



6. LA UNIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES

IGNACIO DE LA TORRE¹

EXECUTIVE SUMMARY

This paper looks to address the processes and challenges that face the application of the Capital Markets Union (CMU), tabled by the European Commission (E. C.). Furthermore, it studies the motives behind the CMU proposal and its particular impact on the European debt and equities markets. Firstly the paper analyses the motives and advantages behind the CMU and why its application is necessary for healthier capital markets in Europe. The key motives are the need to reduce dependency on bank financing, and provide an alternative financing to give traction to the capital markets, and finally open up financing to SMEs that are dependent on capital for growth. The paper investigates the fundamental issues of supply and demand which are at the heart of the market plan, and puts forward the infrastructure that the E.C should adopt in order to achieve an efficient and applicable CMU to act as an alternative to bank financing and opening capital markets to SMEs.

The paper concludes by establishing the necessary elements for its successful implementation: they are i) the promotion of capital markets as means of improving alternative sources of finance, ii) the elimination of investment barriers for cross-border European investments, iii) the relaunching of the equity markets with simplified and standardized regulations across the union, iv) the mobilization of long-term savings in order to open up infrastructure projects, and v) to open a consulting period for the promotion of venture capital.

While the proposal is still in its early stages, there are fundamental policy issues that must be resolved between the E.C and the 28 member states, however if the steps mentioned above can be implemented, the dependency on bank financing can be reduced, and Europe can mitigate the effects of a financial and economic crisis and experience a quicker recovery in the event of future banking crisis. This will increase financial stability.

¹ Socio de Arcano y Profesor del IE Business School.



INTRODUCCIÓN

En Julio de 2014 el nuevo Presidente de la Comisión Europea (CE), Jean Claude Juncker, esbozaba su programa de gobierno de cinco años. En su discurso, expuso cómo una de sus prioridades la unión de mercados de capitales (UMC), objetivo que alentaría el crecimiento y el empleo (Brühl, Volker et al 2015). En este capítulo nos proponemos explicar los antecedentes que explican por qué la UMC se ha convertido en una de las prioridades de la CE, las ventajas asociadas con dicho proyecto y los diferentes pasos para lograrla. En una primera sección analizamos la actual disgregación de mercado de capitales de la Unión Europea (UE), las diferencias fundamentales entre el mercado de capitales Europeo y el de los EEUU, y los desafíos que afronta Europa para aspirar a la UMC.

Como para lograr cualquier mercado hace falta oferta y demanda, dedicamos sendos capítulos a estas dos partidas, con un énfasis especial en lo que respecta a la financiación de pequeñas y medianas empresas (PYMES), en el lado de la oferta y en la canalización de ahorro de largo plazo por el lado de demanda. Posteriormente dedicamos un capítulo para analizar la infraestructura ideal que la UMC debería acarrear, con los cambios regulatorios que supondría, para terminar con una pequeña conclusión.

6.1. CONSIDERACIONES GENERALES

6.1.1. MOTIVOS QUE IMPULSAN LA UMC

Como consecuencia del discurso de Juncker, la UE emitió en Febrero de 2015 un «Green Paper» sobre la UMC con el objetivo de recabar la opinión del mercado. En él se establecen varias prioridades: i) mercados eficientes y sostenibles para PYMES, ii) reapertura del mercado de titulaciones, iii) el fomento de la inversión a largo plazo, y iv) el desarrollo del mercado de colocaciones privadas.

Dicha iniciativa no es sorprendente, paradójicamente, aunque la UE sea una zona económica con un enorme superávit de cuenta corriente y en gran medida disfrutando de una política monetaria extremadamente laxa, muchas empresas, y en especial PYMES, han visto muy mermada su capacidad de financiación a largo plazo.

Así, la reciente crisis financiera y económica ha puesto de manifiesto en Europa muchas de las vulnerabilidades de su sistema financiero. La fragilidad del sistema bancario y los arbitrajes regulatorios han sido tratados en profundidad, y han acabado propulsando la unión bancaria. La crisis ha puesto de manifiesto las diabólicas interacciones existentes en la concatenación de una crisis financiera con una económica, como bien advirtió hace tiempo Hyman Minsky (Minsky, 1992). Ante un escenario en que un sistema bancario atrofiado, ilíquido y en ocasiones insolvente recorta la financiación a la economía real ésta ha de poseer sistemas alternativos de financiación, principalmente mercados de capitales eficientes. Así, la substitución de la financiación bancaria acaecida desde la crisis ha supuesto un crecimiento exponencial de los mercados de bonos europeos. En conjunto, entre 2008 y 2014 el volumen de crédito corporativo bancario



ha caído un 11% en Europa, una contracción de unos € 675.000 mm., pero las emisiones de bonos han aumentado en € 725.000 mm. Sin embargo esta financiación sólo ha llegado a grandes empresas (por motivos que explicamos más abajo la emisión de un bono tradicional sólo es accesible a empresas con volúmenes de EBITDA de a partir de unos 70 millones de euros). Por otro lado, dos tercios de los bonos se concentran en tan sólo dos mercados: Reino Unido y Francia. Y aunque en 2015 se han emitido € 184.000 mm. en bonos corporativos, una parte relevante de dichas emisiones (€ 41.000 mm.) corresponde a empresas norteamericanas emitiendo en Europa para aprovechar la curva de tipos en mínimos. Los bonos *investment grade* (rating desde BBB- o mejor) capitalizan hoy aproximadamente 1,4 billones de euros, un 64% más que en 2007, y los bonos *high yield* (rating BB+ o más bajo) alcanzan los € 200.000 m. triplicando por lo tanto el volumen que tenían antes de la crisis, pero este mercado sigue siendo una tercera parte del de los EEUU...

Sin embargo, estos hechos distan mucho de ser una realidad generalizada en la UE. La comparación entre la economía de los EEUU y la de la UE durante la crisis es obligada para entender el desarrollo de la UMC como objetivo de política europea. Así, los EEUU cuentan con un sistema bancario más pequeño, de aproximadamente una vez su PIB, lo que limita el efecto contagio hacia el soberano, y presentan como alternativa unos mercados de capitales de deuda con un tamaño también similar a su PIB. Europa sin embargo afrontaba la crisis con un sistema bancario que aproximadamente triplicaba el PIB (motivo entre otros causante de la crisis soberana), pero con un mercado de capitales de deuda que apenas representaba una quinta parte del PIB. En un contexto en el que se intenta construir bancos más solventes y más líquidos, y la banca reacciona con severos recortes de la oferta de crédito, especialmente el de medio plazo, es fundamental esta comparativa con los mercados de capitales de deuda, ya que los bancos financian a las empresas mediante deuda, no mediante fondos propios. Si hablamos de este último concepto (fondos propios), la capitalización agregada de las bolsas europeas como porcentaje del PIB también se quedan detrás de la capitalización de las bolsas norteamericanas, donde tradicionalmente se ha considerado la bolsa como la fuente natural de la búsqueda de financiación por recursos propios.

