas para armonizar los elementos esenciales de los procedimientos de insolvencia. Esto se debe a que el derecho sustantivo en materia de insolvencia sigue siendo competencia exclusiva de los Estados miembros, y el papel de la UE se limita al desarrollo de la cooperación judicial en asuntos civiles con implicaciones transfronterizas. Según las entrevistas con la Comisión, durante las negociaciones del Consejo sobre la propuesta de Directiva sobre reestructuración e insolvencia, y ya en reuniones previas de consulta a los Estados miembros antes de la propuesta efectiva, la reticencia de los Estados miembros a abordar aspectos esenciales de las leyes sobre insolvencia resultaba obvia.

91 Sin embargo, un estudio comparativo sobre el Derecho sustantivo en materia de insolvencia en la UE[37], contratado por la Comisión en 2016, sugería que había margen para armonizar determinados aspectos de los procedimientos de insolvencia. Por una

---

[35] COM(2018) 89 final.

[36] COM(2015) 468 final, p. 30.

[37] Publicación de la UE, «Study on a new approach to business failure and insolvency», 2016.

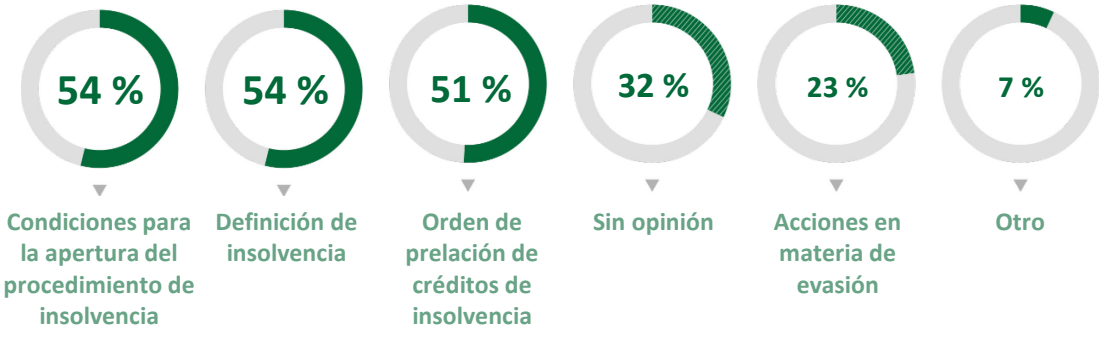
parte, el estudio puso de manifiesto que existen amplias diferencias en los marcos nacionales de insolvencia, lo que dificulta la adopción de un enfoque común sobre el que basar la armonización. Por otra parte, el estudio planteó cuestiones que se creen adecuadas para que el legislador de la UE considere la posibilidad de procurar su avance, como las cualificaciones y la formación de los administradores concursales, la clasificación de los créditos y el orden de prioridades, las acciones de anulación y ajuste y las cuestiones procesales relativas a los procedimientos formales de insolvencia.

92 Los resultados de nuestra encuesta a las autoridades públicas muestran que más del 50 % de los consultados cree que la Comisión debería priorizar la determinación de puntos en común, en particular, respecto a: a) las condiciones de apertura de procedimientos de insolvencia, b) la definición de insolvencia, y c) la clasificación de los créditos de insolvencia (véase la ***ilustración 9***). El 23 % de los encuestados indicaron que la Comisión debería establecer bases comunes respecto a las acciones de anulación.

Ilustración 9 – Pregunta de la encuesta del Tribunal de Cuentas Europeo sobre la armonización de la legislación en materia de insolvencia

Para establecer unas bases que permitan lograr la convergencia sustancial de los regímenes de insolvencia, la Comisión debería tratar de armonizar los siguientes aspectos esenciales:

% de encuestados



(Puede seleccionar varias respuestas)

> ***El actual mosaico de leyes nacionales en materia de insolvencia y valores sigue provocando inseguridad jurídica, y los costes de las operaciones tienen un efecto disuasorio en las inversiones en el mercado de capitales de la UE. Parece pues necesario y factible (al menos con consentimiento expreso) adoptar un enfoque holístico que busque una mayor armonización de las leyes naciones en estos ámbitos.***

> ***Es difícil lograr una convergencia de los regímenes de insolvencia en la UE. Los regímenes de insolvencia respectivos de los Estados miembros de la UE son muy diferentes. En concreto, en la UE existen interrelaciones entre las leyes en materia de insolvencia y otros ámbitos de la legislación nacional de los Estados miembros de la UE (es decir, Derecho mercantil, Derecho del trabajo y de la seguridad social, y Derecho tributario). Como paso preliminar, sería conveniente que la Comisión se centrara en la armonización de las condiciones de apertura de procedimientos de insolvencia.***

Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo.

La Comisión publicó un sólido Código de Conducta sobre la retención fiscal, pero no es vinculante

93 Se entiende por retención fiscal a cuenta un impuesto directo que grava las rentas pasivas, como los intereses, dividendos, regalías y plusvalías. El impuesto lo retiene el país de residencia, o el de origen, o ambos, y el inversor debe solicitar la devolución o un reembolso del impuesto. En su informe sobre las barreras transfronterizas (véase el apartado ***80***), la Comisión y los Estados miembros identificaron que los procedimientos discriminatorios y onerosos para reclamar exenciones de las retenciones a cuenta obstaculizaban la inversión transfronteriza. Del

mismo modo, el Foro Europeo Posnegociación señaló los procedimientos ineficientes de recaudación de las retenciones fiscales como una acción prioritaria para mejorar el entorno de la postnegociación en la UE[38].

94 Para abordar estas cuestiones, la Comisión publicó el 11 de diciembre de 2017 un Código de Conducta sobre retenciones fiscales, en el que recomienda principalmente que los Gobiernos adopten medidas para aplicar procedimientos simplificados de reembolso de impuestos entre los que se cuente un sistema normalizado y armonizado para proporcionar reducciones de las retenciones en origen, de manera que los derechos y exenciones del tratado se apliquen directamente y se pongan en marcha. No obstante, el Código no es vinculante ni lo suficientemente riguroso en determinados aspectos como, por ejemplo, en los plazos en los que las autoridades fiscales de los Estados miembros deben tramitar las solicitudes de devolución.

95 Aunque la Comisión ha fomentado activamente procedimientos de retención fiscal a cuenta más simples en la UE, hasta la fecha no ha propuesto algo más que un código de conducta no vinculante, ya que los obstáculos jurídicos y políticos asociados a otro tipo de actuación serían considerables. En particular, también teniendo en cuenta los difíciles debates internacionales, no propuso una Directiva basada en el artículo 115 del TFUE porque tal propuesta exigiría:

— que la Comisión demuestre que su falta de actuación afecta directamente al correcto funcionamiento del mercado interior, y

— unanimidad en el Consejo y un procedimiento legislativo especial.

96 Desde 1975, la Comisión ha buscado, sin conseguirla, una solución común respecto a la retención a cuenta de dividendos con arreglo al artículo 115 del TFUE. Una comunicación más reciente de la Comisión en la que se proponía una transición gradual hacia la votación por mayoría cualificada en el ámbito de la fiscalidad[39] fue rechazada por la mayoría de los Estados miembros.

97 Por el contrario, la Comisión ha supervisado la aplicación del código de conducta mediante un cuestionario y la celebración de seminarios con los Estados miembros. Ambos destacaron, entre otros, los siguientes ámbitos que deben mejorarse:

---

[38] Informe del Foro Europeo Posnegociación, 15 de mayo de 2017.

[39] COM(2019) 8 final «Hacia una toma de decisiones más eficiente y democrática en materia de política fiscal de la UE» – 15 de enero de 2019.

— digitalizar la presentación de solicitudes de reembolso;

— introducir la posibilidad de aceptar pruebas alternativas de la residencia fiscal.

98 Por otra parte, en el marco de la Cumbre Europea de Administraciones Tributarias, las administraciones tributarias de los Estados miembros acordaron en mayo de 2020 que la Comisión organizara un flujo de trabajo específico para analizar las iniciativas legislativas y no legislativas con el fin de abordar los actuales desafíos que plantean los procedimientos de retención fiscal a cuenta, incluido un posible sistema de reducción en origen.

99 El 15 de julio de 2020 la Comisión publicó un plan de acción para una fiscalidad equitativa y sencilla[40]. Dado que las barreras fiscales a la inversión transfronteriza persisten a pesar del Código de Conducta sobre retenciones fiscales, la Comisión anunció que propondría una iniciativa legislativa para introducir un sistema común y normalizado en la UE respecto a la reducción de la retención a cuenta en origen, acompañado de un mecanismo de intercambio de información y cooperación entre las administraciones tributarias. En 2022, la Comisión se propone la elaboración de una evaluación de impacto que pueda dar lugar a una propuesta de Directiva del Consejo por la que se adopte un sistema de reducción en origen.

La UMC carecía de un marco de rendimiento convincente

100 Examinamos si la Comisión:

a) estableció objetivos específicos, medibles, alcanzables, razonables y oportunos y priorizó suficientemente las medidas;

b) se comunicó claramente con el público en general en lo que atañe a la CMU;

c) estableció un sistema completo de seguimiento.

Los objetivos de la UMC eran más bien ambiguos y las prioridades se fijaron tarde

101 El plan de acción de la UMC y su revisión intermedia se acompañaron de un análisis económico detallado. Por lo que respecta al proceso de consulta para el Libro Verde de la Comisión de 2015 sobre la UMC y su actualización de 2017, la Comisión

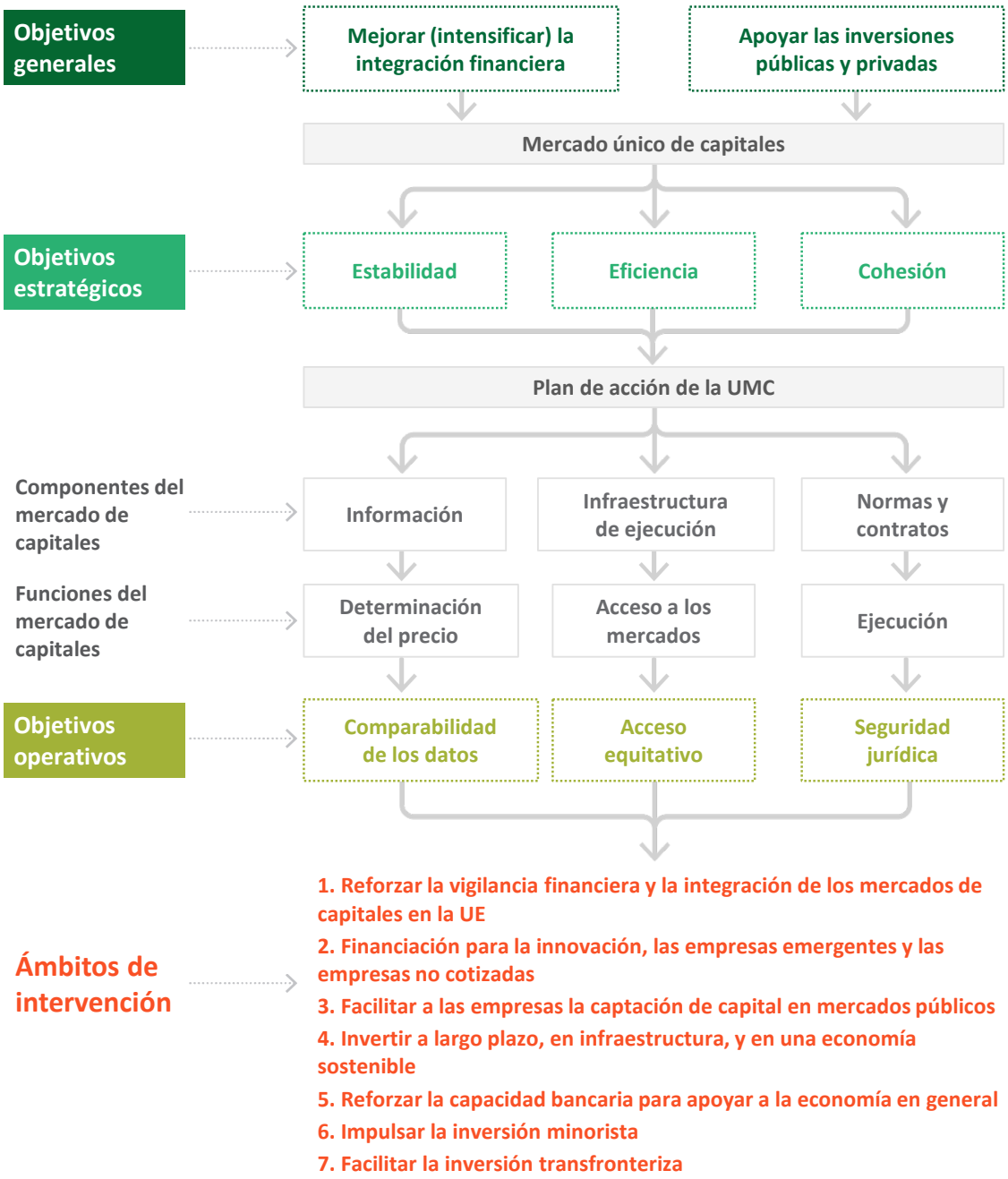
[40] COM(2020) 312 final.

organizó el proceso y comunicó los resultados adecuadamente; y así lo confirmó nuestra encuesta. La UMC suscitó principalmente el interés del sector financiero y de cuatro grandes Estados miembros, mientras que otras empresas/pymes y Estados miembros con mercados de capitales menos desarrollados mostraron menos interés.

