

Libro Blanco sobre el impulso de la competitividad de los mercados de capitales españoles

Enero 2024

Este material ha sido preparado por Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros S. A. (BME) y/o sus filiales (en conjunto, "BME", todas las anteriores entidades pertenecientes al grupo encabezado por SIX Group Ltd., en adelante "Grupo SIX") para el uso exclusivo de las personas a las que BME entrega este material. Este material o cualquiera de sus contenidos no debe interpretarse como un acuerdo vinculante, una recomendación, un consejo de inversión, solicitud, invitación u oferta de compra o venta de información financiera, productos, soluciones o servicios. Dicha información tampoco es un reflejo de posiciones (propias o de terceros) en firme de los intervinientes en el Mercado de Valores Español. Ni BME ni el Grupo SIX tienen obligación alguna de actualizar, revisar o mantener al día el contenido de este material, y estará sujeto a cambios sin previo aviso en cualquier momento. Ninguna representación, garantía o compromiso -expreso o implícito- es compromiso -expreso o implícito- es o será dado por BME o el Grupo SIX en cuanto a la exactitud, integridad, suficiencia, idoneidad o fiabilidad del contenido de este material.

Ni BME ni SIX garantizan la licitud, fiabilidad, utilidad, veracidad, exactitud, exhaustividad y actualidad de la información aportada por fuentes externas, en particular en los datos utilizados a lo largo del informe. Por lo que, ni BME ni SIX serán responsable de los daños y perjuicios que pudieran sufrir los usuarios como consecuencia de la ilicitud, no fiabilidad, inexactitud, falta de veracidad, no exhaustividad y/o no actualidad de los contenidos.

Al reflejar opiniones teóricas, su contenido es meramente informativo y por tanto no debe ser utilizado para valoración de carteras o patrimonios, ni servir de base para recomendaciones de inversión. Las Entidades contribuidoras, BME y las entidades pertenecientes al Grupo SIX no serán responsables de ninguna pérdida financiera, ni decisión tomada sobre la base de la información contenida en este material. En general, BME ni ninguna de sus filiales, ni las Entidades contribuidoras, sus administradores, representantes, asociados, sociedades controladas, directores, socios, empleados o asesores asumen responsabilidad alguna en relación con dicha información, ni de cualquier uso no autorizado del mismo.

Este material es propiedad de BME y no puede ser impreso, copiado, reproducido, publicado, transmitido, divulgado o distribuido de ninguna forma sin el consentimiento previo por escrito de BME.

2024 Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros S. A. Todos los derechos reservados.

BME
Plaza de la Lealtad,1
Palacio de la Bolsa
28014 Madrid

www.bolsasymercados.es



0 Objetivo del informe

El objetivo de este informe es proponer medidas y acciones que permitan incrementar la competitividad de nuestros mercados de capitales y, consecuentemente, contribuir a fortalecer el crecimiento del tejido económico y productivo español. El informe sustancia con datos una realidad actual que muestra problemas de tamaño y déficits de actividad que inciden en la capacidad de crecimiento y por tanto de inversión e innovación de los principales agentes participantes en el mercado de capitales español, especialmente gestores de mercados o empresas de servicios de inversión. Y nos deja una lectura clara: **es necesario que España se dote de un enfoque agregado y estratégico para su mercado de capitales con el fin de impulsar un crecimiento económico más sostenible y una industria de valores a la altura del potencial de su economía.**

Estos objetivos son, deben ser, compartidos con Europa donde, a través de la Unión de los Mercados de Capitales (CMU) y sus sucesivos planes de acción, busca dotarse de un marco de desarrollo para los mercados de capitales europeos que equilibre la desmejorada potencia de sus mercados de capitales con el peso superior de su PIB en el mundo.

En los últimos años la CNMV ha acelerado sus acciones y se han aprobado un número apreciable de medidas orientadas a facilitar y favorecer el uso de los mercados de valores por un mayor número de participantes sin descuidar las necesarias garantías para los inversores. Y es justo reconocer este esfuerzo que se alinea con los objetivos de este informe, **pero no es suficiente**. Es necesario tomar medidas que, en muchos casos, exceden de las potestades y cometidos del organismo supervisor.

En este sentido, **queremos dar la bienvenida al proyecto, presentado recientemente por la CNMV y el Gobierno de España a la Comisión Europea titulado “Capital markets for a vibrant and sustainable Spanish economy and corporate sector”** y que ya ha comenzado a ejecutar la OCDE.

La finalidad del proyecto es fortalecer los mercados de capitales españoles como medio de financiación de la transición de las empresas españolas a una economía sostenible, además de impulsar el uso de los instrumentos de financiación verde. Todo ello con el objetivo global de aumentar la competitividad y contribuir al logro de un mayor crecimiento y resiliencia de la economía española.

El valor de contar con una Bolsa y unos intermediarios financieros fuertes y solventes se incrementa si están anclados a un entorno regulatorio y fiscal coherente y adaptado a las exigencias competitivas que impone la atracción de capitales e inversión internacionales. Los beneficios estructurales de ello son conocidos:

- **contribuye a la financiación** de empresas de todo tipo;
- se abren **oportunidades para todos los inversores**, también para los minoristas, y se consigue mayor estabilidad económica mediante la diversificación financiera;
- se **reduce la presión sobre las finanzas públicas** mediante la mejora de la inversión privada y el reparto de riesgos;
- se garantiza la **participación en la creación de riqueza para la sociedad** y se ofrece un complemento a los sistemas públicos de pensiones;

- se apoyan los desafíos transformacionales (**sostenibilidad y digitalización**, en particular);
- se fomentan las **mejores prácticas de las empresas en todo lo referente a transparencia en la gobernanza, igualdad, respeto al medioambiente y generación de empleo**;
- se impulsa la **internacionalización y el negocio exterior** de las empresas cotizadas gracias a la diversidad de su base accionarial y la capacidad de atraer el mejor talento para la gestión.

El tamaño y la actividad importan y está demostrado que países con mercados bursátiles y de capitales más avanzados consiguen “fabricar” empresas más potentes y economías más consolidadas para afianzar internacionalmente su crecimiento, su bienestar y su capacidad de negociación.

Favorecer la actividad y el tamaño de los mercados de capitales españoles pasa por acciones estratégicas. En este sentido, se presentan y justifican a lo largo de este Libro Blanco un conjunto exhaustivo de propuestas de diferente calado que, en general, no son de implementación compleja y en muchos casos ya están vigentes en otros mercados europeos comparables con lo que su aplicación permitiría a los emisores españoles competir en pie de mayor igualdad con emisores de otros países de la Unión Europea, reduciendo eventuales incentivos para la deslocalización de empresas.

Son medidas – tanto de índole legal como fiscal - cuyo fin último responde a la voluntad de **construir un mercado de capitales nacional más competitivo y que apoye con mayor eficacia los exigentes retos de convergencia y transformación que la economía española enfrenta.**

Colaboradores en la redacción del Libro Blanco

Para el **diseño, análisis y elaboración del presente Libro Blanco**, BME ha contado con la **colaboración de Deloitte Legal y Monitor Deloitte** que han participado activamente en la redacción del presente documento.

Adicionalmente, durante la elaboración del presente informe, se ha **recabado la opinión de las principales autoridades financieras y de un buen número de participantes y actores de nuestros mercados de capitales** que constan en la siguiente lista. Aun cuando se han recogido numerosas contribuciones, la redacción final ha corrido a cargo de BME que es, en último término, el único responsable de su contenido.

- Abante Asesores
- AEAT
- AEB
- AIREF
- Alantra
- Banco de España
- Bank of America
- Citigroup
- Clifford Chance
- CNMV
- Cuatrecasas
- DG Tesoro
- Emisores Españoles
- FEDEA
- FinReg360
- Garrigues
- Goldman Sachs
- IEA-FEF
- Inverco
- KPMG
- Linklaters
- Morgan Stanley
- Panza Capital
- Pérez-Llorca
- Pontegadea
- Renta 4
- Spain Investors Day
- Uría Menéndez

Contenido

| | |
|---|------------|
| 0 OBJETIVO DEL INFORME | 3 |
| COLABORADORES EN LA REDACCIÓN DEL LIBRO BLANCO | 5 |
| 1 LA IMPORTANCIA DE LOS MERCADOS DE CAPITALES Y LOS DÉFICITS DE COMPETITIVIDAD QUE LIMITAN LA CONVERGENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA | 7 |
| 2 PRINCIPALES OBSERVACIONES DEL ANÁLISIS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES EN ESPAÑA Y OTRAS ECONOMÍAS COMPARABLES | 11 |
| 2.1 Indicadores de tamaño y evolución | 11 |
| 2.2 Regulación comparada de nuestros mercados | 24 |
| 2.3 Fiscalidad: aspectos competitivos mejorables | 28 |
| 3 LISTA DE MEDIDAS E INICIATIVAS PARA LA MEJORA DE LA COMPETITIVIDAD DE LOS MERCADOS DE CAPITALES ESPAÑOLES | 32 |
| 4 SIMULACIÓN RETROSPECTIVA DEL POSIBLE IMPACTO DE CONTAR CON UN MARCO COMPETITIVO ADECUADO: HIPÓTESIS Y REFLEXIONES FINALES | 41 |
| 5 DESARROLLO DETALLADO DEL INFORME (ANEXOS) | 43 |
| 5.1 Anexo 1: Selección de datos de tamaño y evolución de la economía y los mercados | 43 |
| 5.2 Anexo 2: Análisis regulatorio comparado | 61 |
| 5.3 Anexo 3: Análisis fiscal comparado | 90 |
| 5.4 Anexo 4: Análisis de activos digitales | 120 |
| 6 APÉNDICE | 129 |
| 6.1 Alcance del análisis | 129 |
| 6.2 Agentes involucrados en los mercados de capitales en España | 129 |
| 6.3 Fuentes de información | 131 |
| 6.4 Índice de Gráficas | 132 |
| 6.5 Índice de Tablas | 133 |
| 6.6 Índice de KPIs | 134 |
| 6.7 Glosario y acrónimos | 136 |

1 La importancia de los mercados de capitales y los déficits de competitividad que limitan la convergencia de la economía española

Los mercados de capitales se han desarrollado extraordinariamente en España desde la primera Ley del Mercado de Valores en 1988. Gracias a ello, su contribución al progreso económico y social y a la creación de grandes grupos multinacionales ha sido muy relevante, especialmente hasta la crisis financiera de 2008 y la posterior crisis de deuda en la zona euro.

Una de las principales aportaciones de la Bolsa española al crecimiento de la economía ha sido en el ámbito de la internacionalización de los negocios y la competitividad exterior de las empresas españolas, cuyas exportaciones, en términos nominales, han registrado el mayor crecimiento entre 2012 y 2021 frente a las economías más potentes de la Eurozona (Alemania, Francia, Italia y Países Bajos). Y los datos de 2022 y 2023 parecen confirmar esta buena dinámica.