Así, la crisis ha puesto de manifiesto cómo EEUU ha logrado recuperar el PIB anterior a la crisis mucho antes que Europa, en parte por la rapidez con la que se procedió a sanear el sistema bancario, pero también por el enorme protagonismo desempeñado por el eficiente mercado de capitales norteamericano. Por último, aunque el desempleo natural norteamericano sea inferior al europeo, la realidad es que hoy Europa presenta una tasa de paro de más del doble de la de los EEUU.

En Europa ha sido especialmente dañina la crisis financiera en lo que respecta a la financiación a las PYMES. El *credit crunch* que se produjo tras la crisis ha provocado el cierre de miles de PYMES solventes pero ilíquidas, debido a la falta de alternativas a la financiación bancaria.

Además, muchas empresas procedieron a financiar activos de duración largo plazo (como una fábrica) con pasivos de corto (como una línea *revolving*, que se renovaba anualmente). La crisis provocó la cancelación de muchos de estos pasivos, lo que explica los cierres de empresas solventes que habían cometido un error en desligar la dura-



ción del activo de la duración del pasivo. Como el contexto bancario tras Basilea III incentiva más los préstamos de corto plazo (hasta tres años) que los de largo plazo, las empresas europeas han reaccionado con un asombroso recorte del nivel de inversiones, lo que sin duda ha lastrado el empleo. Paradójicamente, el mercado de bonos ofrece un buen reemplazo, ya que la duración media de los bonos se sitúa en siete años, en tanto que la duración media de los préstamos bancarios, en tres. Sin embargo, si el mercado de bonos no se encuentra desarrollado y resulta accesible sólo para empresas grandes y no para las medianas, la tragedia a la hora de invertir está servida, ya que las PYMEs siguen representando la mayor parte del PIB.

Así, la ratio de inversiones como porcentaje del PIB se encuentra en muchos países en mínimos históricos. Especialmente afectado por este contexto se halla el mercado de financiación de infraestructuras, que dependía de los «Project Finance», que también han pasado a estar desincentivados en Basilea III, lo que también explica la depresión de las inversiones. En EEUU existe un potente mercado alternativo al «Project Finance» el de los bonos de proyecto, pero en Europa el mercado equivalente se encuentra mucho menos desarrollado.

Por lo tanto, si la creación de empleo es prioritaria en la acción de gobierno del sector público, ésta está íntimamente relacionada con el volumen de inversiones, y a su vez las inversiones dependen de la existencia de mercados de capitales capaces de financiar activos de largo plazo con ahorro de largo plazo, se entiende bien los fundamentos de porqué la UMC es una prioridad para la Unión Europea.

Un desarrollo de los mercados de capitales europeos debería ser integral. Así, debe contemplar los instrumentos de fondos propios (bolsa, tanto en su variante tradicional como las bolsas alternativas de PYMEs), de deuda (bonos en sus diferentes variantes que explicamos más adelante, tanto para empresas grandes como PYMES, y con un énfasis en las titulizaciones), derivados (que son cruciales en un mercado financiero moderno) e híbridos (principalmente convertibles).

La clave de la UMC es por lo tanto la reducción o eliminación de las barreas para el libre movimiento de los capitales entre los mercados europeos, que en la práctica hoy en día siguen siendo tremendamente nacionales. El resultado exitoso de una UMC debería suponer un incremento del peso de los mercados financieros como fuente de financiación corporativa, soberana y de proyectos.

6.1.2. DESAFÍOS PARA IMPLEMENTAR LA CMU

Aunque los motivos que explican los beneficios de la UMC son muy evidentes, en especial si se contrastan con el sistema de financiación de los EEUU, es relevante discernir antes los enormes impedimentos que presenta un proyecto así en el marco de la UE, compuesta actualmente por 28 estados.

Primero, la existencia de jurisdicciones diferentes provoca un marco legal y fiscal sumamente heterogéneo, lo que dificulta al máximo la comparación de instrumentos financieros y su estandarización, lo que sin duda repercute en menor liquidez. La maraña de normativas sobre ofertas públicas de exclusión es un buen ejemplo.



Segundo, la existencia de supervisores de mercados diferentes, con independencia de que se busque una cierta coordinación, en la práctica los *modus operandi* de cada uno difieren, y la percepción de la protección del inversor, también.

Tercero, la coexistencia de mercados organizados, que exigen en general la generación de información contable en formato de contabilidad internacional (NIC), con sistemas multilaterales de negociación (mercados alternativos) que permiten la contabilidad local, agravando las discrepancias en las comparativas.

Cuarto, la existencia de 28 mercados diferentes debería explicar también una menor dimensión media de la empresa europea vs la de los EEUU, lo que reduce la capacidad para financiarse a través de los mercados de capitales.

Quinto, la coexistencia de diferente arquitectura de mercados, sistemas de derivados, sistemas de liquidación, plataformas de *front office* y en ocasiones, de distintas divisas.

Sexto, proveniente de la atomización de mercados (hay 20 bolsas en la UE), también provoca más difícil acceso al análisis, factor que desemboca en una menor liquidez y en un menor trading por cuenta propia, y por lo tanto en un mayor coste de capital.

En conjunto, esta fragmentación provoca que la masa de ahorro potencial para financiar compañías a través del mercado se reduce si se compara con la situación de los EEUU y genera una situación evidente de desventaja competitiva para los mercados europeos por falta de escala, por lo que se hace imperativo para la creación del mercado de capitales único la eliminación de las barreras para que los flujos de capital intra-comunitarios puedan permitir la diversificación del riesgo, aumentar las economías de escala y asignar el capital de una forma más eficiente (Financial Conduct Authority, 2015).

6.1.3. VENTAJAS DE LA CMU

Probablemente el análisis previo realizado comparando la UE con los EEUU muestra implícitamente las ventajas de las que disfrutaría Europa de contar con un sistema potente de financiación vía mercado de capitales. No obstante, resumimos aquí varias de las mismas, con cierto énfasis en varias que son muy idiosincráticas y necesarias para la economía europea.

- a) La UMC provoca una homogeneidad y capacidad de diversificación de riesgo que debería repercutir en mayor liquidez y por lo tanto en un menor coste de financiación para las empresas europeas,
- b) El acceso a financiación de largo plazo debería ayudar a elevar el nivel de inversiones de la UE, lo que a su vez repercutirá en mayor nivel de crecimiento, y de empleo (Brühl, Volker et al, 2015),
- c) Una UMC bien planteada debería facilitar el acceso a la financiación de las PYMES europeas, elemento clave para el empleo, al ser las PYMEs el principal contribuidor al PIB y al empleo, este objetivo se debería de perseguir a través de la extensión de los mercados de bonos para empresas medianas, la apertura del mercado de titulaciones (de lo que se podrían beneficiar las empresas pequeñas)

- y fortalecer la financiación de fondos propios a través del rediseño de los mercados alternativos bursátiles, factores que coadyuvarán a fortalecer la posición competitiva de las PYMEs europeas (European Central Bank, 2015),
- d) Políticamente, la UMC también persigue volver a conectar al Reino Unido, y en especial, a la City, con el proyecto europeo, al tratarse Londres de la plaza financiera más importante de Europa (Schoenmaker 2015).