102 El plan de acción de la UMC se basa en tres niveles de objetivos: dos generales, tres estratégicos y tres operativos. En el marco de los objetivos operativos, el Plan de acción se divide en siete áreas de intervención, que a su vez se dividen en 25 objetivos específicos. Los objetivos específicos se implementan a través de un total de 71 medidas. Esta lógica de intervención (es decir, el árbol de objetivos; véase la ***ilustración 10***) solo se presentó de manera general en la revisión intermedia. Los vínculos entre los cuatro ámbitos de intervención auditados, sus múltiples objetivos específicos, las medidas subyacentes y sus repercusiones cruzadas no se explicaron en ningún documento de la Comisión, a pesar de la obligación al respecto establecida en el marco de «Legislar mejor»[41].

[41] Herramienta n.º 16 «Cómo fijar objetivos» de la caja de herramientas para la mejora de la legislación.

Ilustración 10 – La jerarquía de objetivos del Plan de acción de la UMC



Fuente: Comisión Europea

103 El establecimiento de prioridades y etapas en las acciones habría sido importante para el proyecto desde su inicio, ya que tanto el plan de acción como la revisión intermedia contenían un gran número de medidas. No todas las medidas tenían la misma importancia: algunas tenían carácter preparatorio, administrativo o de supervisión, mientras que otras estaban relacionadas con propuestas legislativas u otras medidas no legislativas con intención de poseer un carácter estratégico. La Comisión no estableció prioridades explícitas entre las distintas acciones del Plan de acción 2015. En cambio, la priorización podría inferirse únicamente del calendario de

las diversas acciones, como reflejo de la viabilidad y la necesidad del trabajo preparatorio.

104 Esto se debía a que el plan de acción se preparó con carácter de urgencia y, por tanto, no se realizó ningún análisis inicial para determinar si alguna de las medidas tendría un mayor efecto que otras. Solo en la revisión intermedia de 2017 se introdujeron nueve acciones prioritarias. Nuestras encuestas y entrevistas revelaron que la exposición del proyecto de la UMC no era totalmente clara y su visibilidad se limitaba a una audiencia especializada. Además, incluso los objetivos específicos de cada área de intervención eran ambiguos y no cuantificables.

105 Para respaldar los objetivos de la UMC, la Comisión utilizó en algunos casos estimaciones generales (véase el ***recuadro 2***).

Recuadro 2

Un ejemplo de la estimación sobre titulización utilizada en la UMC

Por lo que respecta a la **titulización**, la Comisión estimó la reactivación del mercado de titulización de la EU-28 en 2015 en una cifra de entre 100 000 y 150 000 millones de euros, con el fin de recuperar las emisiones hasta situarlas en el promedio previo a la crisis[42]. Esta estimación no ha sido revisada por la Comisión desde entonces, y los participantes en el mercado la consideraron en abril de 2020 inadecuada para las necesidades actuales de la EU-27 (p. ej., teniendo en cuenta el impacto previsto de Basilea III y el objetivo de la UE en cuanto a la financiación sostenible). Más concretamente, llegaron a la conclusión de que el objetivo de la EU-27 por sí solo debería fijarse en un importe considerablemente más alto, en concreto, en un nivel mínimo de 235 a 240 mil millones de euros de nuevas titulizaciones al año[43].

106 El plan de acción de la UMC no incluía necesariamente todas las acciones en curso u objeto de reflexión por parte de la Comisión que se ajustaban a los objetivos del proyecto. Un ejemplo es el punto de acceso único europeo (véase el apartado ***43***).

---

[42] Libro Verde de la UMC y https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_15_5733.

[43] Ian Bell *et al.*, Relaunching securitisation in the EU in the Eurofi, Regulatory Update, abril de 2020, pp. 20, 22-24.

Las medidas de la UMC no podían satisfacer las grandes expectativas suscitadas por la Comisión

107 Los participantes en el mercado percibieron el lanzamiento de la UMC y la comunicación en torno a este proyecto emblemático como un compromiso sustancial de la Comisión para inducir un impacto positivo significativo. La comunicación sobre el proyecto generó expectativas superiores a las que podría levantar de manera realista con las medidas que propuso y que son de su competencia.

108 Con su Plan de Acción de 2015, la Comisión pretendía sentar las bases de una UMC con un funcionamiento adecuado en 2019. La dependencia de las empresas de la UE de la financiación bancaria y las deficiencias en el desarrollo de los mercados de capitales de la Unión son reflejo de diversos factores estructurales, que no pueden atenuarse ni modificarse mediante un plan de acción a lo largo de unos pocos años. En cualquier caso, en marzo de 2019, la Comisión anunció en su informe de situación que había cumplido su promesa dentro del plazo previsto.

109 Sin embargo, los análisis de organismos públicos (Fondo Monetario Internacional, Banco Central Europeo), asociaciones privadas (Asociación de Mercados Financieros de Europa, Federación Bancaria Europea), iniciativas impulsadas por el sector (Market4Europe) y grupos de reflexión (Bruegel, Centro de Estudios Políticos Europeos, Eurofi) indican que la UMC está lejos de completarse y que aún queda mucho trabajo por hacer. Tal indicación está respaldada por diversos indicadores de mercado de alto nivel, como los de integración financiera del Banco Central Europeo, el ratio entre deuda y préstamos bancarios, o la composición de los activos financieros de los hogares. De hecho, estos indicadores no han variado mucho en comparación con el periodo anterior al lanzamiento del plan de acción de la UMC.

110 Las opiniones de los encuestados están divididas con respecto a si el plan de acción de la UMC y su actualización fueron demasiado ambiciosos, no fueron lo suficientemente exigentes, o bien fueron concebidos adecuadamente y de acuerdo con sus objetivos. Los encuestados que criticaron la UMC por ser excesivamente ambiciosa se refirieron principalmente a su complejidad, que afectó negativamente a su viabilidad y, en segundo lugar, afirmaron que la Comisión subestimó el plazo necesario para que las medidas de la UMC y la Revisión Intermedia fueran aprobadas por los colegisladores. Como han mencionado reiteradamente las partes interesadas entrevistadas, las ambiciones respecto a la UMC deben ser elevadas e impulsadas por la Comisión, pero al mismo tiempo, el proyecto ha de ser lo suficientemente realista y factible para avanzar.

111 Las acciones y los factores de impulso esenciales dependen de otros agentes, en particular, de los colegisladores y los Estados miembros. Como se ha indicado anteriormente (p. ej., apartados ***85***, ***90*** y ***96***), el apoyo de los Estados miembros es crucial en los ámbitos de competencia nacional. La Comisión declaró en el Plan de acción de la UMC y en la revisión intermedia que no puede construir la UMC por sí sola y que el éxito del proyecto depende también de la voluntad política de los Estados miembros y de la aceptación por parte del sector.

112 Por lo que respecta a las medidas legislativas, la Comisión se centró en un programa legislativo más bien limitado que incluía 13 iniciativas (véase el ***anexo VI***). Sin embargo, en varios casos, la Comisión tuvo que rebajar considerablemente sus ambiciones iniciales para llegar a un acuerdo entre los colegisladores, como, por ejemplo, en el caso de la revisión de las AES, o dejar fuera de la UMC asuntos políticamente controvertidos como el activo seguro europeo.

113 En otros casos, incluso cuando la Comisión presentó sus propuestas legislativas respecto a las medidas de la UMC mayoritariamente en plazo, el proceso legislativo duró más de lo previsto (véase el apartado ***46***). Del mismo modo, la propuesta de Directiva de la Comisión relativa a la BICCIS, que es importante para superar el sesgo en favor del endeudamiento, se estancó en el Consejo (véase el apartado ***33***). En general, se han adoptado y han entrado en vigor ya 12 (de las 13) medidas legales, en su mayoría al final del calendario de la UMC. Solo 5 de las que entraron en vigor se aplican ya total o parcialmente, mientras que las 7 restantes se aplicarán gradualmente y surtirán efecto a mediados de 2022, o incluso más tarde (véase el ***anexo VI***).

114 La mayoría de las medidas no legislativas (es decir, estudios de expertos, buenas prácticas, consultas) resultaron útiles para la adquisición y la puesta en común de conocimientos respecto a segmentos de mercado específicos y, en algunos casos, dieron lugar a una propuesta legislativa (p. ej., financiación participativa (*crowdfunding*), bonos garantizados). Sin embargo, debido a su carácter preparatorio y no vinculante, no dieron lugar a un cambio real. Un ejemplo es la Comunicación de la Comisión sobre legislación aplicable a los efectos en materia de derechos de propiedad de las operaciones con valores, que no mejoró significativamente la seguridad jurídica en comparación con el statu quo.

La Comisión no llevó a cabo un seguimiento periódico de los avances generales hacia la consecución de los objetivos de la UMC.

115 El seguimiento es necesario para que los responsables políticos y las partes interesadas puedan comprobar si la aplicación de las políticas va «por buen camino», y para generar información que pueda utilizarse para evaluar si ha alcanzado sus objetivos[44]. El seguimiento puede efectuarse en distintos niveles (estratégico, o de cada medida política), en diferentes momentos (en el momento de la aplicación, durante o después de la ejecución de las políticas) y con una frecuencia variable (anual, trimestral, etc.).

116 Auditamos si la Comisión ha establecido mecanismos adecuados para el seguimiento de la ejecución de la UMC en general. Esto incluye la elección de indicadores utilizados para seguir la evolución de la UMC y los datos empleados para informar de dicha evolución.

117 Hasta la fecha, la Comisión ha utilizado varias herramientas (véase la ***ilustración 11***) para revisar e informar de las acciones de la UMC, así como de la evolución de los mercados de capitales. Sin embargo, ninguna herramienta se ha dedicado específicamente al seguimiento periódico del progreso general en las siete áreas de intervención de la UMC.

---

[44] Comisión Europea. Herramienta n.º 41 para la mejora de la legislación: mecanismos e indicadores de seguimiento. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/better-regulation-toolbox-41_en_0.pdf.

Ilustración 11 – Los informes de la Comisión sobre la UMC

Informes sobre la ejecución de políticas	Informes sobre los objetivos de la UMC	Seguimiento interno de la evolución del mercado
Informe de seguimiento 2016	Economic and Financial Stability and Integration Reviews (EFSIR, Estudio sobre la estabilidad y la integración económicas y financieras)	Financial Markets Monitoring (FMM) report (Informe de seguimiento de los mercados financieros)
Comunicaciones de la Comisión de 2016 y 2018	Informes de Integración Financiera del BCE	Pulso en los mercados financieros
Revisión intermedia de 2017	Análisis económico adjunto a la Revisión intermedia de la UMC 2017	Bond Markets Monthly (boletín mensual sobre los mercados de obligaciones)
Informe de situación 2019	Informe anual sobre el Plan estratégico 2016-2020 de la DG FISMA	

Herramienta única y/o no específica de la UCM — *No disponible al público*

Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo.

118 Aunque la Comisión comenzó a evaluar la evolución de los mercados de capitales en los siete ámbitos de intervención de la UMC[45] en la edición de 2016 del Economic and Financial Stability and Integration Review (publicación generalista que se inició en 2007), no ha actualizado este marco de cara al futuro. Además, muchos de los indicadores clave del EFSIR de 2016 carecían de medidas de referencia y valores objetivo.

119 La principal razón de la Comisión para no mantener el sistema de seguimiento establecido con el EFSIR de 2016 fue la fase incipiente de la UMC, con muchas de las medidas políticas aún en proceso de promulgación, y el sustancial lapso de tiempo en el que los cambios en las estructuras financieras se hacen visibles en las estadísticas

[45] La séptima área de intervención –el «refuerzo de la supervisión»– se separó del área de la «facilitación de la inversión transfronteriza» en la revisión intermedia de 2017.

cuantitativas. Sin embargo, estas cuestiones no deberían haber impedido a la Comisión establecer mecanismos de seguimiento y desarrollarlos con el tiempo.