Otra aportación relevante de los mercados de capitales al dinamismo de la economía es su capacidad para proporcionar importantes cantidades de financiación diversificada en todo momento y para todo tipo de empresas. Esa característica, ha sido determinante para impulsar sólidamente el crecimiento español en ciclos de bonanza y, también, para financiar y reestructurar partes importantes de la economía en etapas de crisis como las registradas en las últimas dos décadas.

En los últimos años, se observa una pérdida de peso y de presencia de nuestros mercados de capitales en la escena internacional con una insuficiente contribución a la mejora de la competitividad de la economía española. Esto no ha sido así en otros países comparables de nuestro entorno.

Contar con unos mercados de capitales fuertes y atractivos ha demostrado ser un factor determinante de aceleración del progreso económico de los países más avanzados. En España, en los últimos años, los mercados de capitales se están debilitando respecto a los países de su entorno y este informe pone de relieve que se pueden poner en práctica muchas medidas para conseguir dar la vuelta a esta tendencia.

Según nuestros análisis, constatamos que siguen existiendo numerosas trabas o umbrales fiscales y regulatorios que afectan a la situación actual y al potencial de desarrollo de nuestros mercados de capitales que, especialmente en los últimos años, están minando de manera importante su competitividad. En algunos casos se han tomado medidas que discriminan a los activos y los mercados españoles frente a otros competidores favoreciendo arbitrajes regulatorios y fiscales que, además, en un entorno de armonización europea, tienen todavía menos sentido.

Creemos que esto ocurre por una consideración insuficiente del importante rol que desempeñan los mercados de capitales para crecer y, especialmente, para hacerlo más rápido. Esa valoración de los mercados tiene consecuencias negativas sobre la forma de aprovechar con mayor eficacia algunas mejoras importantes que se están produciendo en nuestra estructura de crecimiento económico y por ello entendemos que es buen momento para actuar con la decisión y el sentido adecuados.

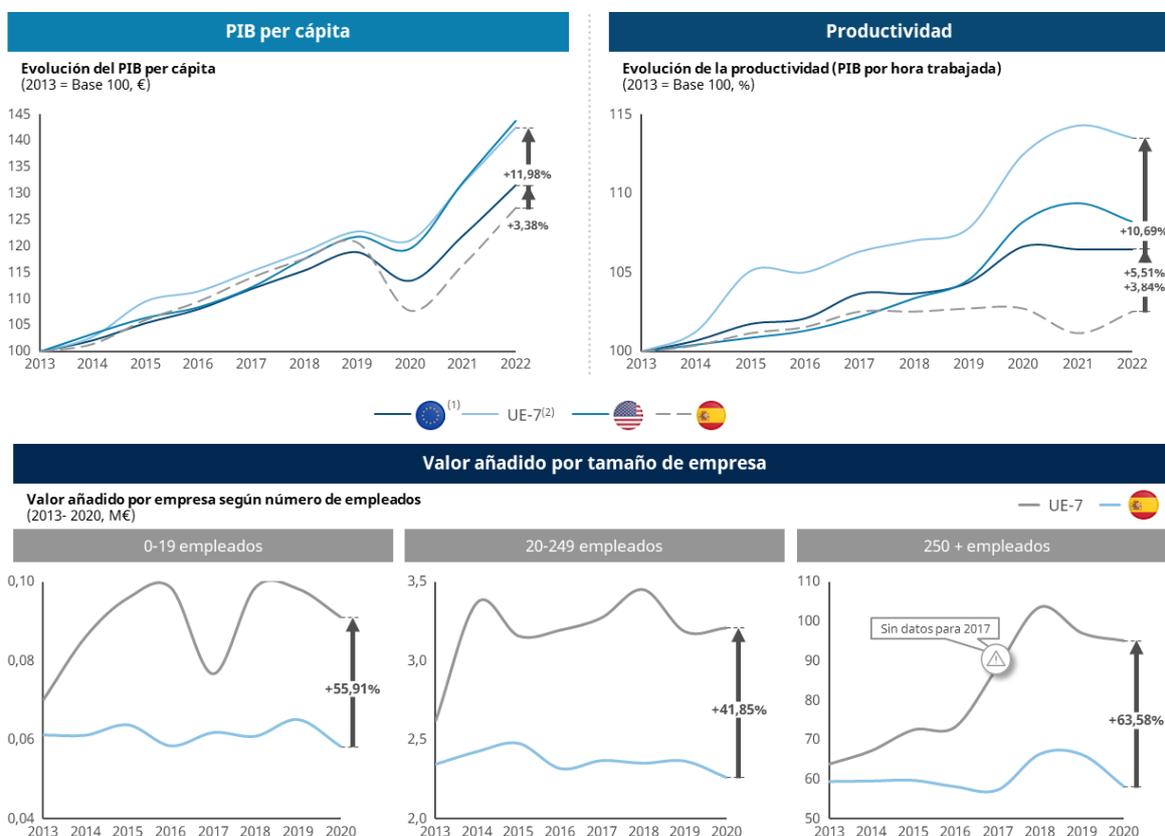
Algunas lecturas destacables que nos dan los datos sobre las consecuencias de ese déficit de atención hacia el papel de nuestros mercados son la pérdida de interés del capital nacional e internacional en nuestros activos financieros estratégicos (nuestras empresas); también en muchos casos la escasa o nula presencia de los mercados de capitales españoles en productos financieros de gran demanda; o, por último, la ausencia de fórmulas de inversión alternativas. Son todos ellos elementos que han permitido a otros países de nuestro entorno encauzar fuertes volúmenes de inversión a través de sus sistemas, con los positivos efectos que ello tiene sobre el empleo, la productividad y, en suma, la actividad económica interna de esos países.

Principales datos de nuestro diagnóstico

A pesar del progreso económico y social de España desde la última década del siglo pasado, los niveles de convergencia con Europa en PIB per cápita están por debajo de lo esperado, entre otras cosas porque nuestros indicadores de productividad y gasto en innovación tienen un amplio margen de mejora respecto a los estándares de los países más avanzados de Europa.

Necesitamos mejorar el tamaño medio de nuestro sector empresarial y disponer de la capacidad inversora necesaria para completar con éxito el proceso de transformación y reformas que demanda la economía española. En este sentido nos parece de especial importancia contar con el soporte de un mercado de capitales competitivo que sea atractivo para el ahorro doméstico e incentive el interés del capital internacional.

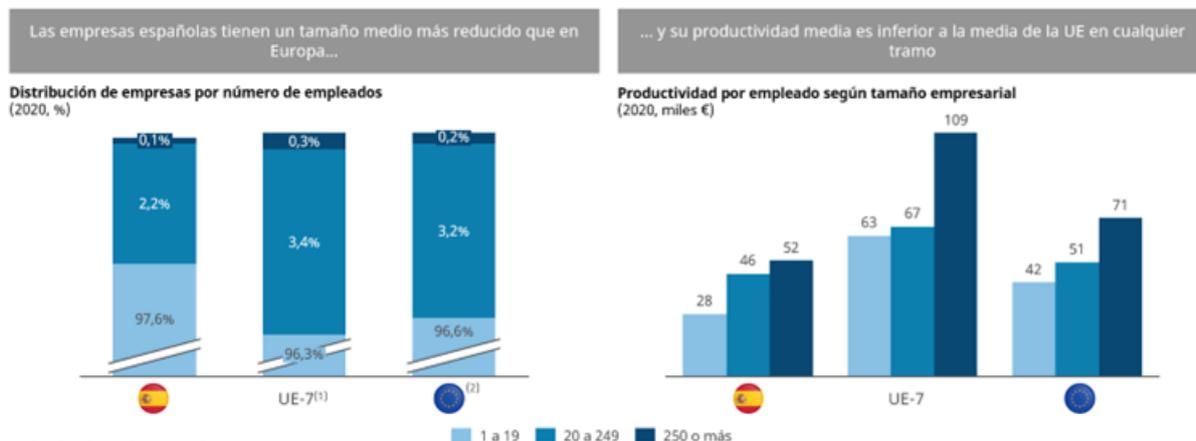
Gráfica 1 - Indicadores de convergencia macroeconómicos



(1) Zona euro; (2) Media de los valores para Alemania, Francia, Italia, Holanda, Suecia, Irlanda y Luxemburgo

Fuente: Eurostat, OECD, US Federal Reserve, Swiss National Bank, UK Office for National Statistics

Gráfica 2 - Tamaño de las empresas y productividad

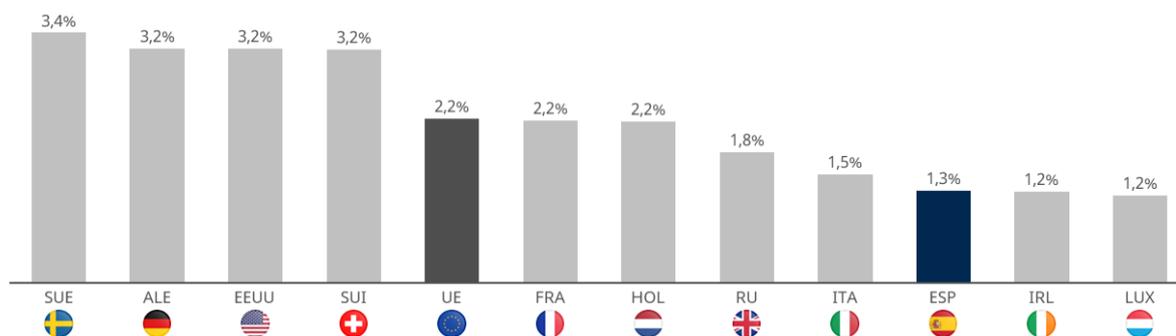


(1) Incluye las economías consideradas en el benchmark: Alemania, Francia, Italia, Países Bajos, Irlanda y Luxemburgo;

(2) Zona euro

Fuente: OECD

Gráfica 3 - Volumen de inversión en I+D total por país



Datos como porcentaje del PIB (2019)

Fuente: Eurostat (2021), US Bureau of Labor Statistics (2021)

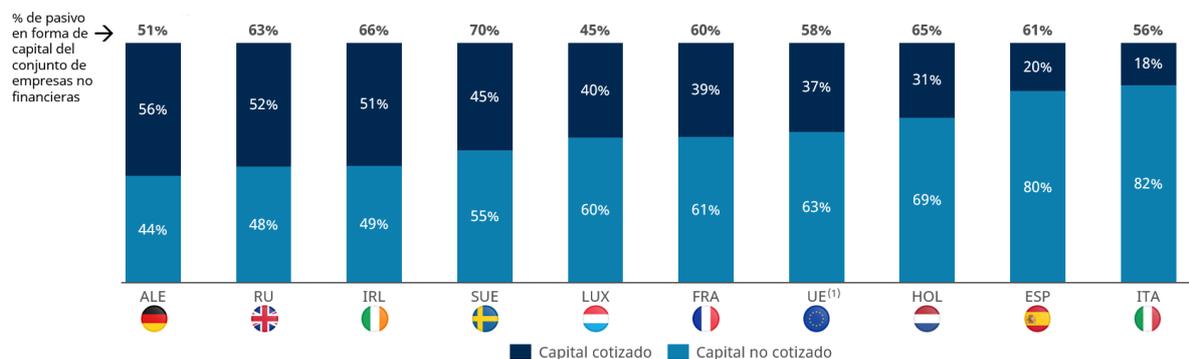
Los datos muestran que las Bolsas son los motores de financiación en forma de capital de los países más desarrollados. Más empresas presentes en los mercados públicos y de mayor tamaño son, por sí mismos, hechos diferenciales positivos de crecimiento económico.