6.1.4. DESCRIPCIÓN DE LOS PRINCIPALES INSTRUMENTOS DE MERCADO DE CAPITALES EN LA UE

En este apartado exponemos cuáles son los principales instrumentos de financiación empresarial en el mercado de capitales, tal y como ya expusimos en un capítulo reciente (*De la Torre y Carvajal, 2014*).

Instrumentos de deuda

Bonos corporativos. Un bono corporativo es un préstamo instrumentado a través de un título valor denominado bono, que cotiza en un mercado, y que paga un cupón determinado. Los bonos pueden pagar un cupón fijo o variable, y en general suelen hacer frente al pago de principal en su vencimiento (los bonos que amortizan su principal son muy escasos, y se llaman «amortizables»). Los bonos pueden estar garantizados por un activo concreto o no. Si lo están se llaman *secured*. A su vez, los bonos empresariales se distinguen en dos grandes categorías, aquellos que poseen una calificación crediticia llamada de «grado de inversión» (hasta BBB-) y aquellos que se denominan de «alto rendimiento», o *high yield* en inglés, a partir de BB+. Generalmente estos últimos suelen ser BB o B, y en muy raras ocasiones CCC (Jerring y Chatusripitak, 2000).

Bonos de proyecto. Son bonos emitidos para financiar una infraestructura existente (que se llamaría *brownfield*) o bien nueva (*greenfield*), de forma que los flujos de caja que generen dicha infraestructura sirven los intereses y el principal del bono (Allen et al, 2012). En el caso de que la infraestructura quiebre o no pueda hacer frente al pago de su deuda, no cabe recurso contra la entidad que ha construido u opera dicha infraestructura. Es el equivalente en mercados al *Project finance*.

Titulizaciones y cédulas. Una titulización es el resultado de ceder a una entidad (*special purpose vehicle*) las rentas provenientes de un activo, y financiar dicha entidad con la emisión de una serie de bonos que tienen derecho a dichos flujos. Los bonos pueden ser todos de una misma clase (*unitranche*) o bien de diferentes clases (*multitranchise*). Las titulizaciones han sido muy importantes para financiar todo tipo de activo, incluyendo alquileres de coches, hipotecas o préstamos de estudiantes. Una cédula (*covered bond*) es un bono emitido por una entidad bancaria y respaldado por un activo. En España se han empleado para emitir bonos respaldados por hipotecas, de forma que el adquirente de dicho título disfruta de dos garantías, el activo que subyace al bono, y en caso de impago, el recurso contra la entidad bancaria que tiene que honrar su pago (de hecho nunca ha habido un impago de una cédula española). En una titulización sólo hay un único



recurso sobre el activo subyacente, no contra el cedente, de ahí que en el caso de una cédula el pasivo figure en el balance de un banco (Greenwood y Smith, 1997) y en el caso de una titulización generalmente no.

Deuda Privada. Cuando un agente del mercado de capitales, como un fondo de inversión, un fondo de inversión libre (*hedge fund*) o una aseguradora otorgan un préstamo (en formato no título valor) a una empresa, se denomina *direct lending*. Préstamos que pueden situarse en niveles muy diversos de la estructura del pasivo de una empresa (los más seguros se denominan *senior*, los intermedios *mezzanine*, los junior se denominan subordinados) (Denis y Mihov, 2003). Si el préstamo contiene elementos híbridos, dada la difícil situación de la empresa prestataria (posible conversión de una parte del préstamo en capital) entonces el préstamo directo se denomina *rescue finance*.

Instrumentos de financiación por mercados de fondos propios

Bolsa. Las empresas pueden obtener financiación de recursos propios a través de la bolsa, bien a través de una salida a bolsa realizada mediante acciones nuevas, o bien mediante una ampliación de capital por parte de una compañía ya cotizada. Las empresas cotizadas pueden emitir bonos convertibles en acciones, instrumentos que combinan características de renta fija con los de renta variable (Gozzi et al., 2012). También pueden emitir bonos convertibles en acciones de una compañía distinta de sí mismas de la que la entidad emisora posee acciones. En este caso se denomina un bono *exchangeable*.

Capital Riesgo. En castellano se traduce como capital riesgo dos fenómenos distintos que presentan terminología diferenciada en inglés. Así, *private equity* es la financiación de empresas de dimensión mediana, con flujos de caja estables, con una combinación de fondos propios (que aporta la entidad de *private equity*, o *sponsor*) y una dimensión de deuda en función del riesgo de la compañía financiada. El *private equity* suele actuar tomando mayoría de empresas, aunque en ocasiones invierte en minorías. A su vez, el *venture capital* representa sobre todo la financiación de compañías en un estado de vida más inicial (*early stage*), generalmente adscritas a sectores de conocimiento (tecnología, biotecnología), y en el que sólo se emplea elementos de fondos propios (en contadas ocasiones se emplea deuda convertible, en cuyo caso se llama *venture debt*), muchas veces en minoría (Berger y Udell, 1998).

Habiendo analizado las consideraciones esenciales para el desarrollo de la UMC, es preciso recalcar la letra intermedia del acrónimo, la M de mercados, ya que cualquier mercado existe sólo si se da oferta y demanda. Analicemos por lo tanto ambos elementos en la perspectiva de un exitoso desarrollo de la UMC.

6.2. OFERTA

La oferta de papel financiero puede ser muy diversa, tal y como se desprende del análisis de los diferentes tipos de mercados que hemos expuesto en el punto 1.4 anterior. Una primera y clave división estriba en si la oferta procede de instrumentos de



deuda (bonos, en sus diferentes variantes), de fondos propios (acciones, a través de bolsas), o instrumentos que contienen características de ambos (híbridos).

Por otro lado, y como ya hemos apuntado, es clave discernir de las emisiones de instrumentos por parte de empresas grandes en los mercados tradicionales (mercados regulados) de las emisiones de instrumentos por parte de empresas medianas en mercados alternativos (llamados técnicamente sistemas multilaterales de negociación). Para la emisión de instrumentos por parte de las empresas grandes ya hemos visto que no hay barreras prácticas, y aunque se pueden homogeneizar las reglas de su emisión y cotización para facilitar la comparativa, la clave estriba más en acertar con los instrumentos de financiación de las empresas medianas, que hoy en día cotizan en los mercados alternativos. Estos últimos mercados han proliferado en Europa para dar respuesta a las necesidades de financiación vía mercados por parte del tejido de PYMEs, y EEUU no cuenta con sistemas parecidos, quizás debido al punto anteriormente resaltado de la mayor dimensión comparativa de la empresa norteamericana vs. la europea.