120 En 2020, es decir, cinco años después del inicio de la UMC y la invitación del Consejo, la Comisión contrató un estudio con vistas a desarrollar un cuadro de indicadores clave de rendimiento para llevar a cabo un seguimiento de los avances de la UMC. En consonancia con la propuesta, el contratista trató de establecer una lógica de intervención basada en datos contrastados. En este enfoque, el contratista procuró determinar cómo los cambios en los resultados más inmediatos de las medidas políticas de la UMC (por ejemplo, los costes de cotización) afectan a los principales objetivos de la UMC (por ejemplo, la proporción relativa entre la financiación con acciones cotizadas de sociedades no financieras y financiación con deuda de préstamos bancarios).

121 En su proyecto de informe final, el consultor propuso más de 50 indicadores para cuatro ámbitos de actuación[46] que podían incluirse en el cuadro referido, y recomendó a la Comisión una ulterior reflexión sobre la finalidad, el grupo de usuarios, la estructura y el mantenimiento al diseñar su cuadro de ICR. Entretanto, la Comisión ha adoptado medidas para desarrollar indicadores adicionales, por ejemplo, sobre la integración del mercado, ya que el trabajo del contratista puso de manifiesto que muchos de los indicadores de resultados más inmediatos necesarios para la lógica de intervención no se encuentran disponibles o no son adecuados en el sentido de que traspasaron una de las tres líneas rojas[47].

122 Para informar sobre indicadores, se requieren datos adecuados. Observamos que los datos necesarios para supervisar el avance de las distintas medidas políticas vinculadas a la UMC, en ocasiones, no se encontraban disponibles o no lo estaban con un grado de calidad y detalle suficiente. Estas carencias también pueden entorpecer las perspectivas respecto a la medición de los avances en la implementación de la UMC en general. En particular, la falta de información fiable sobre la distribución

---

[46] Los cuatro ámbitos de actuación consisten en 1) financiar empresas en mercados públicos de capital y deuda, 2) financiar la innovación, las empresas emergentes y las empresas no cotizadas, 3) utilizar los mercados de capitales para fortalecer la capacidad bancaria, y 4) promover la participación del inversor minorista.

[47] Los indicadores eran rechazados si cruzaban una de tres «líneas rojas»: ausencia de replicabilidad, falta de cobertura geográfica y falta de series temporales y variación entre países.

transfronteriza de fondos de inversión constituye una laguna bien conocida en materia de datos, reconocida por la ESMA en el curso de nuestra auditoría.

123 En la fase de constitución de la UMC, la Comisión trató de sacar el máximo partido de la situación acumulando datos de diversas fuentes, incluida la ESMA. Por ejemplo, aunque la ESMA mantiene información sobre el número de FCRE y FESE registrados, otros datos, como los fondos recabados y las inversiones realizadas, se obtuvieron de fuentes no pertenecientes a la Comisión, como Invest Europe. Por otra parte, la ESMA se sirve en gran medida de fuentes privadas (p. ej., BAML) para sus estimaciones del mercado de titulización no STN. La dependencia de proveedores privados de datos puede resultar problemática, ya que la recopilación de datos lleva mucho tiempo, a menudo es costosa en términos monetarios, y es posible que la Comisión no pueda juzgar su calidad.

124 La Comisión ha tomado medidas para incluir cláusulas de datos en la legislación pertinente de la UMC, al objeto de garantizar que se recoja la información necesaria para fines de seguimiento y evaluación –si no se encuentra disponible y es accesible a través de otras fuentes–. Por ejemplo, la nueva legislación sobre la UMC[48] obliga a la ESMA a partir de 2022 a albergar un registro en la UE con datos sobre la distribución transfronteriza del OICVM, fondos de inversión alternativos y otros fondos. La Comisión ha subrayado que los requisitos de notificación adicionales impuestos al sector deben justificarse detenidamente.

[48] Artículo 12, apartado 1, del Reglamento (UE) n.º 2019/1156.

Conclusiones y recomendaciones

125 La UE es una economía basada predominantemente en los préstamos que depende en gran medida de la financiación bancaria. La Comisión se esforzó por avanzar hacia una financiación más basada en el mercado y complementar la Unión Bancaria mediante una UMC. Los principales objetivos de la UMC eran aumentar la financiación alternativa para las pymes y fomentar el desarrollo y la integración de los mercados de capitales de la UE. Nuestra conclusión general es que la Comisión ha tomado las primeras medidas encaminadas a la consecución de este difícil objetivo, pero los resultados aún no son perceptibles.

126 Muchas medidas que la Comisión pudo adoptar en su ámbito de competencia representaron pequeños avances en el logro de sus objetivos, pero hasta hoy no han actuado como catalizadores del cambio en la UE. Aunque determinadas medidas suaves no vinculantes, como informes o buenas prácticas, contribuyeron a la obtención de conocimiento sobre segmentos específicos del mercado de capitales, muchas de ellas tuvieron un impacto más bien limitado debido a su naturaleza. Una limitación a la que también se enfrentó la Comisión es que muchas de las acciones clave solo pueden ser llevadas a cabo por los Estados miembros, o con el pleno apoyo de estos.

127 El plan de acción de la UMC de 2015 se llevó a cabo como prolongación de los planes anteriores, principalmente adoptando ideas previas e incorporando medidas que ya estaban en preparación, o proponiendo la calibración de la reglamentación existente (folleto, FCRE) con el fin de avanzar en segmentos específicos de los mercados de capitales. Muchas de las medidas políticas destinadas a lograr el objetivo de diversificar las fuentes de financiación para las pymes abordaban cuestiones demasiado concretas para iniciar e impulsar un cambio estructural hacia una mayor financiación del mercado en la UE (véanse los apartados ***20*** a ***39***).

128 A pesar de los esfuerzos de la Comisión en el marco del plan de acción de la UMC, sus acciones para superar las restricciones de información para el mercado de financiación de las pymes han tenido un impacto muy limitado en hacer coincidir los intereses de los agentes del mercado. La Comisión no incluyó un proyecto pertinente en el plan de acción de la UMC, el del punto de acceso único europeo, que era objeto de debate antes del plan de acción de la UMC de 2015. En consecuencia, siguen existiendo restricciones tanto en el lado de la oferta como en el de la demanda (véanse los apartados ***40*** a ***43***).

129 En cuanto al reto de la financiación bancaria, la Comisión emprendió diversas iniciativas para mejorar su capacidad de conceder crédito a las empresas de la UE. Aunque la iniciativa STS era positiva, aún no ha producido el efecto previsto en el mercado europeo de la titulización ni ha facilitado la financiación de las pymes. Las operaciones de titulización siguen concentradas en gran medida en las clases de activos tradicionales (es decir, hipotecas, préstamos para la adquisición de automóviles) y en determinados Estados miembros (véanse los apartados ***44*** a ***50***).

Recomendación 1 – Proponer acciones orientadas adecuadamente para facilitar aún más el acceso de las pymes a los mercados de capitales

La Comisión debería:

a) establecer medidas para aumentar el atractivo de la financiación mediante la emisión de acciones y las emisiones públicas para las empresas, en particular para las pymes;

b) adoptar medidas para reducir el impacto de la asimetría de información entre proveedores y usuarios de capital, en particular las pymes (por ejemplo, mediante el establecimiento del PAUE); y

c) modificar el marco jurídico para hacer más atractiva la emisión de titulizaciones de pymes, teniendo debidamente en cuenta los riesgos potenciales.

Plazo: Primer trimestre de 2022

130 La Comisión manifestó su intención de promover el desarrollo de los mercados de capitales de los Estados miembros, en particular en los países con un alto potencial de recuperación. A tal efecto, utilizó procesos de coordinación de la UE más amplios (Semestre Europeo) y herramientas de financiación, como el programa de apoyo a las reformas estructurales, pero sin haber proporcionado el marco de una estrategia específica, exhaustiva e inequívoca de la UE (véanse los apartados ***51*** a ***58***).

131 El Semestre Europeo identifica fundamentalmente los retos que atañen a la UMC. Sin embargo, a pesar de la adopción del plan de acción de la UMC en 2015 y de la creciente relevancia de esta cuestión después del Brexit, la Comisión no recomendó a diez Estados miembros con mercados de capitales menos desarrollados que aplicaran reformas directamente pertinentes (véanse los apartados ***59*** a ***65***).

132 Aunque la Comisión presta asistencia técnica en el marco del programa de apoyo a las reformas estructurales con un bajo nivel de carga financiera y administrativa para los Estados miembros, esta ayuda no se integra en una estrategia específica. El modelo de asistencia técnica basado en la demanda no resultó propicio para prestar a los Estados miembros una asistencia correspondiente a sus necesidades. Por otra parte, los proyectos plurinacionales siguen siendo excepcionales en el marco del programa de apoyo a las reformas estructurales. La mayoría de los proyectos siguen en curso o han finalizado recientemente. No obstante, nuestra muestra arrojó resultados dispares en términos de magnitud y avance de las reformas. Además, en la mayoría de los casos, no se respetó el calendario inicial de ejecución, y el análisis del Servicio de Apoyo a las Reformas Estructurales no reflejó adecuadamente los riesgos de la misma (véanse los apartados ***66*** a ***78***).

Recomendación 2 – Fomentar unos mercados de capitales locales más arraigados y mejor integrados

La Comisión debería:

a) desarrollar una estrategia integral para abordar las necesidades de los mercados de capitales locales;

b) formular REP para los Estados miembros que necesiten avanzar en la financiación basada en el mercado; y

c) potenciar el actual modelo de asistencia técnica basado en la demanda para llegar a los Estados miembros con las mayores necesidades, centrándose al mismo tiempo en los resultados.

Plazo: Cuarto trimestre de 2022

133 Muchas de las barreras que impiden los flujos de capital transfronterizos llevan décadas sin resolver. La Comisión identificó que tales barreras se derivan a menudo de leyes nacionales, como las aplicadas en los ámbitos de la legislación sobre insolvencia y las retenciones fiscales, o de una falta de educación financiera. Para eliminarlas y a petición del Consejo, elaboró una hoja de ruta conjuntamente con los Estados miembros, por lo que solo se tuvieron en cuenta las barreras que los Estados miembros estaban dispuestos a abordar (véanse los apartados ***79*** a ***81***).

134 El Grupo de Expertos sobre la superación de las barreras nacionales a los flujos de capital recomendó en 2018 que los Estados miembros estimaran las tasas de alfabetización financiera y llevaran a cabo programas de educación financiera conformes con los principios de la OCDE. La Comisión no ha declarado aún si apoyará a los Estados miembros en sus esfuerzos ni cómo lo haría, por ejemplo, revisando los programas de financiación pertinentes de la UE para fomentar más la alfabetización financiera de los consumidores, los inversores y las pymes en toda Europa (véanse los apartados ***82*** a ***86***).

135 Las acciones de la Comisión en materia de insolvencia pueden aclarar los derechos de propiedad, facilitar la reestructuración preventiva, y otorgar a los empresarios una segunda oportunidad. Sin embargo, es poco probable que den lugar a una convergencia de los procedimientos de insolvencia. Dado que el derecho sustantivo en materia de insolvencia sigue siendo competencia exclusiva de los Estados miembros, la Comisión apenas dispone de margen de maniobra para avanzar en este terreno sin su apoyo (véanse los apartados ***87*** a ***92***).

136 El Código de Conducta de la Comisión sobre retenciones fiscales propone buenas prácticas para abordar los procedimientos gravosos de reducción y devolución. Sin embargo, depende de los compromisos voluntarios de los Estados miembros, y una aproximación más vinculante de las prácticas nacionales basada en las recomendaciones del Código requiere la unanimidad en el Consejo. Los intentos previos de reformar los procedimientos de retención a cuenta sobre estas bases no han culminado con éxito (véanse los apartados ***93*** a ***99***).

Recomendación 3 – Abordar las principales barreras transfronterizas a la inversión

La Comisión debería:

a) evaluar cómo puede promover mejor la alfabetización financiera, en particular entre las pymes y apoyar los esfuerzos de los Estados miembros en este ámbito;

b) evaluar el margen para la convergencia o armonización de los elementos que componen los procedimientos de insolvencia nacionales, como los criterios para la apertura de tales procedimientos, el orden de prelación de los créditos y el

orden de prioridades y las acciones en materia de evasión; y fomentar una reforma concomitante;

c) dependiendo del resultado de una evaluación de impacto, proponer al Consejo una Directiva relativa a un sistema de reducción de la retención a cuenta en origen.

Plazo: Cuarto trimestre de 2022

137 Los objetivos de la UMC formulados por la Comisión resultan ambiguos en muchos casos. Las prioridades se establecieron solo al final del proceso. La comunicación de la Comisión en torno a este proyecto generó expectativas superiores a las que podía alcanzar con sus propias acciones. En algunos casos, los colegisladores recortaron significativamente la ambición de las propuestas iniciales de la Comisión, o las propuestas se estancaron en el Consejo debido a la ausencia de consentimiento (véanse los apartados ***100*** a ***114***).