En los últimos años se observa cómo la vía de la financiación alternativa mediante fórmulas como el Capital Riesgo (*Private Equity*) gana presencia en la estructura de financiación empresarial del país. Lo que podría considerarse como un elemento de diversificación positivo pasa a no serlo tanto cuando ese crecimiento viene derivado de una elección que excluye a los mercados de capitales de la vida de las empresas.

Hay razones que pueden explicar una parte de esta atonía de incorporaciones a Bolsa de empresas medianas y grandes como un ambiente de mercado muy inestable o la anómala y prolongada situación de tipos de interés bajos que vivimos durante mucho tiempo. Pero no solo eso, también sabemos que hay incentivos que desvirtúan la neutralidad entre ambas vías de financiación a favor del Capital Riesgo, o que los procedimientos, trámites, exigencias y plazos administrativos que acompañan a los procesos de salida a Bolsa o casi cualquier operativa financiera dirigida a una comunidad inversora más abierta, son mucho más largos, tediosos, complejos y, en ocasiones, aplicados tal vez con un exceso de celo que podría ser

evitado. Y es en estos terrenos donde por razones de índole e interés nacional creemos que se puede y se debe actuar.

Gráfica 4 - Financiación de las empresas no financieras en forma de capital cotizado y no cotizado



(1) Zona euro; (2) Otros incluye financiación comercial/proveedores y derivados financieros. Estructura del capital no disponible para Estados Unidos y Suiza

Fuente: Eurostat, US Federal Reserve, Swiss National Bank, UK Office for National Statistics

El apoyo y refuerzo de los mercados de capitales constituyen una dimensión esencial para acelerar algunas de las exigencias más necesarias de España: mayor tamaño de nuestras empresas, mayores niveles de productividad y mejor nivel de interlocución en la esfera de influencia económica internacional.

En los últimos años hay ejemplos de cómo la contribución de los mercados de capitales a la racionalización y el crecimiento de núcleos de interés estratégicos para España ha sido decisiva. Y, además, lo ha sido en poco tiempo. Entre ellos podemos destacar tres muy evidentes: el primero es su papel en el proceso de **reestructuración y recapitalización del sector bancario**; el segundo es la apertura de un segmento de mercado como el de SOCIMIS que ha vuelto a **dinamizar un sector básico de la economía española, el sector inmobiliario**; y el tercero el **rápido desarrollo de mercados alternativos de renta fija y acciones que han permitido a muchas empresas de pequeño tamaño acometer sus planes de negocio y expansión** de una forma muy exitosa

En un entorno de abierta competencia para los mercados de capitales, sin contar con el mejor marco normativo posible para nuestros mercados de capitales, corremos el riesgo de quedarnos atrás en ámbitos críticos para nuestro futuro (por ejemplo, temas como la sostenibilidad o la digitalización de la economía) y se pierda la opción de apoyarse eficazmente en los mercados para alcanzar metas de desarrollo económico más ambiciosas.

En el presente **informe se presentan medidas concretas que contribuirían a revertir el proceso de retroceso del peso de los mercados de capitales nacionales** anteriormente mencionados. El conjunto de propuestas se agrupa en cuatro categorías clave:

- **Medidas para fomentar la incorporación de las empresas a los mercados de valores españoles:** aquéllas que faciliten y promuevan la participación de las empresas españolas en los mercados de valores, incluyendo la simplificación de los

procesos de admisión y la extensión de beneficios fiscales a empresas que coticen en Sistemas Multilaterales de Negociación (SMNs).

- **Medidas para potenciar la canalización de la inversión hacia las empresas:** orientadas a favorecer la liquidez de las empresas y sus opciones de financiación. Se proponen iniciativas para incentivar la participación de pequeños inversores y la creación de productos o vehículos de inversión en PYMES.
- **Medidas para atraer la circulación de ahorro e inversión en mercados nacionales evitando su deslocalización:** aumentar la oferta y el atractivo de los productos y servicios financieros en España para fortalecer la industria y la economía locales. Se sugieren acciones como la implantación de medidas fiscales que favorezcan la negociación de activos financieros en los mercados de capitales españoles en condiciones de justa competencia.
- **Medidas para favorecer el desarrollo efectivo de nuevos ecosistemas regulados de inversión y financiación:** medidas e iniciativas encaminadas a incorporar desde el principio y en condiciones de plena competencia a los procesos de implantación de nuevos productos y mercados innovadores basados en tendencias consolidadas como la sostenibilidad y el desarrollo de los activos digitales. También fórmulas flexibles de inversión financiera orientadas al largo plazo y un plan a gran escala para aumentar la educación financiera de las familias.

2 Principales observaciones del análisis de los mercados de capitales en España y otras economías comparables

2.1 Indicadores de tamaño y evolución

Durante los últimos años, se viene observando una pérdida de relevancia y competitividad de los mercados de capitales españoles a nivel europeo y global. El análisis realizado en este epígrafe tiene tres objetivos principales:

- Obtener un diagnóstico objetivo de la evolución y la situación actual de la competitividad de los mercados de capitales españoles dentro del entorno europeo y global.
- Identificar, según los casos, las causas raíz de la pérdida o la falta de competitividad de los mercados de capitales en España respecto a los mercados de capitales internacionales más desarrollados.
- Identificar los países de referencia para cada mercado y/o producto financiero como guía para señalar las prácticas que mejor puedan acercar a España al objetivo declarado en este informe.

Para llevar a cabo el documento se han tomado como referencia **siete de los principales mercados de la unión Europea** (Alemania, Francia, Italia, Países Bajos, Suecia, Irlanda y Luxemburgo) y **tres mercados del resto de la esfera internacional** (Estados Unidos, Reino Unido y Suiza).

Desde 2013, el **crecimiento** del índice bursátil español **IBEX 35®** ha sido **el más reducido (+11%)** entre los índices de referencia de las economías comparables.

Gráfica 5 - Evolución de los principales índices bursátiles

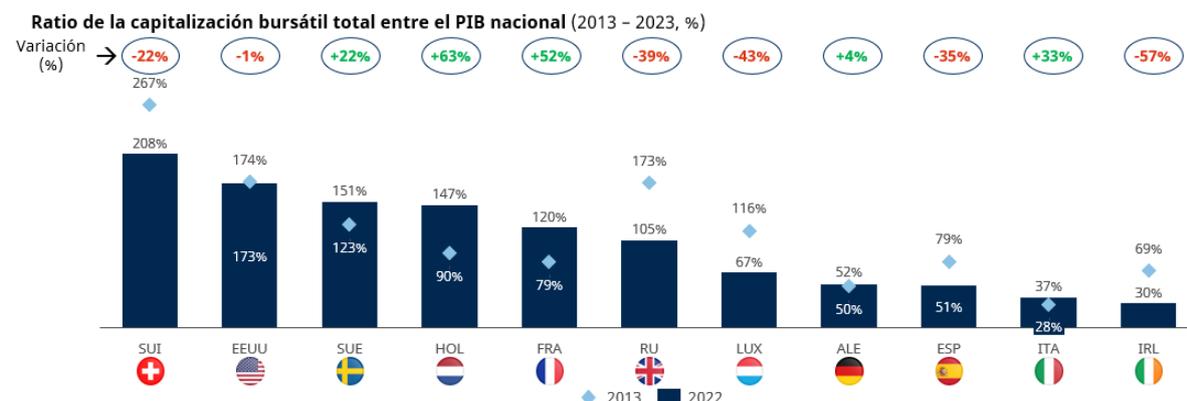


Datos desde enero de 2013 hasta mayo de 2023

Fuente: Refinitiv Workspace

España es uno de los países cuyas empresas están menos representadas en Bolsa en relación con el PIB. La capitalización bursátil de las mismas alcanza hoy solo el 51% del PIB nacional y en el último decenio su representatividad ha caído un 35%. Este fuerte descenso se produce, además, en un contexto donde el PIB no ha crecido especialmente en los últimos años.

Gráfica 6 - Evolución de la capitalización bursátil sobre el PIB



Fuente: WFE, BME, Euronext, Borsa Italiana, Nasdaq Nordic

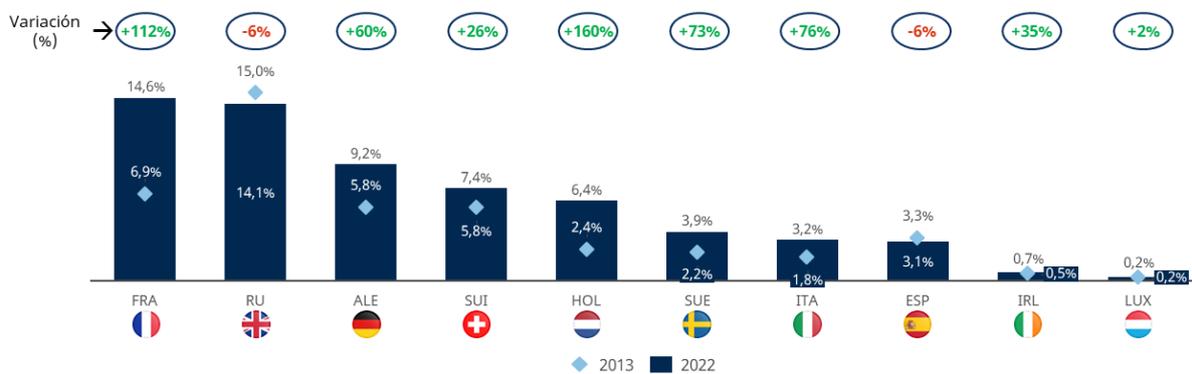
Entre 2013 y 2022, el **mercado de valores español medido por la capitalización de sus empresas cotizadas ha perdido relevancia en el mundo** (pasando del 1,4% al 0,6% del total) **y también en Europa, su área económica de referencia** (del 3,3% al 3,1%), donde los principales mercados comparables de la eurozona han ganado peso.