6.2.1. LA RELEVANCIA DE LOS MERCADOS DE MINIBONDS, UNA PROPUESTA PANEUROPEA

La dimensión de la empresa es pues un elemento crítico para entender el tipo de papel a emitir. Los mercados de bonos corporativos tradicionales están abiertos por lo general para emisiones a partir de unos € 200 millones (mercados de *high yield*) o algo superior para los bonos *investment grade*. Aproximadamente eso implica que empresas con niveles de EBITDA inferiores a unos 70 millones de euros tendrán difícil emitir en dichos mercados. La alternativa en Europa son los mercados alternativos de renta fija, como el MARF español, que han demostrado, con mayor (España) o menor (Alemania) éxito permitir el acceso a la financiación a empresas con un nivel de EBITDA de a partir de unos 12 millones de euros. Técnicamente estos bonos se conocen en el mercado financiero como *minibonds* (aunque una plataforma bien diseñada como el MARF debería dar cabida a emisiones mucho más amplias que las circunscritas por el término *minibond*), y los mercados «alternativos» poseen la característica de que su supervisión no depende del supervisor de mercado de valores nacional (la FCA en el Reino Unido por ejemplo), sino de su propio mercado; así por ejemplo en España el MARF está regulado por el AIAF, perteneciente a la bolsa española. Esta diferencia es la que explica que los mercados tradicionales se denominen «regulados» y los alternativos «sistemas multilaterales de negociación», y dicha distinción también se aplica, como veremos, a los mercados bursátiles.

En general se puede concluir que emisiones por debajo de diez millones de euros no merecen la pena por los gastos de emisión, y que por debajo de 25 millones no atraen interés institucional, tal y como indicaba hace poco Georg Fahrenschon, responsable de la asociación de cajas de ahorro alemanas. Se pueden estructurar y vender *minibonds* por debajo de 25 millones de euros, al mercado minorista, pero el fracaso del mercado alemán nos muestra el peligro que supone vender papel financiero sofisticado (bonos) a un público con formación financiera limitada. El éxito del MARF español (restringido a inversores institucionales) muestra el camino a seguir para un mercado sostenible: res-



tringir al máximo la presencia de minoristas en el mercado primario, permitirla en el mercado secundario sólo con nocionales altos (a partir de 100.000 euros) y hacer depender las emisiones primarias de los inversores institucionales, a los que siempre es menos fácil engañar.

El desafío por supuesto estriba en la proliferación y atomización de dichos mercados, sometido cada uno a una diferente supervisión y legislación, lo que imposibilita la asignación eficiente de capital paneuropeo. Con todo, la experiencia de estos últimos años ya permite sacar conclusiones. Una muy evidente sería la necesidad de crear un mercado alternativo de bonos paneuropeo, con reglas homogéneas de cotización, una supervisión *ad hoc* y un sistema fiscal y legal uniforme, factores que garantizaran reglas claras y sencillas y la protección evidente al inversor. Esto se conseguiría creando un mercado «29» con dicha uniformidad, al cual las legislaciones concursales tendrían que armonizarse. De la comparación de dichos bonos debería trascender una mayor liquidez relativa, y por lo tanto un menor coste de financiación. Quedaría un elemento relevante, una curva de tipos «libre de riesgo», pero en la práctica el mercado acabaría empleando la curva alemana, como ya ocurre actualmente, al menos para las emisiones en euros.

Las posibilidades que puede generar un mercado así diseñado son enormes. No sólo cabrían en él emisiones de bonos corporativos de a partir de unos 25 millones de euros, sino que en dicho mercado podrían cotizar bonos de proyecto que financiaran nuevas infraestructuras (bonos *greenfield*) que refinanciaran infraestructuras a costes más bajos (bonos *brownfield*), podrían albergar la cotización de titulaciones, instrumento que podría abrir la financiación vía mercado a las PYMEs, y por qué no, la posibilidad de que las administraciones locales a partir de tamaño mediano también se financiaran a costes competitivos, siempre respetando la ortodoxia fiscal. Como hemos señalado sobre el MARF, un mercado alternativo de renta fija paneuropeo puede aspirar a emisiones mucho más variadas y amplias que las circunscritas a *mimibonds*.

6.2.2. FONDOS PROPIOS

La financiación vía fondos propios a través de mercado de capitales concierne a la emisión de acciones en bolsa a través de mercados organizados, o bien a través de mercados alternativos.

6.2.2.1. Bolsas tradicionales

La primera posibilidad en la práctica está abierta para empresas que consigan cotizar en mercado un *free float* (porcentaje del capital que cotiza libremente en bolsa al no pertenecer a un accionista de referencia) de al menos 100 millones de euros. Esta cifra viene explicada por la costumbre de mercado, ya que la liquidez de una acción viene determinada en una gran parte por el volumen de *free float*. El motivo por el que la liquidez exigida por los inversores institucionales es menor en el mercado de bonos estriba en el hecho de que un bono se repaga en su totalidad al vencimiento (asumiendo que no hay impago), en tanto que el vencimiento no existe en las acciones, lo



que obliga a desinvertir a través del mercado secundario, para lo que la liquidez resulta imprescindible.

En los mercados de acciones la relación entre el valor de mercado de una firma (definido como capitalización bursátil, más deuda financiera neta, menos participaciones por puesta en equivalencia más el valor de los intereses minoritarios) y su EBITDA puede variar enormemente, lo mismo que la relación entre capitalización y beneficio neto (multiplicador «PER»), pero una regla simple consistiría en afirmar que difícilmente podrán aspirar a cotizar en un mercado bursátil tradicional firmas con menos de 40 millones de euros, o con unos 20 de beneficios netos y que coloquen la mitad del capital en bolsa.

El valor de una firma en bolsa depende de muchos factores. Uno clave, como hemos insistido a lo largo de este capítulo, estriba en la liquidez. A menor *free float* menor liquidez, lo que provoca un mayor coste de financiación (técnicamente, coste de los recursos propios), lo que está inversamente relacionado con el multiplicador al que cotiza una firma (a mayor coste de recursos propios, menor PER). La liquidez a su vez está también afectada por el análisis bursátil, ya que los inversores valoran el análisis como herramienta para poder asignar su capital con cierta transparencia. Durante los últimos años la crisis de la industria de intermediación bursátil (motivado entre otros por la fuerte reducción de comisiones de corretaje institucional) ha provocado el cierre masivo de capacidad de análisis, que se ha concentrado en los valores más grandes y líquidos que permiten rentabilizar el análisis, por lo que en la práctica se ha reducido mucho o incluso eliminado, el análisis de calidad de los valores pequeños y medianos (*small and mid cap*).