138 La Comisión se limitó en su supervisión a los progresos alcanzados con las medidas legislativas; no ha llevado a cabo un seguimiento periódico y sistemático para determinar si avanza en la consecución de los principales objetivos de la UMC. Por otra parte, actualmente no puede evaluar en qué medida sus acciones políticas (medidas tanto legislativas como no legislativas) contribuyen al progreso de los objetivos de la UMC. Además, reunir los datos necesarios para supervisar tal progreso lleva tiempo, a menudo es costoso en términos monetarios, y es posible que la Comisión no esté en disposición de juzgar su calidad. No todos los datos se encuentran disponibles de inmediato con la calidad y el detalle suficientes. Estas deficiencias resultan especialmente perjudiciales ante la publicación del segundo plan de acción de la UMC en septiembre de 2020 (véanse los apartados ***115*** a ***119***).

139 Cinco años después del inicio de la UMC, la Comisión ha adoptado medidas para desarrollar un cuadro de indicadores. Este puede utilizarse para evaluar el éxito de la UMC en su conjunto. Debe fundamentarse en una lógica de intervención basada en datos contrastados y en una selección de los indicadores adecuados. Deben facilitarse los datos pertinentes para elaborar los indicadores, teniendo en cuenta la necesidad de mantener en el mínimo necesario las cargas relativas a la provisión de información que soporta el sector (véanse los apartados ***120*** a ***124***).

Recomendación 4 – Desarrollar objetivos específicos, medidas esenciales y el seguimiento de la UMC

La Comisión debería:

a) definir objetivos específicos y abordar las medidas esenciales que resulten eficaces que para alcanzar en una fase temprana los objetivos de la UMC;

b) supervisar periódicamente e informar sobre los avances hacia la consecución de los objetivos de la UMC; y

c) seleccionar indicadores adecuados que se basen en datos fiables, oportunos y disponibles.

Plazo: Cuarto trimestre de 2021

El presente informe ha sido aprobado por la Sala IV, presidida por Alex Brenninkmeijer, Miembro del Tribunal de Cuentas Europeo, en Luxemburgo, el 20 de octubre de 2020.

Por el Tribunal de Cuentas

Klaus-Heiner Lehne
Presidente

Anexos

Anexo I – Visión general de los proyectos del PARE auditados relevantes para la UMC, 2017-2018

Estado miembro	ID del SRSS	Proyecto del PARE	Resultado principal a marzo de 2020	Presupuesto en euros
Bulgaria	SRSP2017/445	Desarrollo de un punto único de acceso para la divulgación y distribución de información por parte de los participantes en el mercado («punto único de acceso»).	Proyecto de especificaciones técnicas y plan operativo del sistema de puntos únicos de acceso (21 de febrero de 2020)	425 000
Chequia	SRSP2017/360	Análisis y promoción de los inversores providenciales checos	Estudio que recoge el statu quo de las actividades de inversión providencial en el país (16 de octubre de 2018)	70 000
Chequia	SRSP2017/446	Elaboración de una estrategia nacional sobre el desarrollo del mercado de capitales checo.	Informe con comentarios sobre la Estrategia Nacional para el Desarrollo del Mercado de Capitales Checo 2019-2023 (aprobada en marzo de 2019).	62 000
Estonia	SRSP2017/344	Diagnóstico del mercado de capitales	Informe de diagnóstico del mercado de capitales estonio (15 de febrero de 2019)	100 000
Estonia	SRSP2017/39	Reforma legal y normativa del marco de bonos garantizados y titulizaciones	Proyecto de Ley de bonos garantizados y exposición de motivos (adoptado el 13 de febrero de 2019)	150 000
Italia	SRSP2017/508	Los mercados de capitales italianos y la Unión de los Mercados de Capitales – Acceso a la financiación – Diagnóstico	Revisión del mercado de capitales de Italia 2020 (31 de enero de 2020)	550 000
Lituania	SRSP2017/444	Mejora del entorno de inversión para inversores institucionales	Estudio de diagnóstico (julio de 2018) y presentación (septiembre de 2018)	150 000
Polonia	SRSP2017/42	Elaborar una estrategia para el desarrollo del mercado de capitales	Estrategia de desarrollo de los mercados de capitales para Polonia (adoptada el 1 de octubre de 2019)	150 000

Estado miembro	ID del SRSS	Proyecto del PARE	Resultado principal a marzo de 2020	Presupuesto en euros
Rumanía	SRSP2017/44	Creación del Banco Nacional de Fomento de Rumanía –el Banco Rumano para el Desarrollo– Eximbank S.A.	Estudio de implementación para el Banco Rumano de Desarrollo (18 de julio de 2019)	448 125
Lituania	SRSP2018/31	Instrumento de apoyo al capital de las pymes	Proyecto de legislación y plan de aplicación, incluidos cambios operativos (7 de agosto de 2019)	65 000

N.B.: El beneficiario en todos los casos fue el Ministerio de Hacienda nacional o similar (Italia: Ministerio de Economía y Hacienda; Rumanía: Ministerio de Hacienda Pública).

Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo, basado en el SRSS.

Anexo II – El Plan de acción de la Comisión para 2015 sobre la UMC y sus predecesoras – acciones seleccionadas centradas en el acceso a la financiación

Plan de acción sobre capital riesgo 1998	Plan de acción para mejorar el acceso a la financiación de las pymes, de 2011	Plan de acción de la UMC 2015
Folleto – procedimientos de pasaporte único para grandes empresas y pymes	Modificación de la Directiva sobre el folleto respecto a un régimen de revelación proporcional para las pymes.	Reglamento de la UE sobre el folleto de emisión (en vigor desde julio de 2019)
Examen detallado de los costes para las empresas de aumentar la financiación mediante deuda y capital en toda Europa	Etiqueta de los mercados de pymes en expansión en la MiFID	Reglamento sobre los mercados de pymes en expansión que modifica el RAM
Fondos de capital riesgo: Legislación comunitaria sobre determinados fondos cerrados	Primera propuesta legislativa del Reglamento sobre FCRE y FESE (no adoptada)	Revisión del Reglamento sobre FCRE y FESE (adoptado y en vigor desde 2018)
Fiscalidad de los fondos de capital riesgo - Aclaración del entorno fiscal	Examen de los obstáculos fiscales a la inversión transfronteriza de capital riesgo	Estudio sobre los incentivos fiscales para el capital riesgo y los inversores providenciales
Examinar la fiscalidad de la deuda y la renta variable	No se emprenderá acción alguna.	Propuesta legislativa sobre la base imponible consolidada común del impuesto sobre sociedades que aborda el sesgo en favor del endeudamiento
No se emprenderá acción alguna.	Punto de acceso único a la información regulada en la UE	Investigar cómo desarrollar sistemas de información paneuropeos
No se emprenderá acción alguna.	Financiación mediante la emisión de acciones para pymes: Instrumento financiero de capital en el marco de COSME y Horizonte 2020 - Fondos de Fondos; titulización del BEI/FEI de la cartera de deuda de las pymes	Programa paneuropeo de fondos de fondos de capital riesgo, capital riesgo en la UE en el marco del BEI/FEI
No se emprenderá acción alguna.	Reforzar la Red Europea para las Empresas con el fin de proporcionar mejor información a las pymes	
No se emprenderá acción alguna.	Revisión del mercado de préstamos a pymes, incluido el mecanismo de transparencia	Principios europeos de alto nivel sobre la información de referencia que deben facilitar los bancos a las pymes en los casos de denegación de solicitudes de crédito

Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo.

Anexo III – Acción de la UMC para el desarrollo de mercados de capitales locales

Recuadro 3: Resultado concreto de la Comisión respecto a los mercados de capitales locales y regionales

Acción prioritaria n.º 9 en el marco de la revisión intermedia: «En el segundo trimestre de 2018, la Comisión propondrá una estrategia global de la UE sobre las medidas que pueden adoptarse en la Unión para apoyar el desarrollo de los mercados de capitales locales y regionales en toda la UE. Se basará en el informe del Grupo de Trabajo sobre la UMC de la Iniciativa de Viena y tendrá en cuenta la experiencia adquirida mediante la creciente prestación de asistencia técnica a demanda en el marco del PARE de la Comisión.».

Además de su publicación tardía (marzo de 2019) en comparación con el Plan de acción de la UMC (septiembre de 2015), el resultado concreto de la Comisión, entre otras cosas:

- no constituye una estrategia en sí misma, es decir, un plan detallado a largo plazo, sino una lista indicativa y no exhaustiva de las respuestas políticas disponibles[49];
- no identifica las necesidades específicas de los mercados de capitales de los Estados miembros conforme a un análisis previo del statu quo a escala nacional[50];
- No cubre de manera exhaustiva todos los segmentos del mercado de capitales ni los temas u opciones disponibles;
- no prioriza las áreas de reforma con el mayor potencial para mejorar los mercados de capitales locales, ni ofrece orientación sobre la secuenciación (etapas de ejecución);

[49] Inspirar y motivar a los agentes del mercado público y privado para que sigan ampliando e integrando los mercados de capitales en sus respectivos Estados miembros y regiones.

[50] Solo hace una referencia general a la conclusión del EFSIR de 2018 de que los países de CESEE generan el 8 % del PIB de la UE, pero solo representan el 3 % del mercado de capitales de la UE.

- no analiza el impacto potencial de las medidas ni destaca el coste fiscal potencialmente elevado de determinadas opciones (véase, por ejemplo, el uso de cuentas de ahorro de inversión en Suecia[51]);
- No ofrece buenas prácticas implementadas a una escala más global (por ejemplo, en países con mercados financieros avanzados como Estados Unidos, Canadá, Japón, Suiza, Australia o Singapur), sino solo dentro de la UE;
- No reflexiona sobre los principales factores exógenos (por ejemplo, el Brexit, la política monetaria, el ciclo económico);
- carece de disposiciones respecto a su propia revisión o evaluación después de un determinado período que podría permitir la identificación de las deficiencias restantes y el establecimiento del modo de crear las soluciones necesarias;
- carece de un presupuesto específico de la UE a efectos de la UMC y el desarrollo de los mercados de capitales locales y regionales, además de los instrumentos financieros ya existentes financiados por la UE, así como del programa de apoyo a las reformas estructurales que, sin embargo, se encuentran fuera del control de la DG Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y Unión de los Mercados de Capitales, a pesar de contar con el mandato más pertinente para la UMC.

Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo.

[51] Una auditoría de 2018 de la Oficina Nacional de Auditoría sueca determinó que estas cuentas podrían haber costado casi 4 000 millones de euros (42 mil millones de SEK) en concepto de ingresos fiscales no percibidos.

Anexo IV – Visión general de las REP directas remitidas a todos los Estados miembros, 2014-2019

Antes de la UMC		Tras la adopción del Plan de acción de la UMC (septiembre de 2015)				
2014	**2015**	**EM**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
		Bélgica	X	x		
		Bulgaria				
		Chequia				
		Dinamarca				
	x	Alemania	X	x	x	
		Estonia				
x		Irlanda			x	
Programa	Programa	Grecia	Programa	Programa	Programa	
x		España				
x		Francia				
		Croacia				
x		Italia			x	x
Programa	Programa	Chipre	X	x	x	x
		Letonia				
		Lituania	X			
		Luxemburgo				
x	x	Hungría				
x	x	Malta				
x	x	Países Bajos				
		Austria		x	x	x
		Polonia				
x	x	Portugal	X	x	x	
		Rumanía				
	x	Eslovenia	X	x	x	x
		Eslovaquia				
		Finlandia				
x	x	Suecia				
x		Reino Unido				
10 de 26 38 %	**7 de 26** 27 %	**EM con REP pertinente para la UMC**	**6 de 27** 22 %	**6 de 27** 22 %	**7 de 27** 26 %	**4 de 28** 14 %
157	**102**	**Total de REP**	**89**	**78**	**73**	**97**

Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo, a partir de la base de datos CESAR; informe de la EGOV del Parlamento Europeo; CSRs: An overview, septiembre de 2019.