Gráfica 7 - Evolución de la capitalización bursátil nacional sobre la capitalización mundial total



Fuente: WFE, BME, Euronext, Borsa Italiana, Nasdaq Nordic

Gráfica 8 - Evolución de la capitalización bursátil nacional sobre capitalización de los países EMEA total

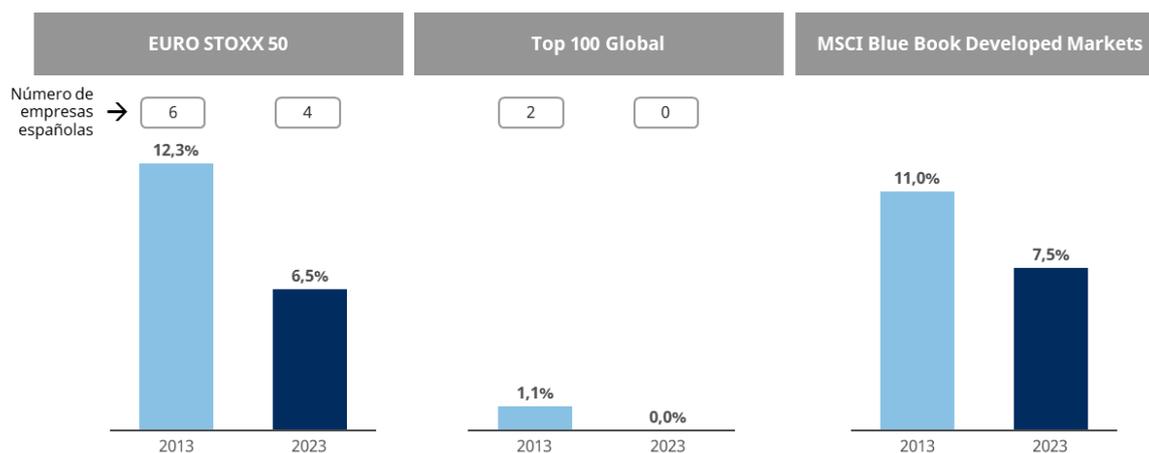


Nota: EMEA es el acrónimo utilizado por diferentes instituciones para agrupar Europa, Oriente Medio y África. En el caso de las bolsas, la zona europea concentra alrededor del 90-95% del valor de las empresas cotizadas

Fuente: WFE, BME, Euronext, Borsa Italiana, Nasdaq Nordic

El **peso de las empresas españolas cotizadas en el índice de referencia europeo EURO STOXX 50 se ha reducido casi hasta la mitad desde 2013, pasando del 12,3% al 6,5%**. La **presencia española en el ranking Top 100 Global se perdió en 2018**. Además, España ha sido la economía que más peso ha perdido en el índice MSCI Blue Book Developed Markets en la última década.

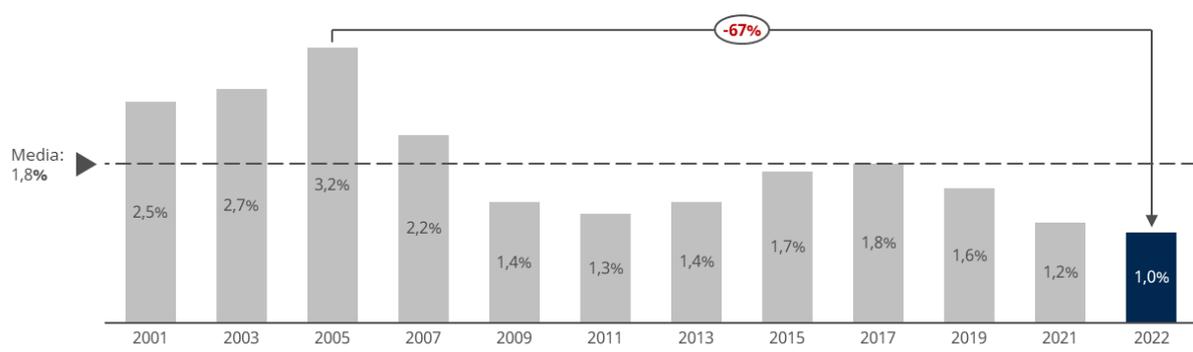
Gráfica 9 - Peso relativo de la capitalización bursátil española en distintos índices de referencia de renta variable



Fuente: Refintiv Workspace, MSCI Blue Developed Markets

En paralelo a estas tendencias, el **peso de las acciones cotizadas de emisores de valores españoles en la composición de los fondos y SICAVs españoles ha disminuido el 67%** desde 2005, presentando su nivel más bajo en lo que va de siglo. Este dato también parece sugerir una falta de incentivos para invertir en acciones de compañías españolas y que el universo elegible se ha reducido progresivamente de forma importante en los últimos años.

Gráfica 10 - Peso de la cartera de renta variable española de los Fondos y SICAVS



Fuente: CNMV y BME

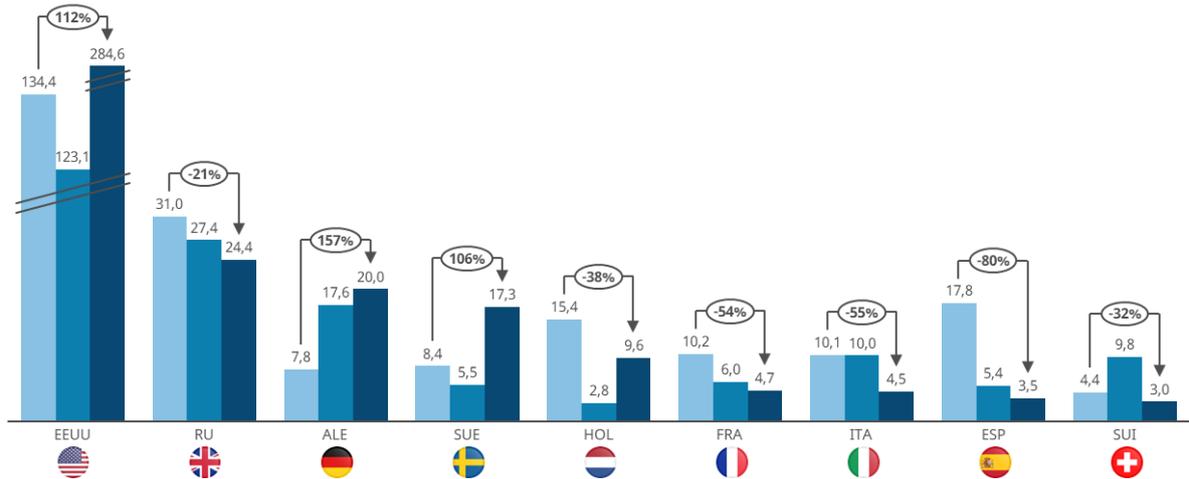
El **capital captado mediante salidas a Bolsa (OPV/IPO) en España entre 2020 y 2022 ha caído a una quinta parte del registrado entre 2014 y 2016**, principalmente debido a la escasez de incorporación de empresas de tamaño medio y alto a los mercados públicos de valores españoles. Un fenómeno no exclusivo de España, pero sí más intenso por causas que apuntan principalmente al escaso tamaño medio de su tejido empresarial y, en paralelo, a la

complejidad y exigencia de los procesos de salida a Bolsa frente a alternativas de financiación como el Capital Riesgo con muchos menos controles regulatorios. En los últimos años, con la Unión de los Mercados de Capitales en Europa (CMU), se ha denunciado e intentado paliar el problema que para la competitividad y la economía europeas supone este preocupante descenso de las empresas en las Bolsas, aunque con escaso éxito hasta la fecha.

Gráfica 11 - Capital obtenido a través de salidas a Bolsa en cada mercado

Capital captado mediante IPO en cada mercado (2014 - 2022; MME)

2014-2016 2017-2019 2020-2022



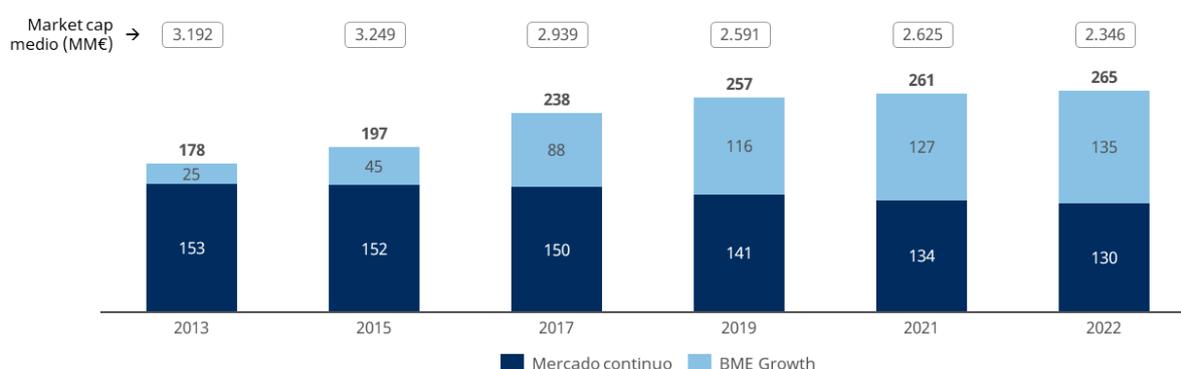
Se contabilizan las IPOs en Nasdaq Stockholm y en Nordic Growth Market para el caso de Suecia. Luxemburgo e Irlanda no se muestran en el análisis debido al bajo volumen en número de IPOs y capital levantado en comparación al resto de mercados

Datos en millones de euros

Fuente: WFE, BME, Euronext, Borsa italiana, Deutsche Börse, LSE, Nasdaq Nordic & Nordics

La puesta en marcha y el empuje demostrado en esta década por parte del segmento de mercado bursátil BME Growth para empresas de tamaño reducido ha demostrado el importante valor de los mercados públicos de valores como aceleradores del crecimiento empresarial, pero, desafortunadamente por su tamaño, se queda en una aportación cuantitativamente escasa para las necesidades de convergencia de productividad y crecimiento que requiere la economía española de forma urgente. En el segmento principal de la Bolsa española el resultado neto entre exclusiones y nuevas incorporaciones es persistentemente negativo desde hace un lustro.

Gráfica 12 - Evolución del número de empresas cotizadas en BME (Mercado continuo y BME Growth)



Fuente: BME

Gráfica 13 - Salidas a Bolsa y exclusiones del mercado continuo de BME



Fuente: BME

Algunas medidas han acelerado esta pérdida de competitividad, como la modificación legislativa L11/2021 que ha provocado **una reducción significativa del número de SICAVs españolas (-50%) y su capitalización bursátil (-38%) entre 2021 y 2022**. Esto ha provocado casos de deslocalización de dichos vehículos hacia países con normativas y fiscalidad más favorables, como Luxemburgo.