El resultado de este panorama es que aunque las bolsas europeas, que ya tienen tradición de siglos, funcionan correctamente como herramientas para la financiación vía recursos propios, dicho funcionamiento se ha escorado en demasía hacia las empresas grandes por los motivos arriba expuestos. Además, la proliferación de normativas de supervisión bursátil a tenor de los escándalos del periodo 2000-2002 (Enron, Worldcom, Parmalat...) ha provocado que el coste regulatorio para cotizar y seguir cotizando en bolsa sea excesivo para las firmas medianas. Estas exigencias de transparencia tienen como consecuencia por el lado de los emisores unos costes relevantes de gestión para cubrir las necesidades de los reguladores que rigen las emisiones en los mercados bursátiles o los mercados de renta fija. Los costes que los mercados de capitales tradicionales suponen para las empresas pueden ser poco relevantes para las grandes empresas pero mucho más importantes en términos relativos para las empresas medianas ya que la reducción de dichos costes no es en absoluto proporcional al tamaño de la empresa. Este es uno de los factores que ha hecho que muchas compañías medianas no hayan accedido en el pasado a los mercados de capitales.

Además, es preciso tener en cuenta que en EEUU el Nasdaq ha resultado un mercado muy eficiente para que los fondos de *venture capital* (VC), de vocación más tecnológica, desinvirtan de sus participaciones más exitosas. Dichas salidas permiten devolver con creces el dinero a los partícipes de los fondos de VC, lo que a su vez atrae más dinero a este segmento de inversión, provocando un mayor nivel de I+D. En Europa no hay ningún mercado de estas características (el EASDAQ, que data de finales de los 90, fue un fracaso). El resultado es que los volúmenes europeos de VC y de salidas a bolsa se sitúan aproximadamente a la mitad de los niveles de los EEUU. De ahí se puede tam-



bién colegir parte del motivo por el que nuestro nivel de I+D es sensiblemente inferior, y por lo tanto el comportamiento de nuestra productividad futura, algo que desembocará en una menor competitividad y calidad de vida.

Por último, la liquidez también está afectada por la atomización de bolsas que tiene lugar en Europa, factor que dificulta la comparativa entre valores, elemento clave para poder asignar capital más eficientemente.

El resultado de todos estos factores es que aunque Europa presenta una bolsa bien desarrollada como porcentaje de su PIB, las bolsas tradicionales no llegan a desempeñar un papel tan fundamental como las de los EEUU.

La conclusión obvia que se desprende es que la UMC debería aspirar a disminuir estas barreras, quizás mediante la creación exitosa de un mercado paneuropeo similar al NASDAQ, y poco a poco aspirar a la creación de una bolsa única europea sometida a una misma supervisión y reglas de juego, de lo que se desprendería una mayor liquidez, algo que sería muy beneficioso para empresas medianas.

Si además de estos pasos se contribuye a impulsar un mercado de *preIPO* consistente en la búsqueda de financiación para empresas a unos 24 meses de poder aspirar a salir a bolsa, el panorama bursátil europeo habrá mejorado bastante.

6.2.2.2. Bolsas alternativas

Al igual que en los mercados de bonos, en Europa se planteó la necesidad de facilitar la cotización bursátil de PYMEs a través de bolsas que, manteniendo la protección de los inversores, permitieran reglas de juego más sencillas para la cotización de empresas. El Reino Unido lideró dicha tendencia mediante la creación del *Alternative Investment Market* (AIM) hacia 1995, en el que han cotizado más de 2.000 empresas. Dichos mercados «alternativos» fueron poco a poco proliferando en otros países europeos (por ejemplo el Alternext de Francia, el AIM italiano, o el MAB español), sin embargo aunque bien intencionados, sus resultados han sido decepcionantes. La mayor crítica es su falta de liquidez, la muy limitada presencia de análisis bursátil, la dificultad de establecer las comparativas, la ausencia de inversores institucionales y la percibida como una regulación «más laxa» que ha redundado en escándalos contables y de buen gobierno (para ser justos, en los mercados tradicionales también se han dado estos escándalos en el mismo periodo, y por otro lado por su definición las firmas incorporadas a un mercado alternativo son en general de más crecimiento, de menor tamaño y más jóvenes, lo que conlleva mayores riesgos y retornos).

Estos desafíos hacen imperativo el rediseño de los mercados alternativos bursátiles para que puedan impulsar la financiación de fondos propios a las PYMEs, e idealmente, para permitir a los fondos de VC europeos dar salida a sus inversiones de tamaño mediano, algo que sería muy deseable para fortalecer el I+D europeo. A la vista de la situación actual cabe pensar que sólo la creación de un mercado bursátil alternativo paneuropeo permitiría rediseñar muchas de las reglas de juego que podrían hacer de esta bolsa un sistema eficiente de financiación, tanto por las salidas a bolsa como por las ampliaciones de capital.

6.2.2.3. Otras fuentes de financiación

Para complementar la UMC sería relevante completar el abanico de instrumentos de financiación. Así, sería deseable la estandarización progresiva y posterior convergencia de instrumentos híbridos (en especial convertibles y canjeables, cuyo componente de renta variable suele ser más fuerte que el de renta fija), derivados liquidables (denominados ETD por *Exchange traded derivatives*), titulizaciones, colocaciones privadas, préstamos de PYMEs (Brühl, Volker et al 2015), en especial los niveles de capital exigibles (*Association for Financial Markets in Europe*, 2015), e incluso impulsar cierta homogeneización en los mercados europeos de capital riesgo.

6.2.3. DEMANDA

Una de las mayores gestoras de fondos del mundo, la norteamericana Blackrock, defendía con razón que para el exitoso funcionamiento de la UMC, era fundamental «poner capital en la unión de mercado de capitales» (Blackrock, 2015). Algo tan obvio no ha estado tan presente en la maraña de normas creadas en los últimos años, en los que se ha trabajado con la hipótesis errónea de trabajo de que «el capital ya llegaría». La atracción del mayor capital posible, idealmente sofisticado es con diferencia el mayor reto, y también la mayor recompensa para un exitoso diseño de la UMC. Valga como ejemplo en el caso de España la divergente fortuna del MAB comparado con el MARF. En opinión de este autor esta divergencia viene explicada por la demanda. El MAB se diseñó sin poder generar la demanda especializada en empresas medianas cotizadas en bolsa, lo que arrastró el mercado a escasos niveles de actividad, y a una casi total dependencia del inversor minorista, lo que a la postre facilitó la irrupción de escándalos como Gowex. Algo parecido puede decirse de los mercados alternativos de renta fija alemanes, que pecaron exactamente del mismo vicio de origen. A su vez, para el diseño del MARF se partió de la demanda, en un diálogo con la industria aseguradora que permitió la movilización previa de un volumen de fondos muy relevante a través de la creación de «bolsillos» que habilitaban la inversión de dichas instituciones en estos instrumentos. Esto ha provocado relevantes volúmenes de actividad y la selección por parte de la comunidad inversora de empresas de tamaño y calidad muy aceptables.