Anexo V – Visión general de las REP directas y más amplias remitidas a los Estados miembros menos desarrollados. 2016-2019

Puesto	EM	REP directas	REP más amplias
28	Lituania	Acceso a la financiación (2016)	**NINGUNO**
27	Rumanía	**NINGUNO**	
26	Eslovenia	Acceso a la financiación (2016-2019)	**NINGUNO**
25	Eslovaquia	**NINGUNO**	Justicia (2017)
24	Bulgaria	**NINGUNO**	Supervisión (2016, 2017, 2019), insolvencia (2016-2019)
23	Letonia	**NINGUNO**	Insolvencia (2016)
22	Estonia	**NINGUNO**	
21	Hungría	**NINGUNO**	
20	Croacia	**NINGUNO**	Insolvencia (2017)
19	Grecia	**NINGUNO**	Insolvencia (2019)
18	Polonia	**NINGUNO**	
17	Chequia	**NINGUNO**	
16	Chipre	Acceso a la financiación (2016-2019)	Insolvencia (2016-2018), supervisión (2019)
15	Austria	Acceso a la financiación (2017-2019)	**NINGUNO**

NB. (1) La clasificación se basa en la profundidad de los mercados de capitales locales establecida por Asimakopoulos y Wright, A new sense of urgency: The future of Capital Markets Union, New Financial, noviembre de 2019; (2) Como REP «directas», consideramos la taxonomía interna de la Comisión, principalmente el «acceso a la financiación» y la «reducción del sesgo en favor del endeudamiento». Con el fin de evitar un «sobreetiquetado de la UMC», clasificamos las recomendaciones que abordan cuestiones dirigidas también al sector bancario como «REP más amplias», por ejemplo, los regímenes de insolvencia, la supervisión del sector financiero y la venta de préstamos fallidos; (3) debido a los programas de ajuste económico hasta 2018, Grecia solo recibió REP en 2019.

Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo, a partir de la base de datos CESAR de la Comisión.

Anexo VI – Resumen de las medidas legislativas de la UMC en julio de 2020

	Medida	Plazo	COM	PE	Consejo	Aprobación	Aplicación a partir del
1	**Revisión de FCRE/ FESE**	T3 2016	Julio de 2016			Octubre de 2017	Marzo de 2018
2	**Reglamento sobre el folleto de emisión (revisión)**	T4 2015	Noviembre de 2015			Junio de 2017	Julio de 2019
3	**Reglamento sobre titulización simple, transparente y normalizada (STN)**	T3 2015	septiembre de 2015			Diciembre de 2017	Enero de 2019
4	**Producto paneuropeo de pensiones individuales (PEPP)**	2.° T 2017	Junio de 2017			Junio de 2019	12 meses después de la publicación de los actos delegados
5	**Examen de las Autoridades Europeas de Supervisión, incluidas las normas de LBC**	T3 2017	Adoptado el 20.9.2017	Mandato de negociación obtenido en diciembre de 2018	Mandato de negociación obtenido en febrero de 2019	Diciembre de 2019	Enero de 2020 y enero de 2022
6	**Revisión de las empresas de inversión**	T2 2018	Adoptado el 20.12.2017			Noviembre de 2019	Junio de 2021
7	**Financiación participativa**	Cuarto trimestre de 2017 (AI) Primer trimestre de 2018	Adoptado el 8.3.2018	Mandato de negociación obtenido en noviembre de 2018	Mandato de negociación obtenido en junio de 2019	Cuarto trimestre de 2020	Cuarto trimestre de 2021
8	**Bonos garantizados**	T1 2018	Adoptado el 12.3.2018	Mandato de negociación obtenido en noviembre de 2018	Mandato de negociación obtenido en noviembre de 2018	Noviembre de 2019	Julio de 2022

	Medida	Plazo	COM	PE	Consejo	Aprobación	Aplicación a partir del
9	**Distribución transfronteriza de los fondos de inversión**	Primer trimestre de 2018 (AI) Segundo trimestre de 2018	Adoptado el 12.3.2018			Junio de 2019	Agosto de 2021
10	**Normas para facilitar el acceso de las pymes a los mercados en expansión**	Segundo trimestre de 2018 (AI) Tercer trimestre de 2018	Adoptado el 24.5.2018			Noviembre de 2019	Diciembre de 2019 o enero de 2021
11	**Reglamento de infraestructuras del mercado europeo (supervisión)**	Segundo trimestre de 2017	Adoptado el 13.6.2017	Mandato de negociación obtenido en mayo de 2018	Mandato de negociación obtenido en diciembre de 2018	Mayo de 2019	Junio de 2019 – diciembre de 2019 – junio de 2020 o junio de 2021
12	**Marcos de reestructuración preventiva, segunda oportunidad y medidas para aumentar la eficacia de los procedimientos de reestructuración, insolvencia y exoneración (DG Justicia y Consumidores)**	T4 2016	Adoptado el 22.11.2016			Junio de 2019	Julio de 2021, julio de 2024 y julio de 2026
13	**Ley aplicable a los efectos frente a terceros de las operaciones de créditos (DG Justicia y Consumidores)**	T4 2017	Adoptado el 12.3.2018	Mandato de negociación obtenido en febrero de 2019	No convenida aún		

Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo, basado en la Comisión Europea.

Siglas y abreviaturas

BAML: Bank of America Merrill Lynch

BICCIS Base imponible consolidada común del impuesto sobre sociedades

DGFIA: Directiva de gestores de fondos de inversión alternativos

EFAMA: Federación Europea de Fondos y Sociedades de Inversión

ESMA: Autoridad Europea de Valores y Mercados

FCRE: Fondo de capital riesgo europeo

FESE: Fondo de emprendimiento social europeo

FIA: Fondo de inversión alternativo

OICVM Organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios

OPI: Oferta pública inicial

PARE: Programa de apoyo a las reformas estructurales:

PAUE: Punto de acceso único europeo

Pymes: Pequeñas y medianas empresas

REP: Recomendación específica por país

SRSS: Servicio de Apoyo a las Reformas Estructurales (actualmente, Dirección General de Apoyo a las Reformas Estructurales)

Titulización STN: Titulización «simple, transparente y normalizada»

UMC: Unión de los Mercados de Capitales

Glosario

Base imponible consolidada común del impuesto sobre sociedades (BICCIS) Conjunto único de normas para calcular los beneficios imponibles de las empresas en la UE.

Bono garantizado: Tipo de bono asegurado emitido por un banco u otra entidad de crédito que suele estar respaldado por hipotecas o préstamos del sector público.

Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID): Marco legislativo de la UE para regular los mercados financieros y mejorar la protección de los inversores La Directiva original fue reemplazada por la MiFID II en 2018.

Empresa unicornio: Empresa emergente de titularidad privada con una valoración superior a los 1 000 millones de euros que recibe ese nombre por su rareza.

Fondo de capital riesgo: Fondo de inversión que gestiona el dinero de inversores profesionales que desean invertir en pymes un fuerte potencial de crecimiento.

Fondo de fondos: Fondo de inversión conjunto que invierte en otros fondos en lugar de invertir directamente en valores.

Fondos de inversión alternativos (FIA): Todos los fondos de inversión no cubiertos por la Directiva de la UE sobre OICVM y que, en cambio, quedan dentro del ámbito de aplicación de la Directiva de gestores de fondos de inversión alternativos (DGFIA). Esto incluye fondos de cobertura, capital riesgo, fondos de capital privado y fondos inmobiliarios.

Grupo de trabajo de la UMC Plataforma creada en virtud de la Iniciativa de Viena para apoyar el intercambio de información sobre las tendencias financieras en Europa central, oriental y sudoriental y contribuir al desarrollo de mercados de capitales locales con representación de los sectores público y privado en cada país, y de instituciones internacionales. Todo ello coordinado por la Comisión Europea.

Iniciativa de Viena: Foro creado en enero de 2009 que reunió a los principales interlocutores públicos y privados del sector bancario de la UE para ayudar a las economías emergentes europeas a atravesar la crisis económica mundial.

Mercado de capitales profundo: Mercado en el que los valores se negocian en un volumen alto con solo un pequeño diferencial entre el precio de oferta y el precio de venta.

Mercados de pymes en expansión: Subcategoría de sistemas multilaterales de negociación de instrumentos de capital emitidos durante los tres años naturales anteriores por empresas con una capitalización de mercado media inferior a 200 millones de euros.

Oferta pública inicial: La primera venta al público de las acciones de una sociedad.

Organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM): Productos de inversión creados con el objetivo de reunir el capital de los inversores e invertirlo de manera colectiva a través de una cartera de instrumentos financieros como acciones, bonos y otros valores. Están regulados por una Directiva de la UE y pueden distribuirse públicamente a los inversores minoristas en toda la UE con arreglo a una única autorización de un Estado miembro.

Profundidad del mercado: Indicador del volumen de transacciones de un mercado.

Programa de apoyo a las reformas estructurales: Programa que presta apoyo personalizado a los países de la Unión para sus reformas institucionales, administrativas y de fomento del crecimiento sin necesidad de cofinanciación nacional.

Punto de acceso único europeo: Portal web de la UE que proporciona un acceso fácil y rápido a la información regulada de las empresas cotizadas.

Reducción en origen: Forma de reducción tributaria aplicada en el momento en que el impuesto se deduce en origen.

Reglamento sobre el fondo de capital riesgo europeo (FCRE) Reglamento que proporciona las bases para un pasaporte voluntario en la UE para los fondos de capital riesgo y sus sociedades de gestión que cumplan los criterios pertinentes.

Reglamento sobre el fondo de emprendimiento social europeo (FESE): Reglamento que proporciona las bases para un pasaporte voluntario en la UE para los regímenes de inversión alternativa que cumplan los criterios pertinentes y se centren en las empresas sociales.

Semestre Europeo: Ciclo anual que sirve de marco para la coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros de la UE y para el seguimiento de los avances.

Sesgo en favor del endeudamiento: Distorsiones económicas causadas por la deducibilidad fiscal de los pagos de intereses, como en la mayoría de regímenes del impuesto de sociedades, combinada con la ausencia de dicha medida para la financiación con fondos propios.

Sistema multilateral de negociación: Sistema autorregulado de negociación de instrumentos financieros que proporciona una alternativa a las bolsas de valores tradicionales y, a diferencia de estas, en ellas pueden operar no solo operadores del mercado autorizados, sino también sociedades de inversión.

Titulización: Técnica en virtud de la cual se agrupan diversos tipos de activos financieros sin liquidez, como hipotecas, préstamos y arrendamientos, y se venden a inversores como valores negociables líquidos, por ejemplo, en forma de bonos.

RESPUESTAS DE LA COMISIÓN EUROPEA AL INFORME ESPECIAL DEL TRIBUNAL DE CUENTAS EUROPEO

«UNIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITALES – LENTO COMIENZO HACIA UN OBJETIVO AMBICIOSO»

RESUMEN

I. Respuesta conjunta de la Comisión a los apartados I a III.

Los esfuerzos por establecer un verdadero mercado único de capitales comenzaron con el Tratado de Roma hace más de cincuenta años y se intensificaron con la libre circulación de capitales consagrada en el Tratado de Maastricht (1992) y el Plan de Acción de los Servicios Financieros (1999). Este objetivo final aún no se ha alcanzado, en gran medida porque las diferencias en las tradiciones y prácticas jurídicas de los Estados miembros de la UE han impedido el establecimiento de un marco jurídico plenamente armonizado en la UE para regular la actividad financiera. El único modo de avanzar es hacerlo progresivamente en todos los ámbitos en los que todavía existen barreras a la libre circulación de capitales, teniendo en cuenta la visión global y los objetivos generales. La creación de la Unión de los Mercados de Capitales (UMC) es, por tanto, un proceso gradual, basado en la introducción de muchos cambios detallados pero importantes.

IV. Respuesta conjunta de la Comisión a los apartados IV a VII.

La Comisión ha cumplido todas las acciones anunciadas en el plan de acción de 2015 para la UMC y la revisión intermedia de 2017. El Parlamento Europeo y los Estados miembros han aprobado doce de las trece propuestas legislativas de la UMC, aunque no en todas ellas se ha mantenido el nivel de ambición propuesto por la Comisión. La Comisión considera que la eficacia de la UMC se medirá por la efectividad de las acciones emprendidas. Dado que casi ninguna de las propuestas legislativas aprobadas recientemente se ha aplicado durante un tiempo suficiente, y algunas de ellas no han comenzado a aplicarse todavía, es difícil evaluar hasta ahora su eficacia en el logro de sus objetivos limitados, así como su contribución a los objetivos específicos de la UMC. Para catalizar el progreso hacia la UMC, se requiere el apoyo del Parlamento Europeo y de los Estados miembros al más alto nivel, así como de los expertos técnicos de la Administración Pública. También se exige que los participantes en el mercado hagan un buen uso de estas medidas. La UE puede ofrecer herramientas y establecer condiciones de apoyo, pero corresponde principalmente a las autoridades nacionales aplicarlas sobre el terreno y a los agentes privados tomar la iniciativa, aprovechar las oportunidades de negocio e innovar.

VIII. La Comisión coincide con el TCE en que los objetivos de la UMC eran amplios. Ya que la construcción de la UMC es un proceso gradual, basado en la realización de muchos cambios detallados y a menudo técnicos, se consideró importante establecer objetivos suficientemente generales y comprensibles para no perder de vista la visión global de la UMC.