Gráfica 14 - Evolución del número de SICAVs en España y capitalización bursátil total

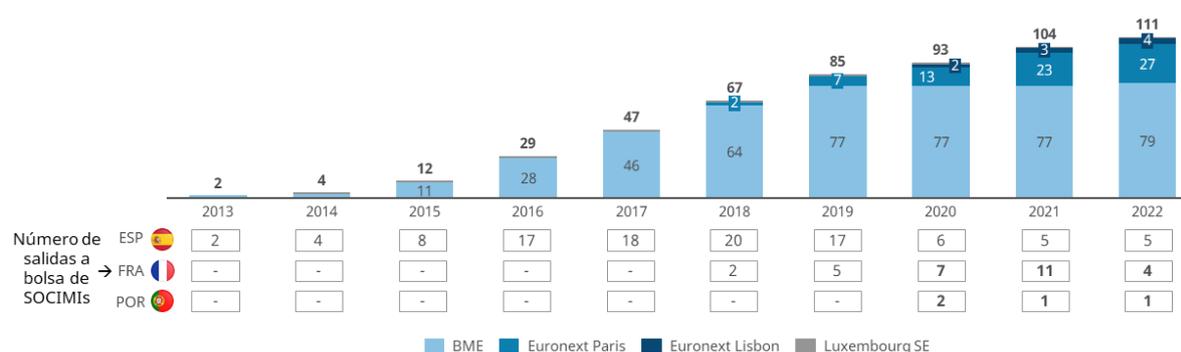


Datos en millones de euros

Fuente: BME

En el caso de las SOCIMI españolas, tras crecer su número de forma constante en los mercados de valores españoles desde 2013, desde 2020 parecen incorporarse menos y muchas de las que lo hacen prefieren cotizar en Euronext París y Lisboa, principalmente debido a las mayores facilidades de admisión en dichos mercados.

Gráfica 15 - Número de SOCIMIs domiciliadas en España según el mercado donde cotizan

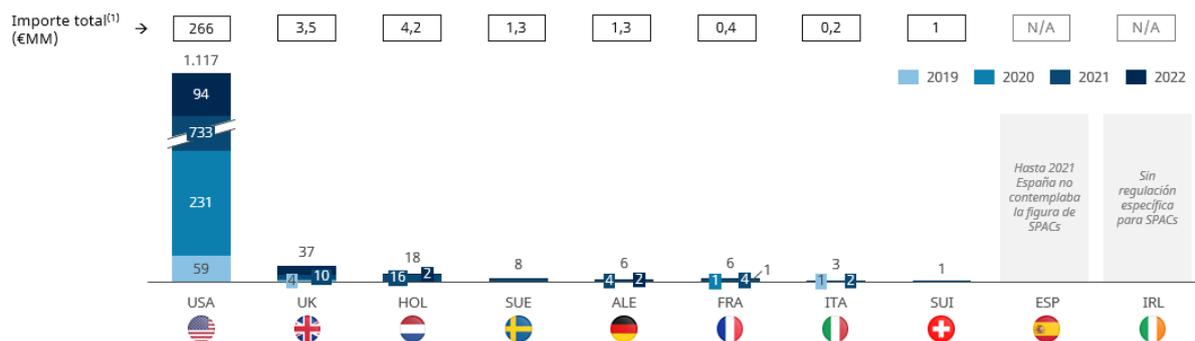


(1) La SOCIMI Saint Croix fue fundada en Luxemburgo 2011 y cambió su sede social a España en el año 2014, manteniendo su cotización en el mercado luxemburgués

Fuente: BME, Euronext

Instrumentos como las SPACs, destinadas a favorecer la incorporación de empresas de cierta dimensión a las Bolsas de una manera más ágil, han prosperado en los últimos años en otros mercados. Sin embargo, dichos vehículos no se han desarrollado en España por el retraso legislativo en la regulación de los aspectos societarios y de mercado de valores de la figura, y por la falta de claridad fiscal en el tratamiento de las operaciones corporativas que implican.

Gráfica 16 - Evolución de las SPACs admitidas a cotización en los mercados globales

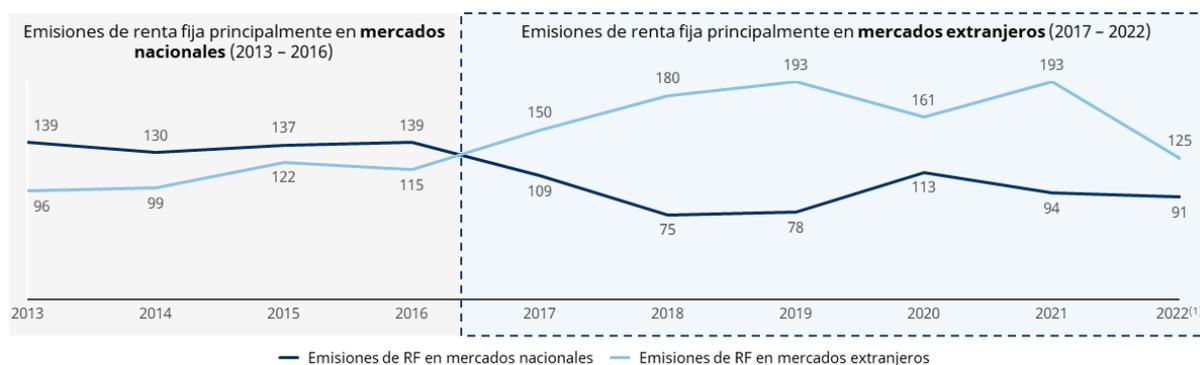


Luxemburgo excluido por indisponibilidad de datos. Importe total incluye overallotments

Fuente: Refinitiv Workspace

La pérdida de competitividad de los mercados de capitales españoles no es un hecho que se reduzca a los productos o instrumentos relacionados con las acciones (renta variable). **También en el ámbito de la financiación empresarial mediante la emisión de deuda doméstica se observan déficits importantes. Así, el volumen total de renta fija de emisores españoles se mantiene estable desde 2017 pero dichas emisiones, en especial las de mayor tamaño, se realizan preferentemente en mercados extranjeros** por la mayor facilidad en cuanto a requisitos y plazos de los procesos de emisión fuera de España. Claramente, esto limita el desarrollo de la industria financiera en nuestro país.

Gráfica 17 - Evolución de las emisiones de renta fija por parte de emisores españoles



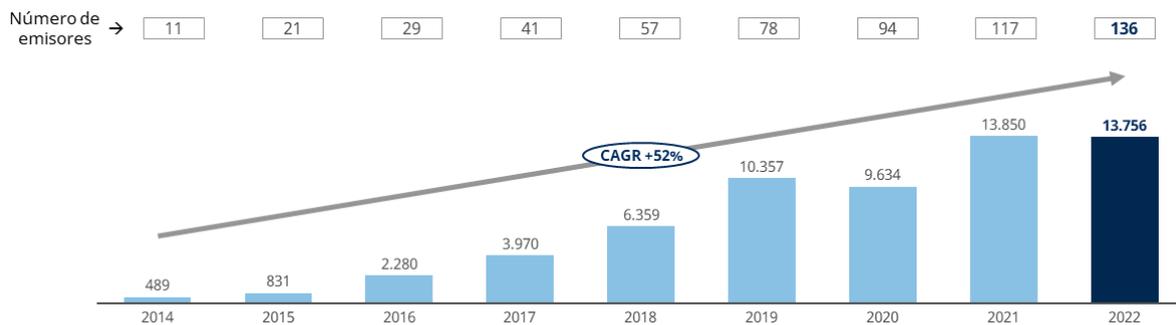
(1) Incluye datos hasta septiembre de 2022

Datos en millones de euros

Fuente: CNMV

Como en el caso de la renta variable con BME Growth, **el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), creado en 2013, ha experimentado un crecimiento anual en volumen emitido del 52% y suma unos 15 nuevos emisores al año**, pero sigue siendo una proporción pequeña respecto al tamaño de la economía española y el número de emisores potenciales. Potenciar desde la Administración la cotización de emisiones de deuda de entes públicos podría ser uno de los puntos a explorar para aumentar la profundidad de los mercados de capitales en España.

Gráfica 18 - Evolución del número de emisores españoles y volumen de financiación en el MARF



Datos en millones de euros

Fuente: BME

El volumen de opciones y futuros financieros negociados en España también ha sufrido un proceso de contracción similar, con una disminución del 39,5% desde 2013. Estos productos son el reflejo de la amplitud y liquidez de los mercados y suelen ser muy utilizados por inversores internacionales, así como indispensables para la gestión de las carteras de valores de los inversores institucionales.

Gráfica 19 - Volumen de opciones y futuros negociados en España

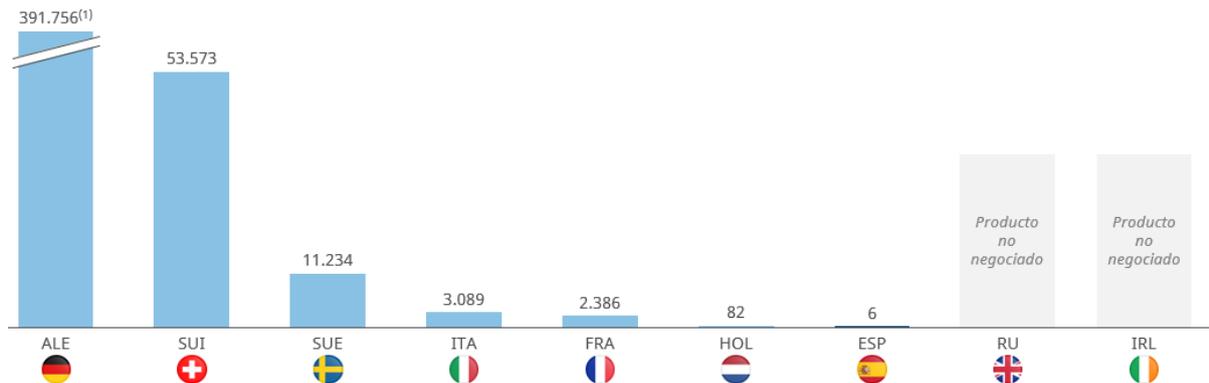


Datos en millones de euros. Excluidos los productos derivados relacionados con commodities

Fuente: BME

Por lo que respecta al desarrollo en España de nuevos instrumentos de inversión, que permiten una mayor oferta para los inversores, este aún es marginal. Por ejemplo, los certificados de inversión representan tan sólo el 0,01% de los productos cotizados debido, principalmente, a un tratamiento fiscal no adaptado a las características de lo que debería de ser un mercado líquido y con cierta profundidad.