Por lo tanto, para atraer capital a la UMC es preciso satisfacer las demandas de los inversores institucionales –en palabras de Blackrock, «investocentric»– (Blackrock 2015). Éstas se centran en liquidez, transparencia, simplicidad e incentivos (citamos la elaboración de los dos primeros puntos de nuestro capítulo de ICE mencionado anteriormente).

- **Liquidez:** La liquidez de una emisión es uno de los factores clave para la inversión de muchos de los inversores tanto institucionales como privados. Si bien la liquidez es importante para inversores tanto en renta variable como en renta fija como ahora veremos, es singularmente relevante en los mercados de renta variable ya que la única manera de recuperar el capital invertido es vender las acciones en el mercado secundario (excepción hecha de ventas realizadas en el marco de una Oferta Pública de Adquisición). En muchos casos, la liquidez diaria es una



condición necesaria para muchos de los inversores institucionales (sociedades y fondos de inversión, fondos de pensiones) ya que el regulador les exige una valoración diaria de sus activos para obtener un valor liquidativo diario del fondo o sociedad de inversión. La liquidez es menos importante en el caso de las compañías de seguros o de los inversores privados pero aun así es un factor clave en la toma de decisión de un inversor. Como hemos visto, la liquidez es directamente proporcional al tamaño de una emisión de bonos o al *free float* de una sociedad cotizada por lo que los inversores antes mencionados tendrán reticencias estructurales para la compra de bonos o acciones emitidas por compañías medianas o por supuesto pequeñas, que por definición tendrán un menor tamaño que las emisiones de empresas grandes.

- **Transparencia:** Junto con la liquidez, los inversores necesitan un alto grado de transparencia a la hora de tomar una decisión de inversión. Al igual que en el caso de la liquidez, hay incluso obligaciones regulatorias en el marco de la transparencia, como por ejemplo exigencias de auditorías o de ratings en los bonos o de comunicación al regulador de hechos relevantes. Las empresas medianas son en su gran mayoría empresas propiedad de una familia o de un grupo de socios particulares y generalmente no están acostumbradas a elaborar una información recurrente de alta calidad para sus inversores o incluso para sus acreedores financieros (generalmente bancos con los que la relación permite una comunicación mucho más informal y desestructurada que sería necesaria para comunicarse con un mercado abierto). De hecho, la tendencia natural de los gestores y propietarios de estas empresas es a evitar al máximo dar información a terceros de sus resultados ante el temor de que la información pueda ser hecha accesible a clientes, proveedores, accionistas minoritarios o competidores. Esta natural falta de transparencia, junto con deficiencias en el gobierno corporativo de estas empresas (tanto en la gestión operativa como en el Consejo de Administración) es algo que los inversores rechazan para invertir en una empresa y es otro de los factores limitantes a la hora de que las empresas medianas accedan a los mercados de capitales.
- **Simplicidad.** En Europa coexisten 28 regulaciones de pensiones, de lo que se desprende una muy escasa homogeneización, en especial en lo concerniente al *asset allocation* (normativas que rigen qué proporción de los fondos bajo gestión ha de invertirse en cada clase de activo), lo que genera enormes asimetrías (Brühl, Volker et al 2015). Además, los productos con pasaporte paneuropeo (UCIT) son comercializados a menudo por los bancos nacionales, de lo que resulta una excesiva atomización del universo de fondos, lo que a su vez provoca que la nacionalización del ahorro acabe invirtiendo en mercados locales, en ocasiones favoreciendo las empresas grandes sobre las pequeñas para así hacer frente a salidas en caso de requerir liquidez. Por ejemplo, en la UE existen actualmente unos 33.000 productos UCIT con un tamaño medio de 222 millones de euros, comparado con 8.000 productos equivalentes en los EEUU, con tamaño medio de 1.600 millones de dólares cada uno. Dicha fragmentación aumenta los costes y por lo tanto disminuye los retornos de los partícipes.

- **Incentivos.** Para abrir o reabrir mercados es fundamental crear el marco de incentivos adecuado para la atracción de capital (*Association for Financial Markets in Europe*, 2015). Así por ejemplo los británicos, conscientes de la necesidad de atraer capital sofisticado de calidad para impulsar el AIM crearon los *Venture Capital Trusts*, o fondos de inversión con un ángulo tecnológico especializados en la inversión en empresas medianas cotizadas en el AIM. Los franceses a su vez crearon incentivos para atraer capital institucional en el Alternext, de los que surgieron fondos especializados (FCPAs). Las facetas importantes a tener en cuenta en dichos vehículos son, a) los incentivos fiscales, pertinentes para crear dichos fondos especializados, que pueden desaparecer cuando la industria alcance magnitud, y b) el carácter cerrado de sus fondos, es decir los partícipes no pueden exigir su dinero más que en un periodo plurianual, lo que permite al gestor poder seleccionar la PYME a apoyar y acompañarla durante un tiempo relevante, así como a planificar su salida, con lo que se mitiga el problema de la liquidez. Con todo, de este capítulo se deduce la necesidad de crear un marco homogéneo y paneuropeo de incentivos para la generación de fondos especializados con capacidad de financiar empresas pequeñas y medianas a través del mercado de capitales, bien a través de bolsa o bonos. Además, para promover la inversión en infraestructuras, se requiere el desarrollo de los mercados de bonos de proyecto, algo que se podría lograr mediante un marco normativo paneuropeo que incentive la inversión en dichos activos por parte de los inversores de largo plazo (fondos de pensiones y aseguradoras de vida). Recientes cambios en la regulación del sector seguros, Solvencia II, emanado de su organismo regulador, EIOPA, para fomentar la inversión en infraestructuras reduciendo el consumo de capital de dichas inversiones van en buena dirección. Además, dichos esfuerzos se pueden amplificar si se impulsan los fondos de infraestructuras especializados en activos de largo plazo. Así, el plan Juncker contempla la creación de fondos de largo plazo (ELTIFs), que sólo, y estarían especializados en invertir en infraestructura (en su concepto más amplio, incluyendo vivienda, energía, educación, barcos...) y en préstamos y acciones de PYMEs cotizados o no. Para la reapertura de los mercados de titulizaciones también es fundamental atraer capital especializado. Las titulizaciones europeas han funcionado mucho mejor que las de los EEUU, en parte por la costumbre europea de obligar al cedente a retener un tramo de primera pérdida en las titulizaciones generadas (lo que obligaba al generador de la titulización a vigilar dónde se originaba el crédito, algo que no ocurría en EEUU). El resultado es que un porcentaje sensiblemente inferior de titulizaciones europeas entró en *distress*, comparado con las de los EEUU. Con todo, hasta ahora las reglas que rigen a dichos instrumentos es inspiran en los precedentes de los EEUU, lo que llevó a un miembro del BCE a afirmar «eso es como juzgar el riesgo de inundación en Madrid basándose en el ejemplo de Nueva Orleans». Una propuesta interesante de la EBA consiste en habilitar reglas para titulizaciones «cualificadas» que poseerían normas simples, transparentes y comparables que de ser cumplidas permitirían a los inversores de dichas titulizaciones (principalmente bancos y aseguradoras) unos consumos de capital menores que en las titulizaciones más complejas.