IX. Si bien la Comisión acepta la orientación general de todas las recomendaciones, algunas de ellas se aceptan plenamente y otras se aceptan parcialmente. La Comisión no aceptó únicamente una subrecomendación. Véanse las respuestas de la Comisión a las recomendaciones 1, 2, 3 y 4.

INTRODUCCIÓN

08. El plan de acción de 2015 tenía por objeto superar la fragmentación de los mercados de capitales por países. La Comisión está de acuerdo con el TCE en la medida en que esa fragmentación de la legislación se refiere a las diferencias en la legislación nacional.

09. La Comisión está de acuerdo con el TCE en que es necesario seguir trabajando en la UMC. Ha examinado cuidadosamente el informe del Foro de Alto Nivel sobre la UMC y la información recibida al respecto. La labor continúa con el plan de acción de 2020, en el que se presentan medidas, la mayoría de ellas de carácter legislativo, que transformarán aún más el sistema financiero de la UE y contribuirán a completar la UMC.

12. La Comisión observa que el Banco Central Europeo ha desempeñado un papel muy importante y de apoyo al proyecto de la UMC.

OBSERVACIONES

20. Respuesta conjunta de la Comisión a los apartados 20 a 25.

La financiación de las pymes sigue siendo un problema importante. Las medidas que apuntan a la financiación de las pymes en el marco del plan de acción de 2015 y la revisión intermedia de 2017 han sido acordadas con los colegisladores y se han aplicado. La Comisión confía en que los efectos concretos se materialicen con el tiempo. Si bien todavía no hay pruebas de que las medidas hayan tenido un impacto significativo en el comportamiento de financiación de las pymes, cabe destacar que la encuesta sobre el acceso a la financiación mostró que el déficit de financiación de las pymes desapareció a principios de 2019 en diez de los once Estados miembros que contribuyen a la encuesta[1].

No obstante, el impacto económico de la COVID-19 ha invertido la tendencia positiva de la disminución de los déficits de financiación, lo que pone de relieve que las empresas de todos los tamaños, y en particular las pymes, necesitan fuentes de financiación sólidas basadas en el mercado. El paquete de recuperación de los mercados de capitales de julio de 2020 ya propuso enmiendas específicas al régimen del folleto y a la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros II (MiFID II) que facilitarán la financiación de las empresas en el mercado[2]. Como parte adicional de este paquete, la Comisión propuso enmiendas específicas a las normas de titulización para reforzar la capacidad de los bancos para conceder préstamos a las pymes[3]. La Comisión ha propuesto otras medidas con este fin como parte de su segundo plan de acción de la UMC[4].

26. Respuesta conjunta de la Comisión a los apartados 26 a 30.

Un mejor acceso a la financiación del mercado, en particular al capital, permitirá a las empresas innovar, recoger los beneficios de las nuevas tecnologías y evitar que, en busca de capital, las empresas emergentes o en expansión innovadoras decidan trasladarse fuera de la UE o reducir su ambición, lo que perjudicaría en gran medida el potencial de crecimiento y la productividad futuros de la UE. Las medidas adoptadas en el pasado en el marco de la UMC no han sido un revulsivo a este

---

[1] Encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas en la zona del euro, https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html.

[2] COM(2020) 281 final y COM(2020) 280 final.

[3] COM(2020) 282 final.

[4] COM(2020) 590.

respecto. No obstante, los progresos fueron notables. La intervención europea en la fase previa a la oferta pública inicial (OPI), en particular en el ámbito del capital de riesgo (CR), ha logrado atraer a inversores institucionales privados a los fondos de CR, gracias al efecto catalizador de la intervención respaldada por el Fondo Europeo de Inversiones (FEI) y otras iniciativas de la UE. Si bien en el período inmediatamente posterior a la crisis de 2008-2009 el apoyo público/gubernamental a los fondos de CR en Europa fue superior al 35 %, el porcentaje ha disminuido al 20 % en 2019, mientras que el apoyo privado ha aumentado. Además, el tamaño medio de los fondos de CR en la UE ha aumentado progresivamente a lo largo de los años desde la crisis financiera[5]. La crisis de la COVID-19 alteró gravemente el panorama económico de la UE, por lo que es necesario renovar la ambición de apoyar la financiación de las empresas más pequeñas y las empresas innovadoras en expansión.

34. Para afrontar la urgencia del acceso a la financiación del mercado causada por las consecuencias de la pandemia de COVID-19, la Comisión ha adoptado propuestas legislativas en el «Paquete de recuperación de los mercados de capitales». Una de esas medidas es la introducción de un «folleto de la Unión de recuperación» de duración limitada[6]. Este nuevo folleto estará disponible para las emisiones secundarias de acciones de empresas que cotizan en un mercado regulado o en un mercado de pymes en expansión.

36. El Reglamento sobre el folleto introdujo un nuevo tipo de folleto: el folleto de la Unión crecimiento, que contiene requisitos de divulgación simplificados dirigidos a las pymes y a las empresas de mediana capitalización[7]. Estos son más ligeros que en el caso de un folleto completo y se espera que reduzcan los costes y las cargas para las pymes, manteniendo al mismo tiempo la confianza de los inversores para invertir en pequeñas empresas. Dado que el Reglamento sobre el folleto se aplica desde hace solo un año, no hay todavía datos suficientes para evaluar si este folleto ha logrado sus objetivos. A pesar de ello, y sobre la base de las medidas ya adoptadas, la Comisión tratará de simplificar las normas de cotización de los mercados públicos.

37. La posibilidad de que los Estados miembros establezcan diferentes umbrales depende del diferente tamaño de los mercados de capitales en toda la UE. No obstante, esa exención solo está disponible para las ofertas de valores al público que no requieren pasaporte a otros Estados miembros y la exención no se aplica a la admisión de valores a cotización en un mercado regulado.

38. Para apoyar la recuperación después de la crisis de la COVID-19, y sobre la base de la labor realizada en el marco de la estrategia para las pymes, la Comisión está trabajando actualmente en la creación de un Fondo de oferta pública inicial para pymes con el fin de facilitar a las empresas pequeñas y de rápido crecimiento, en particular en sectores de importancia estratégica para la UE, la obtención de capital y la financiación de su crecimiento.

39. En particular, en lo que respecta al folleto, el Reglamento sobre los mercados de pymes en expansión ha introducido el «folleto de transferencia» para facilitar la transición de un mercado de pymes en expansión a un mercado regulado: En determinadas condiciones, los emisores cuyos valores hayan sido admitidos a cotización en un mercado de pymes en expansión durante al menos dos años pueden elaborar un folleto simplificado para que las emisiones secundarias soliciten la admisión a cotización en un mercado regulado[8].

---

[5] Fuente Invest Europe, 2020.

[6] COM(2020) 281 final.

[7] Reglamento (UE) 2017/1129.

[8] Reglamento (UE) 2017/1129.

40. Respuesta conjunta de la Comisión a los apartados 40 a 43.

El equilibrio adecuado entre proporcionar a los inversores información pertinente sobre las oportunidades de inversión y reducir al mínimo la carga de las empresas respecto a sus obligaciones de comunicar esa información es fundamental para facilitar el acceso a la financiación del mercado. Para que las empresas sean más visibles para los inversores transfronterizos, la Comisión abordará la falta de datos empresariales accesibles y comparables para los inversores. También tiene como objetivo la simplificación específica de las normas de cotización existentes con el fin de reducir los costes de cumplimiento para las pymes.

57. Respuesta conjunta de la Comisión a los apartados 57 y 58.

En marzo de 2019, la Comisión presentó sus opiniones sobre la evolución de los mercados de capitales locales en la «Comunicación sobre la Unión de los Mercados de Capitales: progresos realizados en la creación de un mercado único de capitales al servicio de una Unión Económica y Monetaria sólida» y en el documento de trabajo de acompañamiento de los servicios de la Comisión[9]. Cabe reconocer que en ellos no se establece un plan de acción detallado. Comunicaron la visión estratégica, a saber, que los mercados locales de capitales son importantes. Esto no era obvio en ese momento. Además, las orientaciones se esbozaron en tres niveles: nacional, regional y europeo, con acciones para emprender en cada uno de ellos.

59. Respuesta conjunta de la Comisión a los apartados 59 a 65.

El Semestre Europeo es un medio importante para coordinar la política económica de los Estados miembros y, puesto que el fomento de la inversión es uno de sus objetivos, la Comisión tiene muy en cuenta el papel de las reformas estructurales para mejorar los mercados locales de capitales en apoyo de este objetivo. Dado que la Comisión solo puede formular un número limitado de recomendaciones específicas para un país a un Estado miembro, las compensaciones son inevitables y hay que elegir entre los terrenos políticos que puede abarcar una recomendación a un Estado miembro determinado. En este contexto, la Comisión subraya que la clasificación de las prioridades a nivel nacional es un criterio igualmente importante para determinar la elección de las recomendaciones como la coherencia entre países dentro de un ámbito de la política.

60. La Comisión considera que las cuestiones más importantes se abordaron en los informes por país teniendo en cuenta el formato, las condiciones y la necesidad de establecer prioridades con arreglo a las cuales debían producirse las evaluaciones.

La Comisión reconoce que actualmente existen unos pocos indicadores estadísticos sobre los mercados de capitales nacionales, que podrían ampliarse aún más.

62. El marco del Semestre Europeo se utiliza para determinar las necesidades de reforma e inversión en cada Estado miembro. Sus recomendaciones se centran en las deficiencias que merecen la mayor atención para apoyar el crecimiento y el empleo en un determinado Estado miembro. Por tanto, su función no consiste en centrarse en todos los ámbitos en los que un Estado miembro tiene un rendimiento inferior a la media de la UE, sino en dar prioridad a un número limitado de recomendaciones políticas que beneficiarán a una economía determinada, en vista de las prioridades generales establecidas cada año en una estrategia anual de crecimiento sostenible. Ese enfoque simplificado ha sido acogido con satisfacción por los Estados miembros, ya que el hecho de centrarse en un número limitado y bien definido de prioridades ayuda a orientar mejor la acción del gobierno y aumenta la responsabilización de los Estados miembros con el proceso.

[9] COM(2019) 136 final y SWD(2019) 99 final.

63. Al comienzo de cada ciclo del Semestre, la Estrategia Anual de Crecimiento Sostenible establece claramente las prioridades del próximo ciclo de coordinación de políticas. Además, la recomendación sobre la zona del euro adoptada cada año antes de la adopción de las REP establece las recomendaciones políticas prioritarias para los Estados miembros de la zona del euro, proporcionando orientación para sus REP. Por lo que se refiere a la priorización de las reformas, las recomendaciones propuestas por la Comisión reflejan su evaluación de las acciones prioritarias que deben emprenderse.

64. El hecho de que una REP incluya varias cuestiones refleja la realidad de que la intervención contra un desafío socioeconómico específico requiere una actuación política en distintos ámbitos. Tampoco se considera práctico fijar un plazo, ya que la Comisión es consciente de que las reformas pueden tener que llevarse a cabo en distintas fases a lo largo del tiempo. Lo que podría contemplarse es una evaluación cualitativa más detallada de los esfuerzos de ejecución de un Estado miembro. Esto ya se reconoce cuando la Comisión evalúa la ejecución y aplica diferentes categorías de evaluación, p. ej., progresos limitados, algunos progresos, etc.

65. La Comisión observa que no todas las recomendaciones pueden aplicarse plenamente o de manera sustancial dentro de su vida útil (13 a 16 meses). Además, se necesita tiempo antes de que el resultado de las medidas de reforma emprendidas se manifieste en la economía real.

La Comisión está de acuerdo en que el nivel de aplicación de las REP podría ser mayor. Para ello, la Comisión propuso el instrumento de apoyo técnico, un reglamento independiente, que es la continuación del actual Programa de Apoyo a las Reformas Estructurales en el próximo marco financiero plurianual.

Además, la Comisión propuso un nuevo Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR). El MRR incentiva los esfuerzos de reforma e inversión de los Estados miembros, de conformidad con las prioridades identificadas en las recomendaciones específicas por país y los objetivos ecológicos y digitales, ofreciendo un apoyo financiero sustancial.

70. Respuesta conjunta de la Comisión a los apartados 70 y 71 y al gráfico 7.

La Comisión señala que las divergencias en el número de proyectos aprobados y aplicados para los países con mercados de capitales menos desarrollados es el resultado del apoyo técnico que solo puede prestarse sobre la base de la demanda de los Estados miembros, y de una selección competitiva basada en la calidad del proyecto, el impacto previsto y el presupuesto disponible[10].