Gráfica 20 - Volumen de certificados de inversión listados por mercado



Estados Unidos y Luxemburgo excluidos por indisponibilidad de datos

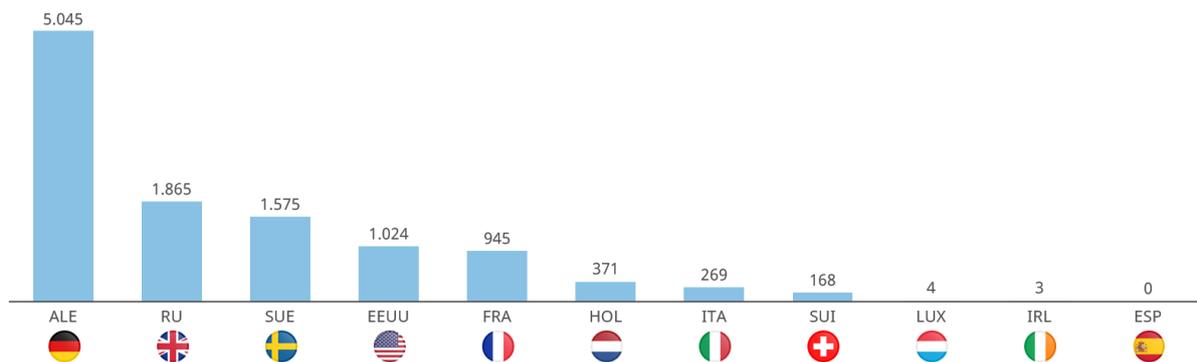
(1) Solo se han tomado los datos de Börse Stuttgart debido a que la inmensa mayoría de los productos también están admitidos en el mercado gestionado por la Deutsche Börse (dual listing)

Datos en unidades listadas. 2023

Fuente: BME, Euronext, Deutsche Börse, Börse Stuttgart, Borsa italiana, FESE

Del mismo modo, **España carece también de mercado para *Exchange Traded Products (ETPs)*** Estos productos gozan de gran popularidad en países de nuestro entorno. Nuevamente, la norma fiscal que se les aplica aquí parece ser en este caso un factor importante que limita su desarrollo.

Gráfica 21 - Número de ETPs cotizados por país

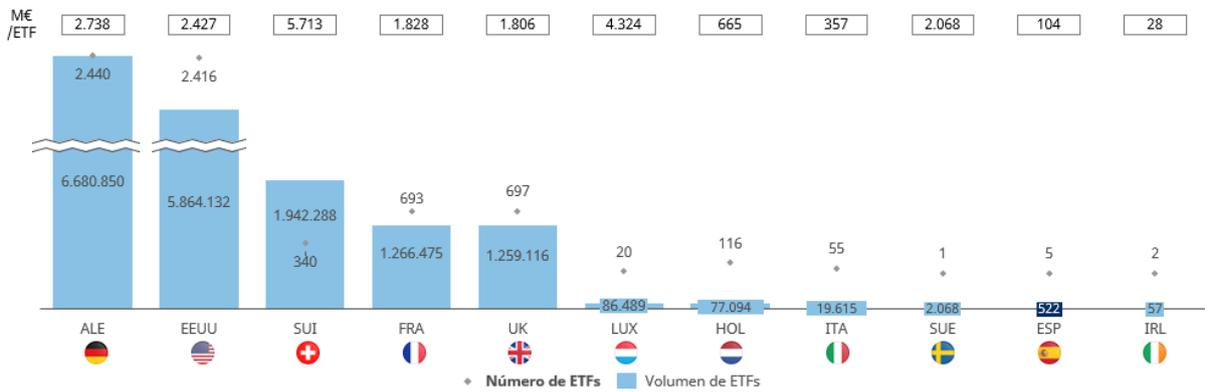


(1) ETP incluye ETPs, ETCs y ETNs, (2) Los productos europeos pueden cotizar simultáneamente en múltiples mercados

Fuente: BME, Refinitiv Workspace

La fiscalidad adversa que también se ha dispuesto para los *Exchange Traded Funds* (ETFs) explica el escaso desarrollo que han tenido en España, e incluso su retroceso a partir de 2017. Por el contrario, esta tipología de fondos de inversión ha registrado un crecimiento espectacular en los países de nuestro entorno y, especialmente, en Estados Unidos, el país con los mercados de capitales más desarrollados.

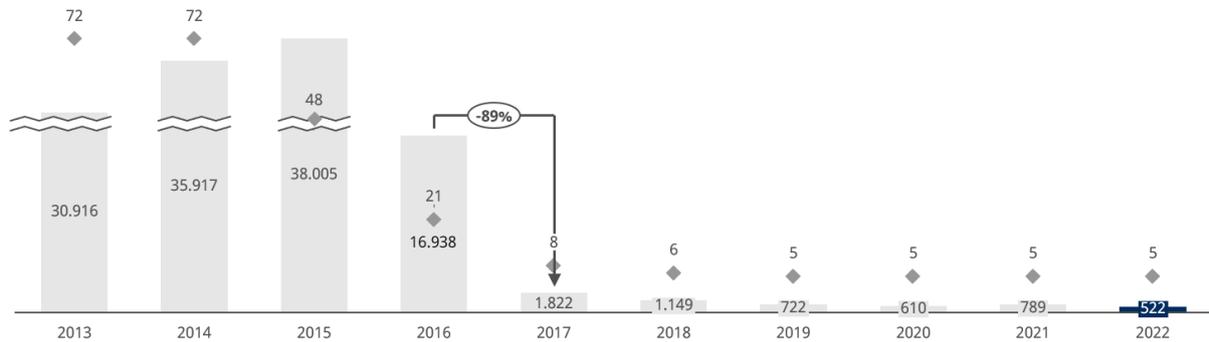
Gráfica 22 - Activos bajo gestión y número de ETFs cotizados por mercado



Datos en millones de euros (2023)

Fuente: Refinitiv Workspace, BME

Gráfica 23 - Evolución de los activos bajo gestión y número de ETFs cotizados en España

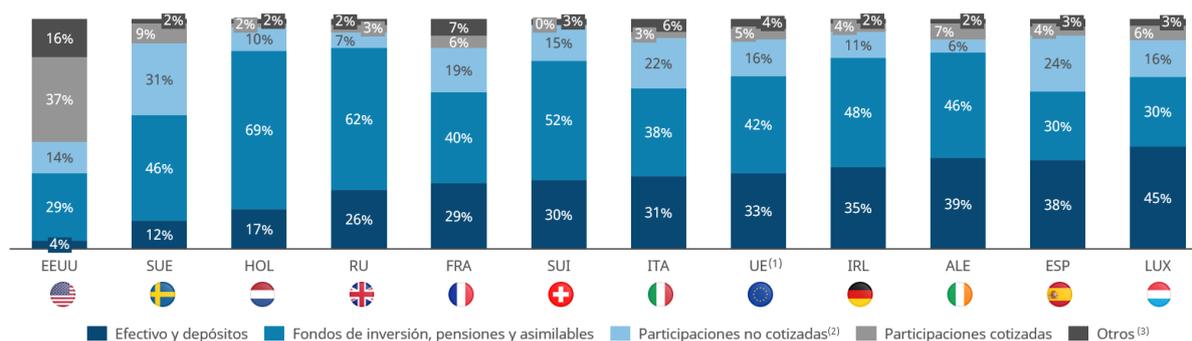


Datos en millones de euros

Fuente: BME

Los déficits comentados guardan también relación con la particular distribución del ahorro de las familias en España respecto a las economías centrales y más desarrolladas de la UE. Un esquema de oferta muy centrado en el canal bancario ha contribuido a **sobre ponderar históricamente los activos reales inmobiliarios y los financieros tipo depósitos** en las carteras de ahorro e inversión de los hogares. **Esta concentración de la demanda en esta clase de activos ha tenido también incidencia en el menor desarrollo de la oferta de productos de inversión financiera de otro tipo**, especialmente porque los gobiernos han podido encontrar pocos incentivos en promocionar de forma decidida y estable instrumentos o fórmulas alternativas de inversión para particulares orientadas al largo plazo. Esto se observa en la comparación de la distribución por productos del ahorro financiero de las familias en Europa. En este punto, sería deseable que entre las acciones a llevar a cabo por los gobiernos desde ahora mismo se intente reducir esta brecha con Europa mediante la promoción de programas dirigidos a aumentar el nivel de formación financiera de la población, así como cambios culturales e incentivos para lograr que una mayor proporción del ahorro familiar se destine a productos financieros con vocación de largo plazo, tal como ocurre en otros países cercanos.

Gráfica 24 - Distribución de los activos financieros de los hogares



(1) Zona euro; (2) Incluye participaciones no cotizadas en sociedades anónimas y participaciones en sociedades limitadas; (3) Incluye deuda adquirida, derivados financieros y otras categorías no recogidas en el resto

Fuente: Eurostat, US Federal Reserve, Swiss National Bank, UK Office for National Statistics

Gráfica 25 - Comparativa del ahorro financiero

Ahorro financiero per cápita
(€, 2022)



Fuente: Eurostat y cálculos BCE

Por lo que respecta a las nuevas categorías de inversión, los **activos digitales están ganando un notable protagonismo en los mercados financieros globales**, gracias a la creciente digitalización y a la evolución de la tecnología *blockchain*. La regulación sobre dichos activos y mercados está experimentando cambios significativos especialmente en el entorno de la Unión Europea, como por ejemplo con [la introducción del Reglamento de los Mercados en Criptoactivos \(MiCA\)](#).

Al igual que ha ocurrido en otro tipo de mercados, **España no ha estado entre los países que han ido avanzando desarrollos normativos pensados para ocupar posiciones competitivas como catalizador de estos flujos de inversión digital en los momentos de arranque de este proceso de crecimiento**. En la siguiente tabla, se compara la implantación de forma proactiva – y favorable – del marco normativo de la MiCA entre los diferentes países europeos de cara a atraer inversiones y estimular el desarrollo del mercado de activos digitales en el futuro.