Europa presenta niveles más que razonables de ahorro, por lo que no es de recibo que no sea capaz de canalizar dichos niveles hacia un mayor nivel de inversión. La UMC debería mejorar el marco detallado en esta sección para poder acometer dicha paradoja y así canalizar el ahorro de largo plazo hacia inversiones. Un mercado de capitales único sería el mejor catalizador para disfrutar de las ventajas asociadas a dicho potencial (mayor inversión, mayor empleo). Dicho mercado de capitales debería ser diseñado a partir de los dueños de sus activos, en otras palabras, los inversores (desde los institucionales para el mercado primario hasta los minoristas para el mercado secundario). Si la UMC es capaz de generar una demanda inversora de calidad, si es capaz de diseñar un marco de buena regulación, esto provocará la atracción de más capital, lo que repercutirá en un menor coste de financiación.

6.3. INFRAESTRUCTURA

Para conseguir los objetivos desarrollados en las secciones anteriores de este capítulo resulta fundamental dotar al mercado unificado de una infraestructura de calidad, que permita aunar la demanda y la oferta con las máximas garantías:

Se precisa una convergencia mínima de regímenes legales en especial de insolvencia, algo muy relevante para los mercados de bonos. Una posibilidad es crear un marco común de insolvencias, el vigésimo noveno, de carácter paneuropeo (Brühl, Volker et al, 2015). Sería bueno un marco legal que deje claro el proceso de apropiación de colaterales en caso de insolvencia, retirando las barreras nacionales.

Como hemos apuntado, sería preciso un regulador paneuropeo con normas homogéneas de cotización y *reporting*, articulado en un sistema de licencia único basado en tamaño y simplicidad. Dicho sistema también acogería la emisión de instrumentos de inversión (UCIT) verdaderamente paneuropeos, simples y eficientes en costes, para minimizar la actual nacionalización de dichos instrumentos. El supervisor podría comparar todos los instrumentos UCITs con proveedores, retornos y gastos. El supervisor también podría consolidar los datos de cotización, con los mejores indicadores de oferta, demanda y ejecución de los diferentes mercados europeos nacionales y el paneuropeo.

La participación de los creadores de mercado es clave para el éxito del mercado. Por lo tanto el mercado ha de generar la liquidez suficiente para generar análisis. Alternativamente, las firmas medianas con acciones o bonos cotizados en mercados alternativos podrían dotarse de «*corporate brokers*» (la emisión de análisis es sufragada por el emisor) para asegurarse de la emisión de análisis de calidad, tal y como sucede desde hace tiempo en el Reino Unido. El conflicto de interés es similar al que existe con un rating o una auditoría, basta publicitarlo bien y se generará un análisis clave para poder asignar decisiones de inversión.

Otra iniciativa a trabajar sería plantear un sistema contable paneuropeo para el *reporting* contable en dicho mercado unificado, quizás una versión simplificada del IFRS. Este régimen común también debería afectar a la función auditora (Véron, N. & B. Wolff, G., 2015). Asimismo, es relevante crear un marco común de liquidación, posiblemente vin-



culado a *euroclear* o bien facilitar sistemas de interconexión vía *Target 2 Securities* entre diferentes plataformas de liquidación.

Otros temas a homogeneizar serían los requisitos de información no contables a reportar y la fiscalidad de las inversiones.

CONCLUSIÓN

Como hemos visto, el desafío que presenta la UMC al compararla con los EEUU es formidable. Europa presenta enormes diferencias estructurales, culturales, de divisa, legales, económicas, fiscales y regulatorias... sin embargo se están sentando los primeros pasos para mitigar dichas diferencias (*Association for Financial Markets in Europe*, 2015) a medida que se favorece el crecimiento de la financiación por parte de los mercados de capitales y se comienzan a sentar las bases para una cierta homogeneización de los mercados de valores, antesala clave para una mayor integración.

Probablemente un mercado de capitales transparente y eficiente está asociado a elevar la cultura financiera de la población financiera (*Deutsche Börse Group*, 2015), especialmente relevante para restaurar la confianza de la población en las finanzas y en los mercados de capitales. En general, a mayor liquidez y transparencia, mayor eficiencia, y por lo tanto, menor coste de capital para emisores, aspecto clave para el éxito de la UMC.

El desafío de la UMC es evidente, ya que Europa sigue contando con un sector bancario en cierta medida sobredimensionado, con elevados colchones de capital, y con una rentabilidad de los fondos propios mediocre. Estos factores se traducen en que el apetito para prestar estructuralmente no será el que vivimos en el pasado, de ahí la necesidad de contar con una UMC potente.

Además, el éxito de la UMC, definido como un mercado capaz de nutrir de financiación a empresas europeas de distintos tamaños, contribuirá a reducir el riesgo sistémico de Europa (*Danielsson et al*, 2015), complementará la unión bancaria, fortaleciendo así la unión económica y monetaria, elemento clave para el asentamiento del mercado único (*European Central Bank*, 2015). Este éxito sólo se logrará si la regulación contempla la esencia del mercado: oferta y demanda, por lo tanto que las reglas de juego hagan a la UMC atractiva tanto para emisores como para inversores (*Bank of England*, 2015). Dicha regulación deberá contemplar mercados de renta variable, de renta fija, híbridos y nunca debería olvidar el hecho de que los mercados también atañen a los derivados, instrumentos esenciales para cubrir riesgos (*Véron, N. & B. Wolff, G.*, 2015).

Como consecuencia del periodo de consultas que la Unión Europea abrió a principios de 2015 sobre la UMC, y de las más de 700 respuestas recibidas, la Comisión anunció el pasado 30 de Septiembre de 2015 un plan de acción para impulsar la UMC (*Comisión Europea*, 2015). Las líneas maestras, muy derivadas de las ideas expuestas en las secciones anteriores, y marcando un objetivo en la fecha de 2019, son:

- a) Fomentar los mercados de capitales como forma de mejorar la diversificación de las fuentes de financiación empresariales, factor que minimizará la inesta-



- bilidad financiera provocada por una excesiva dependencia de la financiación bancaria,
- b) Eliminar barreras a la inversión transfronteriza europea,
 - c) Relanzar los mercados de titulaciones europeos, mediante una simplificación y estandarización de sus reglas y monitorización, de forma que el mercado pueda aportar un nivel de financiación adicional del rango de más de 100.000 millones de euros, de los que un 20% se podrían canalizar hacia las PYMEs.
 - d) Movilizar el ahorro de largo plazo concentrado en las aseguradoras para poder canalizar una parte hacia proyectos de infraestructuras, para esto se han tenido en cuenta los consejos de la *European Insurance Occupational Pensions Authority* (EIOPA), de forma que se pueda modificar el marco regulatorio que se aplicará al sector seguros europeo desde 2016 (Solvencia II), para facilitar la inversión de las aseguradoras en proyectos de infraestructuras, y
 - e) Abrir un periodo de consulta sobre cómo fomentar la inversión en fondos de *Venture Capital*, cómo incrementar los mercados de cédulas (en los que se percibe una excesiva fragmentación), y por último, cómo evaluar la posible existencia de inconsistencias en los regímenes legales que afectan a la regulación de los mercados de capitales europeos.