77. Respuesta conjunta de la Comisión a los apartados 77 y 78.

La Comisión señala que en la evaluación del apoyo técnico debe tenerse debidamente en cuenta el hecho de que la Comisión proporciona los conocimientos especializados a los Estados miembros y que esto último es una condición necesaria, pero no suficiente, para que los Estados miembros lleven a cabo una reforma, en particular en el caso de las reformas estratégicas y políticas. Por esta razón, una fuerte responsabilización de las medidas de apoyo y del programa de reforma por parte de los Estados miembros reviste una importancia fundamental durante todo el proceso de reforma.

Esa responsabilización se pone de manifiesto cuando los Estados miembros adaptan las recomendaciones técnicas al contexto administrativo y político específico.

Es importante recordar que los resultados de los proyectos de apoyo técnico deben entenderse como los cambios inducidos, tales como la adopción de una estrategia, la adopción de una nueva ley o la

[10] Reglamento (UE) 2017/825.

modificación de una ya existente, la adopción de (nuevos) procedimientos y acciones para mejorar la aplicación de las reformas en las estructuras u organizaciones beneficiarias.

En la práctica, los proyectos de apoyo técnico centrados en la ejecución de las reformas pueden ser mucho más fáciles de aplicar «plenamente» por los Estados miembros, en comparación con los proyectos centrados en el diseño de reformas. En el caso de esos proyectos, el plazo de ejecución también puede ser mucho más dilatado y posiblemente proceder por etapas, como lo demuestran algunos de los proyectos en el ámbito de la presente auditoría.

79. Respuesta conjunta de la Comisión a los apartados 79 a 81.

Fomentar la integración financiera ha sido y será un objetivo principal de la UMC. La Comisión ha propuesto seis medidas legislativas para introducir nuevas normas a escala de la UE sobre productos, etiquetas y pasaportes. Cinco de ellas[11] están en proceso de aplicación después de su aprobación por los colegisladores y la aprobación de la sexta es inminente[12]. Además, las nuevas normas sobre reestructuración[13] aportan una mayor seguridad jurídica a los inversores transfronterizos y los grandes avances en materia de supervisión financiera europea fomentan una mayor convergencia de la actividad supervisora. Si bien es demasiado pronto todavía para evaluar su eficacia y su contribución a la integración financiera en la UE, la Comisión reconoce que es necesario seguir avanzando.

Con el plan de acción para la UMC de 2020[14], la Comisión se propone seguir abordando los principales obstáculos a la integración del mercado. Algunas de esas medidas van más allá de la legislación financiera de la UE y tratan de abordar los obstáculos relacionados con un marco jurídico más amplio o los obstáculos impulsados por preferencias o prácticas nacionales ampliamente consolidadas. Este es el caso, en particular, en el ámbito de la fiscalidad y la insolvencia no bancaria. En estos ámbitos, la Comisión propone acciones específicas centradas en los obstáculos más importantes que provocan la fragmentación del mercado y desincentivan la inversión transfronteriza.

86. Los servicios de cultura financiera de la Red Europea para las Empresas apoyan a las pymes en el crecimiento y la innovación internacionales informándoles sobre:

- los tipos de financiación adecuados y la financiación de la UE, las ventajas y los inconvenientes, y lo que las pymes deben hacer para prepararse,
- los derechos financieros (en particular, la demora en el pago).

El volumen de servicios de cultura financiera que pueden prestar los miembros de la Red Europea para las Empresas está limitado por su obligación contractual de prestar todo tipo de servicios de la Red Europea para las Empresas de manera equilibrada (asesoramiento sobre el acceso a la financiación y una amplia gama de otros temas).

93. La Comisión desea señalar que los gravosos procedimientos de devolución de la retención a cuenta son una barrera para la libre circulación de capitales que constituye un obstáculo para las inversiones transfronterizas.

[11] Reglamentos (UE) 2017/1991, 2017/2402, 2019/1238, 2019/1156, Directivas (UE) 2019/1160 y 2019/2162.

[12] COM(2018) 113.

[13] Directiva (UE) 2019/1023.

[14] COM(2020) 590.

La Comisión mantiene su compromiso de abordar esta cuestión, véase también la respuesta de la Comisión al apartado 95.

94. La Comisión desea aclarar que el Código de Conducta sobre la retención a cuenta es un instrumento no vinculante. Pide el compromiso voluntario de los Estados miembros de ajustar sus prácticas a las recomendaciones incluidas en el Código con el fin de simplificar los procedimientos de retención a cuenta. Su principal objetivo es hacer más eficientes los procedimientos de devolución de la retención a cuenta (digitalizados, pagos y procedimientos rápidos, etc.), aunque también abarca la posibilidad de aplicar un sistema normalizado y armonizado para la concesión de desgravaciones fiscales en origen.

95. La Comisión ha promovido activamente procedimientos de retención a cuenta más sencillos en la UE durante mucho tiempo. En este sentido, también cabe destacar la Recomendación sobre los procedimientos de reducción de la retención a cuenta publicada en 2009[15]. La labor realizada, por ejemplo, a través del Código de Conducta ha sido una forma de abordar el problema y, al mismo tiempo, de obtener información y aportaciones adicionales sobre las repercusiones de este problema en el mercado interior. La Comisión también se ha comprometido recientemente a presentar una iniciativa para introducir un sistema común, normalizado y a escala de la UE de desgravación fiscal en origen.

96. La presidenta de la Comisión Europea ha dejado claro que la Comisión está dispuesta a explorar la aplicación del principio de votación por mayoría cualificada en los asuntos fiscales. Véase también la respuesta de la Comisión al apartado 95.

98. La Comisión desea aclarar lo siguiente: en la reunión de los diputados de Tadeus de mayo de 2020 se llegó a la conclusión de que, para evitar que las barreras relacionadas con los procedimientos fiscales obstaculicen las inversiones transfronterizas, la Comisión organizará una corriente de trabajo específica para explorar iniciativas legislativas y no legislativas sobre cómo hacer frente a los desafíos actuales en los procedimientos de retención a cuenta (como un posible sistema de reducción en origen). Se destacó que la labor futura debería basarse en todo caso en la labor anterior realizada a escala de la UE e internacional (Código de Conducta, etc.).

101. Respuesta conjunta de la Comisión a los apartados 101 a 106.

La Comisión se ha comprometido a aplicar el Programa de Mejora de la Legislación para permitir una entrega efectiva de la siguiente fase de la UMC. Dado que la UMC tiene por objeto permitir una actividad que no existe o que se encuentra en una etapa inicial, la calidad y la disponibilidad de los datos tiende a ser limitada y no permite hacer predicciones sobre la forma en que se ajustarían los participantes en el mercado ni estimar cómo se desarrollarían los mercados con una precisión razonable. Por lo tanto, el enfoque político ha consistido en identificar las razones por las que una actividad no ha tenido lugar o ha permanecido subdesarrollada, relacionar esas razones con los fallos u obstáculos del mercado, y luego diseñar medidas de política que sean aptas para hacer frente a esos fallos y obstáculos, preservando al mismo tiempo otros objetivos importantes como la estabilidad financiera o la integridad del mercado.

La Comisión reconoce que algunos objetivos políticos se formularon en términos bastante amplios y que, por tanto, es difícil determinar con precisión en qué medida se lograron algunos de esos objetivos. Considera que un objetivo más específico o incluso cuantificado no habría supuesto una diferencia en el diseño de las políticas hacia la UMC ni que una secuenciación o priorización diferente

[15] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009H0784&from=ES.

de las medidas hubiese permitido un progreso más significativo del que realmente se logró. La UMC es un proyecto a largo plazo que requiere esfuerzos continuos y decididos en muchos frentes. Por ello, la Comisión prefirió señalar las urgencias y los desafíos estructurales en lugar de hacer hincapié en las prioridades.

107. Respuesta conjunta de la Comisión a los apartados 107 a 114.

La creación de una Unión de los Mercados de Capitales ha sido una prioridad clave para la Comisión Juncker. Cinco años más tarde, la necesidad de unos mercados de capitales más integrados y más profundos es indiscutible. En su discurso inaugural ante el Parlamento Europeo, la presidenta de la Comisión, Ursula von der Leyen, declaró lo siguiente: «Culminemos la Unión de los Mercados de Capitales». La presidenta de la Comisión pidió que se acelerara la labor hacia una Unión de Mercados de Capitales para diversificar las fuentes de financiación de las empresas y hacer frente a los obstáculos a la circulación de capitales. El segundo plan de acción para la UMC establece medidas clave para cumplir ese compromiso.

115. Respuesta conjunta de la Comisión a los apartados 115 a 124.

La Comisión informó de los progresos realizados en relación con las propuestas legislativas y otras medidas en sus comunicaciones de 2016, 2017, 2018 y 2019. Un documento de trabajo de los servicios de la Comisión con más detalles acompañó a todas estas comunicaciones, excepto la de 2019. La Comisión creó un marco de seguimiento que aplicaba indicadores económicos capaces de medir los progresos con los objetivos de la UMC ya en 2016, pero reconoce que este marco no se aplicó ni se mantuvo en los años siguientes. Resultó ser prematuro debido al considerable desfase temporal con el que las estadísticas cubren los cambios en las estructuras financieras. Por ejemplo, la mayoría de los indicadores estructurales disponibles en el momento de la revisión intermedia cubrían el momento en que se estableció el plan de acción inicial; los datos disponibles hoy en día no indican todavía si las iniciativas de la UMC promulgadas en los últimos años han tenido algún efecto. Por esta razón, la Comisión solo notificó los indicadores estadísticos que informan sobre los progresos de la UMC de forma resumida. La vigilancia de los efectos reales de las medidas adoptadas en el marco del plan de acción para la UMC fue prematura, ya que la mayoría de las medidas solo se adoptaron recientemente y todavía están en fase de aplicación.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

128. Respuesta conjunta de la Comisión a los apartados 125 a 129.

En general, los mercados de capitales de Europa han seguido desarrollándose desde que se puso en marcha el primer plan de acción para la UMC. La Comisión presentó todas las propuestas legislativas establecidas y entregadas sobre las medidas no legislativas. Si bien las medidas adoptadas han comenzado a tener repercusiones, se necesitará tiempo hasta que los beneficios se materialicen plenamente y los efectos se dejen sentir sobre el terreno. Siempre estuvo claro que la UMC es un proyecto a largo plazo que requiere esfuerzos continuos y decididos de todas las partes interesadas. Las medidas anunciadas en el segundo plan de acción transformarán aún más el sistema financiero de la UE y contribuirán a hacer frente a los retos políticos y económicos que tenemos por delante. La Comisión está de acuerdo en que el acceso a algunas formas de financiación, como el capital público, sigue siendo limitado. Las nuevas medidas propuestas en el plan de acción de 2020 tienen por objeto lograr un equilibrio entre la mejora de la información disponible para los inversores y una mayor proporcionalidad de las obligaciones de presentación de informes de las pymes. La Comisión comparte la opinión del TCE de que las medidas de apoyo a la titulización aún no han producido los efectos esperados. La titulización será importante en fases de recuperación, cuando los bancos se ven sometidos a presiones para conceder créditos, en particular a las pymes, y para ampliar sus balances.

Para ello, la Comisión ya propuso cambios específicos en el marco de la titulización en el paquete de recuperación de los mercados de capitales en julio de 2020[16].

Recomendación 1 – Proponer medidas bien orientadas para facilitar aún más el acceso de las pymes a los mercados de capitales

La Comisión acepta la recomendación 1, letra a). Procurará simplificar las normas de cotización existentes para reducir los costes de cumplimiento para las pymes y revisar el marco legislativo de los fondos de inversión a largo plazo europeos, así como dar un tratamiento adecuado a la inversión a largo plazo en capital de pymes para los bancos. Asimismo, la Comisión evaluará las ventajas y la viabilidad de introducir el requisito de que los bancos, cuando denieguen la solicitud de crédito de una pyme, la remitan a un proveedor de financiación alternativa.

La Comisión acepta la recomendación 1, letra b). Además de la medida descrita en el apartado 1, letra a), que tiene por objeto mejorar el equilibrio entre los intereses de las empresas y los inversores, la Comisión propondrá la creación de una plataforma a escala de la UE (punto de acceso único europeo) que ofrezca a los inversores un acceso fluido a la información de las empresas de carácter financiero y relacionada con la sostenibilidad.

La Comisión acepta la recomendación 1, letra c). Con el fin de ampliar el mercado de titulización en la UE, la Comisión revisará el actual marco regulador de la titulización para mejorar la concesión de créditos bancarios a las empresas de la UE, y en particular a las pymes. No obstante, la Comisión advierte que la revisión del marco de titulización de la UE no hará necesariamente que la titulización de las pymes sea significativamente más atractiva, dado el riesgo de los préstamos a las pymes y la posible falta de interés de los inversores en la titulización de las pymes.