Tabla 1 - Situación Comparada: la regulación europea de los criptoactivos antes del reglamento MiCA

| País | Preadopción MiCA | Comentario |
|---|------------------|---|
|  España | No | Antes de MiCA España únicamente había implementado la Quinta Directiva de la UE sobre la lucha contra el blanqueo de capitales (5MLD), y la CNMV publicó la circular 1/2022 sobre normas, principios y criterios a los que debe sujetarse la actividad publicitaria cuando se presenten los criptoactivos como objeto de posible inversión. |
|  Francia | Sí | Francia cuenta desde hace ya meses con un marco regulatorio sólido para las criptomonedas y con una supervisión efectiva sobre actividades relacionadas. Antes de MiCA ya tenía regulaciones específicas para la prestación de servicios de criptoactivos y la obtención de autorización y licencias (Artículo L. 54-10-3 del Código monetario y financiero francés MFC). |
|  Alemania | Sí | Antes de MiCA Alemania ya contaba con regulaciones específicas para la prestación de servicios de criptoactivos y un proceso para obtener la autorización y licencia por parte de BaFin (Autoridad supervisora federal de finanzas) marco regulatorio financiero ya establecido. |
|  Italia | No | No ha tenido ningún régimen regulatorio para la autorización y licencia para la prestación de servicios cripto antes de MiCA. |
|  Países Bajos | No | Sin regulación previa para autorización y licencia de prestación de servicios cripto. Únicamente había incorporado la 5MLD en su legislación. |
|  Irlanda | No | Únicamente había implementado la 5MLD. |

| País | Preadopción MiCA | Comentario |
|------------|------------------|---|
| Luxemburgo | No | Únicamente había incorporado la 5MLD y tenía un proyecto de ley para incluir DLT en instrumentos financieros. |

Fuente: Elaboración propia

El [Anexo 5.1](#) del presente informe contiene el detalle de cada uno de los indicadores de tamaño y evolución analizados, cubriendo: i) la evolución y situación actual de competitividad de los mercados de valores españoles dentro del ámbito europeo y global; ii) las causas raíz de la pérdida o falta de competitividad; iii) la identificación de los países de referencia para cada mercado y/o producto financiero.

De la relación de indicadores analizados se han seleccionado aquellos considerados como más representativos para incluir en los epígrafes 1 y 2.1 de este documento.

2.2 Regulación comparada de nuestros mercados

Se ha llevado a cabo un detallado **diagnóstico regulatorio comparado** entre España y un grupo de países seleccionados con ciertos criterios de afinidad competitiva en el entorno de los mercados de capitales. Para la comparación **se han seleccionado indicadores o aspectos regulatorios cuya existencia (o inexistencia) pueden ayudar a decantar las decisiones de inversores y emisores en favor de los mercados de unos países frente a otros.**

La siguiente matriz recoge los aspectos regulatorios analizados para cada una de las jurisdicciones y representa gráficamente el resultado de las comparaciones establecidas:

Gráfica 26 - Resumen del análisis regulatorio comparado

| | España | Alemania | Francia | Italia | Países Bajos | Irlanda | Luxemburgo | Suecia | Suiza | Reino Unido |
|--|--------|----------|---------|--------|--------------|---------|------------|--------|-------|-------------|
| Fomento de la incorporación de empresas a los mercados de valores | | | | | | | | | | |
| Fomento de la cultura de mercado | | | | | | | | | | |
| Preparación para la regulación europea de criptoactivos (Reglamento MiCA) | X | ✓ | ✓ | X | X | X | X | X | ✓ | ✓ |
| Inexistencia de la obligación de pasar a un sistema de negociación al mercado regulado | X | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Vehículos de inversión orientados a la inversión en PYMES nacionales | X | X | ✓ | ✓ | X | X | X | X | X | ✓ |
| Posibilidad del depositario central de valores (DCV) español de ofrecer la custodia y liquidación de Eurobonos | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | N/A | ✓ | ✓ | X | ✓ |
| Operativa del préstamo de valores de las Instituciones de Inversión Colectiva | X | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Restricciones a la inversión extranjera en empresas | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | X | N/A | X | ✓ | ✓ |

Fuente: Elaboración propia

Los resultados obtenidos en nuestros análisis ponen de manifiesto que **el marco regulatorio específico en España merma la competitividad de sus mercados de capitales, a pesar de contar con una norma común de partida en casos como los**

comparables de la UE y ello sin perjuicio de hacer un reconocimiento expreso de los esfuerzos realizados en los últimos dos años por la CNMV para fomentar y facilitar el uso del mercado de valores españoles por un mayor número de actores. Es decir, hay aún margen de mejora en las normas y la forma en que se aplican en la práctica, combinando equilibradamente la necesaria protección de los inversores con las necesidades y sensibilidades de los emisores.

Las diferencias de mayor relevancia identificadas en nuestros análisis son las siguientes:

- **Fomento de la incorporación de empresas a los mercados de valores.** La mayoría de las jurisdicciones analizadas han implementado medidas tendentes a impulsar el uso o acceso a los mercados de capitales, si bien algunas se han limitado a trasponer normativa comunitaria (como sería el caso de España). Sobresalen los casos de Alemania, Reino Unido o Italia que están en proceso de desarrollo legislativo de normas locales con la presente finalidad. **España también necesita estas medidas y decisión y velocidad para implantarlas con el fin de atraer más empresas a los mercados, acelerar su crecimiento y frenar el riesgo de deslocalización geográfica de su cotización, así como de susemisiones de deuda y capital.**
- **Preparación para la regulación europea de criptoactivos (Reglamento MiCA).** Los países de la UE con mercados de capitales más potentes, Alemania y Francia, llevaron a cabo antes de MiCA iniciativas legislativas para regular la prestación de determinados servicios sobre criptoactivos, **desarrollando regímenes de autorización y licencia similares a los previstos en el Reglamento MiCA.** España, si no activa los mecanismos de reacción institucional necesarios, puede quedarse nuevamente atrás en el inicio de un mercado abierto a la competencia con grandes expectativas de crecimiento.
- **Opcionalidad en el paso de un SMN al mercado regulado.** España es, a fecha de este informe, la única jurisdicción de las analizadas donde existe la obligación para los emisores cotizados de pasar de un Sistema Multilateral de Negociación (SMN) al segmento principal de la Bolsa (mercado regulado) cuando el tamaño de sus empresas supera un umbral determinado de capitalización bursátil. **BME ya ha sido advertido por algunos emisores de su deseo de mantenerse en BME Growth (SMN español) y si eso no es posible, su intención de trasladar su cotización a un SMN de otro país vecino sin este requisito.**
- **Vehículos e instrumentos de inversión orientados a la inversión en PYMES nacionales.** En varias de las jurisdicciones analizadas existen ejemplos de vehículos o incentivos que fomentan la inversión en PYMES por parte de inversores minoristas e institucionales (casos de Francia, Italia y Reino Unido). **En España estas medidas escasean o, por el contrario, en ocasiones son limitaciones a dicha inversión.**
- **Custodia y liquidación de Eurobonos por parte de Iberclear. Depositario Central de Valores (DCV) español.** La imposibilidad de ofrecer la liquidación de Eurobonos por parte de Iberclear hasta 2022 (tras la modificación de la Ley 41/1999), **dejó a España durante muchos años en una posición de desventaja competitiva** frente a sus homólogos europeos. Ahora hay que estar pendiente de la integración de Euroclear Bank en T2S para que no surjan nuevos obstáculos que impidan que el Depositario español participe de esta actividad en condiciones de igualdad competitiva.

- **Fomento de la cultura de Mercado.** Los datos de la OCDE demuestran que la participación de los hogares españoles en los mercados de valores se encuentra por detrás de otras jurisdicciones europeas existiendo margen de mejora y diversificación en este ámbito.
- **Operativa del préstamo de valores de las Instituciones de Inversión Colectiva.** España es el único país del entorno europeo que no ha desarrollado la operativa del préstamo de valores por parte de IICs pese a que **se lleva reclamando insistentemente desde hace 15 años.**
- **Restricciones a la inversión extranjera en empresas.** Tras el análisis comparado efectuado, se aprecia como una gran mayoría de las jurisdicciones aplican o están en proceso de aplicar restricciones a la inversión directa por extranjeros cuando se trata de sectores críticos para la nación. Sin perjuicio de ello, bajo nuestro punto de vista resulta recomendable valorar una posible modificación del reciente Real Decreto 571/2023 con la intención de incorporar alguna medida orientada a evitar limitaciones innecesarias a la inversión extranjera conforme se sugiere más adelante en el presente documento.

En el **Anexo 5.2.** del presente informe se expone el **detalle de cada uno de los ámbitos regulatorios analizados** cubriendo: i) el marco regulatorio español aplicable; ii) análisis comparativo con otras jurisdicciones comparables y; iii) las áreas de mejora y propuestas para España (que aparecen resumidas en el capítulo 3 del presente informe).

Dotación de recursos para los supervisores

De manera complementaria, queremos recoger aquí un último aspecto sobre el que debemos reflexionar relacionado con el cumplimiento efectivo de las normas regulatorias por las que se rigen los mercados de valores. Nos referimos a la infraestructura técnica y humana que soporta la admisión de empresas e instrumentos de inversión en nuestros mercados de capitales. Especialmente apuntamos a la parte administrativa y a los procesos que requieren medidas de supervisión y autorización necesarios para salvaguardar la legalidad y los derechos de todas las partes. Estos procesos, que mayoritariamente caen fuera de los operadores de los mercados, requieren de un volumen de recursos que deben de ser adecuados al tamaño y la actividad del mercado de capitales al que cada país aspira. En este sentido, y aunque los datos no son estrictamente comparables dadas las diferentes responsabilidades de los organismos públicos encargados de la regulación y supervisión de los mercados de valores, se constata que la CNMV en España está también a la cola de Europa en cuanto al número de personas que trabajan para dar servicio a estos mercados. Esto se aprecia en el gráfico adjunto.

Gráfica 27 – Análisis de la dotación de las autoridades de los mercados de capitales



Datos: # empleados

Fuente: Financial Conduct Authority (UK), Autoriteit Financiële Markten (HOL), Swiss Financial Market Supervisory Authority (SUI), Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (ITA), Comisión Nacional del Mercado de Valores (ESP), Securities and Exchange Commission (USA), Autorité des marchés financiers (FRA), Commission de Surveillance du Secteur Financier (LUX), Central Bank of Ireland (IRL), Finansinspektionen (FI), Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (ALE)

En este sentido, una eventual mejora en la estructura de recursos en la entidad reguladora debería tener como objetivo prioritario el refuerzo de la competitividad de los mercados de valores españoles en lo relativo a simplificación y agilización de los procesos de admisión a cotización y revisión de folletos y requisitos de documentación del conjunto de productos financieros (renta variable, renta fija y derivados).

2.3 Fiscalidad: aspectos competitivos mejorables

Se ha realizado un análisis del tratamiento fiscal existente **en España y en diferentes países de nuestro entorno sobre determinados productos financieros y vehículos de inversión. Esta comparativa de impuestos y/o la manera de aplicarse en diferentes jurisdicciones permite** identificar potenciales iniciativas de carácter tributario que pudieran tener aplicación en la normativa española para, en su caso, mejorar la competitividad de la economía y los mercados de capitales españoles.