La reciente crisis ha mostrado el aterrador efecto que supone la confluencia de una crisis económica con una crisis financiera, como Hyman Minsky bien predijo hace años. Una economía excesivamente dependiente de bancos se vuelve más vulnerable, y ante la crisis económica y financiera, la limitada demanda de crédito resultante hace a la política monetaria parcialmente inútil. Si la UMC tiene éxito no sólo habremos logrado una Europa con mayor y mejor financiación.

También una Europa más segura.

BIBLIOGRAFÍA

- Allen, F., Carletti, E., Quian, J. y Valenzuela, P: *Financial Intermediation, Markets and Alternative Financial Sectors*», European University Institute, Economics Working Papers ECO2012/11, Marzo, Florencia. (2012):
- Association for Financial Markets In Europe : *An agenda for Capital Markets Union*. Noviembre <http://www.afme.eu/WorkArea/DownloadAsset.aspx?id=12155> (2014) [online]
- Banco Central Europeo. «*Building a Capital Markets Union*» – Eurosystem contribution to the European Commission’s Green Paper. Frankfurt/Main. <http://www.cicero-group.com/wp-content/uploads/2015/02/CMU-Green-Paper.pdf> (2015) [online]
- Bank of England, *A European Capital Markets Union: implications for growth and stability*. *Financial Stability Paper No. 33* febrero 2015. Londres. http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Documents/fpc/fspapers/fs_paper33.pdf (2015) [online]
- Berger, A.N. Y Udell, G.F: «*The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle*», *Journal of Banking and Finance* n° 22, agosto, pp. 613-673, Philadelphia. (1998)



- BlackRock., Response Green Paper – «Building a Capital Markets Union». <http://www.blackrock.com/corporate/en-gb/literature/publication/building-a-cmu-green-paper-ec-051515.pdf>. (2015). [online]
- BlackRock. The European Capital Markets Union: An Investor Perspective. <http://www.blackrock.com/corporate/en-co/literature/whitepaper/viewpoint-cmu-investor-perspective-february-2015.pdf> (2015) [online]
- Comisión Europea. Action Plan on Building a Capital Markets Union. Septiembre, Bruselas http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf (2015) [online]
- Danielsson, Eva Micheler, Katja Neugebauer, Andreas Uthemann, Jean-Pierre Zigrand: Europe's proposed capital markets union: Disruption will drive investment and innovation. The London School of Economics: Systematic Risk Centre. febrero Londres (2015)
- De la Torre, Ignacio y Carvajal, Jaime., La financiación de la empresa española por el mercado de capitales, *Revista de la Economía, Información comercial Español*, Núm 879, julio-agosto (2014)
- Denis, D.J. y Mihov, V.T: «The Choice among Bank Debt, Non-bank Private Debt and Public Debt: Evidence from New Corporate Borrowings», *Journal of Financial Economics* n° 70 (1), octubre, pp. 3-28, Philadelphia. (2003)
- Deutsche Borse Group .: Principles for a European Capital Markets Union – Strengthening capital markets to foster growth, *Policy Paper*. Frankfurt/Main, <http://www.mds.deutsche-boerse.com/blob/9314/d1b549f803590246a7b3ba4e5e91ecb8/policy-paper-capital-markets-union-data.pdf> (2015). [online]
- European Commission. Action Plan on Building a Capital Markets Union. Septiembre, Bruselas http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf (2015) [online]
- European Commission. Action Plan on Building a Capital Markets Union. Septiembre, Bruselas http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf (2015) [online]
- Financial Conduct Authority: The Financial Conduct Authority's response to the European Commission Green Paper: Building a Capital Markets Union. <http://www.fca.org.uk/static/documents/fca-response-european-commission-building-capital-markets-union.pdf> (2015) [online]
- G30 Working Group: «Long-term Finance and Economic Growth», The Group of Thirty, febrero, Washington D.C. (2013)
- Gozzi, J.C., Levine, R. y Schmukler, S.L: «Patterns of International Capital Raisings», *Journal of International Economics* n° 80 (1), enero, pp. 45-57, Amsterdam. (2007)
- Gozzi, J.C., Levine, R., Martínez Peria, M.S. y Schmukler, S.L.: «How Firms Use Domestic and International Corporate Bond Markets», The World Bank Development Research Group, Policy Research Working Paper 6209, Septiembre, Washington D.C. (2012)
- Greenwood, J. y Smith, B.D: «Financial Markets in Development and the Development of Financial Markets», *Journal of Economic Dynamics and Control* n° 21, Enero, pp. 145-181, Amsterdam. (1997)



- Jerring, R.J. y Chatusripitak, N: «The Case of the Missing Market: the Bond Market and why It Matters for Financial Development», The Wharton Financial Institutions Center, *Working Paper 01-08*, mayo, Philadelphia. (2000)
- Minsky, H.P: «The Financial Instability Hypothesis», The Levy Economics Institute, *Working Paper No. 74*, mayo, Nueva York. (1992):
- Roxburgh, C., Lund, S., Dobbs, R., y Manyika, J: «The Emerging Equity Gap: Growth and Stability in the New Investor Landscape», *McKinsey Global Institute*, diciembre, Nueva York. (2011)
- Schoenamker : «From Banking Union to Capital Markets Union» Duisenberg School of Finance, Abril, VU University Amsterdam (2015)
- Véron, N. & B. Wolff, G. Capital Markets Union: A Vision For The Long Term. Issue 2015/05 *Bruegel Policy Contribution*. <http://www.iie.com/publications/papers/veron20150425.pdf> (2015) [online]
- Volker Brühl, Helmut Gründl, Andreas Hackethal, Hans-Helmut Kotz, Jan Pieter Krahenen and Tobias Tröger: «Comments on the EU Commission's capital markets union project», *White Paper Series*, No. 27, <http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:hebis:30:3-372677> (2015) [online]

ACRÓNIMOS / DEFINICIONES

AIM	Alternative Investment Bank
BCE	Banco Central Europeo
CE	Comisión Europea
EBA	European Banking Authority
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
ETD	Exchange traded derivatives
FCA	Financial Conduct Authority
FCPA	Foreign Corrupt Practices Act
I+D	Investigación y Desarrollo
IFRS	International Financial Reporting Standards
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MARF	Mercado Alternativo de Renta Fija
NIC	Normas Internacionales de Contabilidad
PER	Price Earnings Ratio
PYMES	Pequeñas y Medianas Empresas
UCIT	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
UE	Unión Europea
UMC	Unión del mercado de capitales
VC	Venture capital