130. Véase la respuesta de la Comisión a los apartados 57 y 58.

131. Véase la respuesta de la Comisión a los apartados 59 a 65.

132. La Comisión señala que no se puede garantizar el apoyo técnico impulsado por la demanda a todos los Estados miembros que lo necesiten.

Recomendación 2 – Fomentar mercados de capitales locales más profundos y mejor integrados

La Comisión no acepta la recomendación 2, letra a). Ya se han examinado las mejores prácticas y se han definido las direcciones que podrían tomar los agentes a distintos niveles (SWD(2019) 99). El siguiente paso sería que los Estados miembros se basaran en esto. Varios Estados miembros han trabajado en estrategias nacionales de mercados de capitales. La Comisión seguirá de cerca y apoyará los progresos en la construcción de un ecosistema interconectado de mercados de capitales fuertes, transparentes y accesibles en la UE, incluso mediante un apoyo técnico continuo. La Comisión se propone reforzar su vigilancia y el diálogo con los Estados miembros, y seguir esforzándose por satisfacer las necesidades de los mercados locales.

La Comisión acepta en parte la recomendación 2, letra b). Las recomendaciones específicas por país pueden desempeñar un papel fundamental en el fomento de la reforma estructural y, con ello, en el estímulo de medidas políticas a escala de los Estados miembros que fomenten la financiación basada en el mercado. La necesidad de avanzar en la financiación del mercado debe evaluarse en relación con otras deficiencias estructurales a las que se enfrentan los Estados miembros, la urgencia de abordarlas y los medios disponibles para afrontarlas con éxito. Por tanto, la Comisión no puede aceptar el

[16] COM(2020) 282 final.

subdesarrollo de los mercados de capitales como criterio independiente para formular recomendaciones específicas por país.

La Comisión acepta en parte la recomendación 2, letra c). La Comisión señala que la mejora del modelo de apoyo técnico impulsado por la demanda continuará mediante las actividades de divulgación con los Estados miembros organizadas como parte de las convocatorias anuales de solicitudes de los Estados miembros en el ámbito del desarrollo del mercado de capitales. No obstante, la Comisión no puede garantizar que los Estados miembros con mayores necesidades en un ámbito de actuación determinado formulen en última instancia solicitudes de apoyo técnico en el futuro, y que todos ellos reciban el apoyo técnico de la Comisión en ese ámbito de actuación.

De hecho, el apoyo técnico prestado por la Comisión sigue siendo un instrumento a la carta —como se prescribe en el Reglamento del SRSP (futuro Instrumento de Apoyo Técnico)[17] – y también está sujeto a una selección competitiva basada en los criterios establecidos en el Reglamento, incluida la evaluación de la calidad de todas las solicitudes recibidas, sus repercusiones previstas y el presupuesto disponible de la Comisión.

133. La Comisión no consideró exhaustiva la lista de medidas propuestas e invitó a los Estados miembros del grupo de expertos a que identificasen otros obstáculos en los ámbitos pertinentes para la UMC.

Véanse también las respuestas de la Comisión a los apartados 79 y 81.

134. Véase la respuesta de la Comisión al apartado 86.

136. La Comisión desea señalar que el Código de Conducta ha permitido realizar algunos avances para mejorar la eficiencia de los procedimientos de retención a cuenta. Además, como se explica en el apartado 99, presentará una iniciativa legislativa para introducir un sistema común, normalizado y a escala de la UE de desgravación fiscal en origen.

Recomendación 3 – Abordar los principales obstáculos transfronterizos a la inversión

La Comisión acepta en parte la recomendación 3, letra a). La Comisión acepta el objetivo de la recomendación 3, letra a), de promover la cultura financiera. El plan de acción para la UMC de 2020[18] prevé dos medidas específicas para promover la cultura financiera. En primer lugar, a fin de apoyar a los Estados miembros en sus esfuerzos por fomentar la educación financiera, la Comisión llevará a cabo una evaluación de viabilidad para el desarrollo de un marco de competencias financieras específicas de la UE. En segundo lugar, trata de exigir a los Estados miembros que promuevan medidas de formación que apoyen la educación financiera en lo que respecta a la inversión responsable en actos legislativos sectoriales.

La Comisión acepta la recomendación 3, letra b). A fin de hacer más previsibles los resultados de los procedimientos de insolvencia, la Comisión adoptará una iniciativa legislativa o no legislativa destinada a una mayor convergencia en ámbitos específicos de insolvencia básica no bancaria. Esta iniciativa podría abordar una definición de los desencadenantes de los procedimientos de insolvencia, el orden de prelación de los créditos y otros elementos básicos como las acciones revocatorias o el seguimiento de activos.

---

[17] Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se establece el **I**nstrumento de **A**poyo **T**écnico (COM(2020) 409 final) de 28.05.2020.

[18] COM(2020) 590.

La Comisión acepta la recomendación 3, letra c). El plan de acción sobre una fiscalidad justa y eficiente en apoyo de la estrategia de recuperación, publicado el 15 de julio de 2020, se refiere a una iniciativa legislativa con respecto a la introducción de un sistema de reducción de la retención a cuenta en origen.

137. Véase la respuesta de la Comisión a los apartados 101-106.

138. En relación con los apartados 138 y 139, véase la respuesta de la Comisión a los apartados 115 a 124.

Recomendación 4 – Elaborar objetivos específicos, medidas críticas y la supervisión de la UMC

La Comisión acepta la recomendación 4, letra a). El plan de acción para la UMC de 2020 propondrá medidas específicas que sean eficaces para alcanzar los objetivos específicos que respaldan los objetivos de la UMC. La Comisión está decidida a abordar las medidas críticas. Para avanzar en la UMC es necesario superar las estructuras en las que las diferencias nacionales están moldeadas por preferencias, hábitos arraigados y tradiciones jurídicas. El Plan de Acción señala las urgencias y los problemas estructurales.

La Comisión acepta la recomendación 4, letra b). Ahora que la senda hacia la UMC está firmemente establecida y los efectos del primer Plan de Acción deberían reflejarse en los datos, la Comisión complementará sus informes periódicos sobre los avances en la acción legislativa con el seguimiento de la evolución de los mercados de capitales de la UE, sobre la base de un conjunto de indicadores específicos.

La Comisión acepta en parte la recomendación 4, letra c). El estudio mencionado en el análisis del TCE presenta un buen punto de partida para determinar los indicadores que son adecuados y para los que los datos son fiables, tienen una cobertura suficiente a lo largo del tiempo y de los Estados miembros, y están vinculados a los objetivos de la UMC. Dado que el estudio revela una falta de datos en algunos ámbitos de actuación y que el vínculo entre los indicadores de contribuciones y resultados suele ser difícil de establecer empíricamente, la vigilancia por parte de la Comisión de los avances materializados en la consecución de los objetivos de la UMC se basará inevitablemente en los mejores esfuerzos. Tendrá por objeto mejorar la base de datos subyacente siempre que pueda hacerse sin aumentar desproporcionadamente la carga de presentación de informes para el sector financiero. No obstante, si los datos deben ser tomados de terceros, la Comisión no está en condiciones de garantizar su fiabilidad.

Equipo de auditoría

En los informes especiales del Tribunal de Cuentas Europeo se exponen los resultados de sus auditorías de las políticas y programas de la UE o de cuestiones de gestión relativas a ámbitos presupuestarios específicos. El Tribunal de Cuentas Europeo selecciona y concibe estas tareas de auditoría con el fin de que tengan la máxima repercusión teniendo en cuenta los riesgos relativos al rendimiento o a la conformidad, el nivel de ingresos y de gastos correspondiente, las futuras modificaciones y el interés político y público.

Esta auditoría de gestión fue llevada a cabo por la Sala IV, Regulación de mercados y economía competitiva, presidida por Alex Brenninkmeijer, Miembro del Tribunal de Cuentas Europeo. La auditoría fue dirigida por el Miembro del Tribunal de Cuentas Europeo Rimantas Šadžius, con el apoyo de Mindaugas Pakštys, Jefe del Gabinete Privado, y Tomas Mackevičius, Agregado del Gabinete Privado; Marion Colonerus, Directora Principal; Anna Ludwikowska, Jefa de Tarea; Athanasios Koustoulidis, Ezio Guglielmi, Nadiya Sultan y Karolina Beneš, Auditores. Victoria Gilson y Richard Moore prestaron apoyo lingüístico.

Rimantas Šadžius

Mindaugas Pakštys

Anna Ludwikowska

Ezio Guglielmi

Nadiya Sultan

Karolina Beneš

Victoria Gilson

Cronología

Evento	Fecha
Aprobación del plan de fiscalización (APM)/ Inicio de la auditoría	16.7.2019
Envío oficial del proyecto de informe a la Comisión (u otras entidades auditadas)	5.8.2020
Aprobación del informe final tras el procedimiento contradictorio	20.10.2020
Recepción de las respuestas oficiales de la Comisión (o de otras entidades auditadas) en todas las lenguas	9.11.2020

DERECHOS DE AUTOR

© Unión Europea, 2020.

La política de reutilización del Tribunal de Cuentas Europeo (el Tribunal) se aplica mediante la Decisión del Tribunal de Cuentas Europeo n.º 6-2019 sobre la política de datos abiertos y de reutilización de documentos.

Salvo que se indique lo contrario (por ejemplo, en menciones de derechos de autor individuales), el contenido del Tribunal que es propiedad de la UE está autorizado conforme a la licencia Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0), lo que significa que está permitida la reutilización, siempre y cuando se dé el crédito apropiado y se indiquen los cambios. El reutilizador no debe distorsionar el significado o el mensaje original de los documentos. El Tribunal no será responsable de las consecuencias de la reutilización.

El usuario deberá obtener derechos adicionales si un contenido específico representa a personas privadas identificables, por ejemplo, en fotografías del personal del Tribunal, o incluye obras de terceros. Cuando se obtenga el permiso, este cancelará el permiso general antes mencionado e indicará claramente cualquier restricción de uso.

Para utilizar o reproducir contenido que no sea propiedad de la UE, es posible que el usuario necesite obtener la autorización directamente de los titulares de los derechos de autor:

Ilustración 8: Iconos © 2010-2020 Freepik Company S.L. Reservados todos los derechos.

El software o los documentos cubiertos por derechos de propiedad industrial, como patentes, marcas comerciales, diseños registrados, logotipos y nombres, están excluidos de la política de reutilización del Tribunal y el usuario no está autorizado a utilizarlos.

La familia de sitios web institucionales de la Unión Europea pertenecientes al dominio «europa.eu» ofrece enlaces a sitios de terceros. Dado que el Tribunal de Cuentas Europeo no controla dichos sitios, le recomendamos leer atentamente sus políticas de privacidad y derechos de autor.

Utilización del logotipo del Tribunal de Cuentas Europeo

El logotipo del Tribunal de Cuentas Europeo no debe ser utilizado sin el consentimiento previo del Tribunal.

PDF	ISBN 978-92-847-5433-5	ISSN 1977-5687	doi:10.2865/42127	QJ-AB-20-023-ES-N
HTML	ISBN 978-92-847-5408-3	ISSN 1977-5687	doi:10.2865/722221	QJ-AB-20-023-ES-Q

La UE cuenta con un sistema basado principalmente en los préstamos para financiar la economía real y, por tanto, depende en gran medida de los bancos. Para abordar esta cuestión, la Comisión lanzó en 2015 un plan de acción para la creación de una Unión de los Mercados de Capitales (UMC) destinado a fomentar el desarrollo y la integración de los mercados de capitales de la UE y garantizar fuentes alternativas de financiación a empresas, entre ellas las pymes. El plan de acción preveía una serie de medidas, muchas de las cuales requieren cooperación entre los participantes en el mercado, los Estados miembros y las instituciones europeas. En conjunto, constatamos que la Comisión realizó algunos avances en el logro de su objetivo de construcción de la UMC, pero, hasta la fecha, las medidas que pudo introducir en los ámbitos de su competencia no han servido para catalizar progresos significativos. Recomendamos que la Comisión proponga acciones orientadas adecuadamente para facilitar aún más el acceso de las pymes a los mercados de capitales; fomente unos mercados de capitales locales más arraigados y mejor integrados; elimine las principales barreras transfronterizas a la inversión; defina objetivos específicos y medidas esenciales, y desarrolle un sistema para el seguimiento de la ejecución de la UMC.

Informe Especial del Tribunal de Cuentas Europeo con arreglo al artículo 287, apartado 4, segundo párrafo, del TFUE.

TRIBUNAL DE CUENTAS EUROPEO

Oficina de Publicaciones de la Unión Europea

TRIBUNAL DE CUENTAS EUROPEO
12, rue Alcide De Gasperi
L-1615 Luxemburgo
LUXEMBURGO

Tel. +352 4398-1

Preguntas: eca.europa.eu/es/Pages/ContactForm.aspx
Sitio web: eca.europa.eu
Twitter: @EUAuditors