La siguiente matriz resume los resultados de nuestro análisis tributario comparado:

Gráfica 28 - Resumen del análisis fiscal comparado

| |  España |  Alemania |  Francia |  Italia |  Países Bajos |  Irlanda |  Luxemburgo |  Suecia |  Suiza |  Reino Unido |
|--|--|--|---|--|--|--|--|--|---|---|
| Certificados cotizados, ETPs: ausencia de retención | X | X | ✓ | X | ✓ | X | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| RF; Activos Financieros con rendimiento implícito y explícito: ausencia de retención sobre plusvalía | X | X | ✓ | X | ✓ | X | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| RV SMN: plusvalías. Exención IRNR | X | ✓ | ✓ | ✓ | X | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| RV SMN: dividendos. Exención IRNR | X | X | X | X | X | X | X | X | X | ✓ |
| Procedimiento de devolución retenciones dividendos RV Esp: Exención IRNR inversores FIAs | X | ✓ | ✓ | ✓ | X | ✓ | X | ✓ | N/A | N/A |
| Inexistencia de requisito de inversión mínima SICAVs | X | ✓ | ✓ | ✓ | N/A | N/A | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Fiscalidad de los activos digitales | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X |
| Incentivo fiscal de compañías e inversores en SME listadas | X | X | ✓ | ✓ | X | X | X | ✓ | X | X |
| Ausencia de ITF | X | ✓ | X | X | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | X | X |
| Incentivos fiscales sobre otros vehículos de Inversión: REIT/SOCIMIs | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | X | ✓ | ✓ | X | X | ✓ |
| Incentivos fiscales sobre otros vehículos de Inversión: FILPE y otros | X | X | X | ✓ | X | X | X | X | N/A | X |

Fuente: Elaboración propia

(*) Los indicadores completados con N/A, en particular “Ret. sobre AF (cupones)” y “Fiscalidad de los ETFs”, se mantinene en la tabla debido a que el análisis comparado se ha realizado sobre la tributación de otros productos financieros españoles u otros impuestos (e.g. impuesto sobre sociedades).

Del análisis realizado, llamamos la atención de los siguientes aspectos donde existe espacio para mejoras de forma relativamente sencilla:

- **Certificados cotizados y ETPs:** en España estos productos de inversión se califican a efectos fiscales como activos financieros con rendimiento implícito y, por tanto, **las rentas que los contribuyentes del IRPF obtienen por la transmisión o reembolso de estos están sujetas a retención a cuenta del Impuesto. En otros países europeos, los rendimientos de esta tipología de productos no están sujetos a retención en origen (Luxemburgo, Países Bajos, Suecia, Francia, Suiza, Reino Unido)**

A efectos prácticos, entendemos que esta exigencia tributaria, que recae sobre los agentes intermediarios, constituye un escollo operativo que no facilita a estos productos su incorporación y negociación en los mercados bursátiles. **La falta de este atributo de liquidez en España constituye un claro ejemplo de desincentivo para la oferta y la demanda que restringe o anula el potencial de desarrollo de este gran mercado en nuestro país.**

- **Renta Fija (Activos Financieros con rendimiento implícito y explícito):** en España la mayoría de estos productos financieros se categorizan fiscalmente como activos de rendimiento implícito o explícito. La diferencia depende del método por el que se obtienen los rendimientos, como, por ejemplo, a través de la venta o reembolso (implícito) o por medio de los cupones (explícito).

En el momento de su venta, el retorno de los activos financieros de rendimiento implícito está sujeto a retención en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF). Estos activos suelen comprarse al descuento (se paga menos por ellos en el momento de la compra con la promesa de recibir un precio mayor cuando finaliza el plazo para su rescate). Por otro lado, los cupones obtenidos de los productos considerados como activos financieros de renta fija de rendimiento explícito también están sujetos a retención, así como los rendimientos obtenidos en la venta de dichos productos en caso de que éstos no coticen en los mercados oficiales de valores españoles.

Al igual que sucede con los certificados de inversión cotizados, la aplicación de retenciones en toda la gama de estos productos de renta fija presenta dificultades operativas para una circulación generalizada de los mismos a través de los mercados.

En otros mercados de capitales europeos como Luxemburgo, Países Bajos, Suecia, Francia, Suiza y Reino Unido este tipo de productos no está sujeto a la retención en origen sobre los rendimientos obtenidos, lo cual les confiere una ventaja competitiva frente a España.

- **Fiscalidad de los ETFs:** en España, los ETFs, a pesar de ser fondos de inversión, no gozan del tratamiento fiscal incentivador que sí existe para personas físicas que invierten en fondos de inversión tradicionales (no cotizados), consistente en el diferimiento de las plusvalías obtenidas en las transmisiones o reembolsos cuando existe reinversión total del importe obtenido en otros fondos de inversión.

La práctica ha demostrado que la ausencia de diferimiento fiscal de los rendimientos en supuestos de reinversión resta competitividad a los ETFs frente a los fondos de inversión tradicionales, por lo que debería plantearse un cambio normativo para igualar el citado tratamiento fiscal.

- **Incentivos fiscales para No Residentes en renta variable española:** en España, las rentas derivadas de transmisiones de valores realizadas en el mercado bursátil principal están exentas de tributación para inversores no residentes sin establecimiento permanente en España y que residan en un Estado con un convenio de doble imposición con cláusula de intercambio de información con España. Sin embargo, esto excluye a los valores negociados en otros segmentos de mercados (SMNs), como sería el caso de BME Growth. Esta exclusión supone un desincentivo para la inversión extranjera en las empresas que cotizan en dichos segmentos de los mercados bursátiles.

Además, debería replantearse que se requiera que el país del inversor deba de ser una jurisdicción con Convenio para evitar la doble imposición con España. Por ejemplo, este requisito no se establece para los rendimientos (p.ej.: cupones) de la deuda cotizada española. En este sentido, en las estructuras de inversión tradicionales de

gestión alternativa de los principales fondos de capital riesgo se pueden estar utilizando jurisdicciones sin convenio con España.

- **Procedimiento de devolución de retenciones sobre dividendos de renta variable española:** tras la nueva doctrina del Tribunal Supremo, los Fondos de Inversión Alternativos (FIAs) comunitarios pasan a tributar en España al 1% respecto de los dividendos percibidos desde empresas cotizadas españolas, tal y como venían haciendo los fondos UCITS.

Sin embargo, al no haberse modificado la normativa tributaria, se siguen generando formalismos innecesarios para la acreditación del derecho a la tributación igualitaria que se establece en Sentencia por el TS, pudiéndose generar retrasos en las devoluciones solicitadas por los FIAs extranjeros que desincentiven la inversión en bolsa española.

Hay que destacar que determinados países de nuestro entorno (Italia, Francia, Alemania, Irlanda y Suecia) no practican retención en el caso de dividendos percibidos por FIAs no residentes.

- **Fiscalidad de las Instituciones de Inversión Colectiva:** por lo que respecta al Impuesto sobre la Renta de No Residentes (IRNR), de acuerdo con lo establecido en la normativa aplicable, estarán exentas de tributación en España las rentas derivadas del reembolso de participaciones en fondos de inversión realizados en alguno de los mercados secundarios de valores españoles y obtenidas por personas físicas o entidades no residentes sin establecimiento permanente en territorio español, que sean residentes en un Estado que tenga suscrito con España un Convenio para evitar la doble imposición con cláusula de intercambio de información y que no tengan la consideración de paraíso fiscal.

Según el tenor literal de la norma, sólo se encontrarían amparadas por la exención las rentas derivadas de la transmisión o reembolso de IICs cotizadas en el segmento principal de la Bolsa española (mercado regulado). En este sentido, teniendo en cuenta que el segmento de mercado en el que se negocian las SICAVs es un SMN, la citada exención no sería de aplicación.

Adicionalmente, es importante destacar el "endurecimiento" con el cual se ha regulado el régimen fiscal de las SICAVs en el ejercicio 2021 con la aprobación de las modificaciones respecto del requisito de inversión mínimo de 2.500 euros para los inversores en el vehículo. Dichas modificaciones, entre otras cosas, pueden estar incentivando una deslocalización de patrimonios hacia jurisdicciones con regímenes regulatorios y/o fiscales menos restrictivos. Eso también impacta negativamente en el peso de activos financieros españoles en los portafolios de fondos de inversión.

- **Fiscalidad de los activos digitales:** siendo una industria de crecimiento significativo, los activos digitales no poseen un régimen fiscal específico en España, aplicándose las normas generales de fiscalidad. La falta de una regulación fiscal expresamente adaptada en España puede estar incentivando a emisores y proveedores de servicios relacionados con los criptoactivos a buscar jurisdicciones con un régimen fiscal que construido a la medida de este tipo de nuevos activos.

En este contexto, la regulación MiCA, que establece un mecanismo de aprobación de proveedores con "autorización local" y un régimen transitorio de operación sin licencia MiCA, puede brindar a España una oportunidad para establecer un régimen fiscal específico de modo que España pueda situarse como una jurisdicción atractiva para emisores y proveedores de servicios, en esta fase de desarrollo de la industria.

- **Tratamiento fiscal de compañías e inversores en PYMES cotizadas (i.e. start-ups):** la recientemente aprobada Ley de "start-ups", ha establecido un marco fiscal específico para las empresas emergentes en España, incluyendo tipos impositivos reducidos para las empresas, un tratamiento fiscal favorable para las "stock-options", beneficios fiscales para los socios fundadores e inversores iniciales, y un tratamiento favorable al "carried interest". No obstante, estos incentivos fiscales no se aplican si las empresas emergentes optan por cotizar en un mercado regulado o negociar en un SMN, lo cual puede desincentivar a dichas empresas respecto a su posible intención de salir a cotizar.

Sin embargo, otros países europeos (p.ej. Italia, Francia, Suecia), así como algunas Comunidades Autónomas (i.e. Madrid,, Galicia) sí están regulando incentivos fiscales por inversiones en empresas que salen a negociación en diferentes tipos de mercados bursátiles.

- La implementación unilateral del ITF por parte de España (al margen de la iniciativa comunitaria) ha podido generar distorsiones en la negociación de las acciones españolas frente a empresas homólogas en jurisdicciones que no tienen un impuesto similar. Además, su estructura afecta más a los inversores a largo plazo frente a los inversores de alta frecuencia.
- **Incentivos fiscales sobre otros vehículos de Inversión:** en España, los principales vehículos de inversión con regímenes fiscales incentivadores son las Instituciones de Inversión Colectiva (IICs) y las Entidades de Capital Riesgo.

Respecto de otros vehículos, los Fondos de Inversión de Largo Plazo Europeos (FILPE), que pueden invertir en valores bursátiles de una capitalización de hasta 1.500 millones de euros, carecen específicamente en España de un régimen fiscal propio incentivador.

Asimismo, no existe en España un vehículo de inversión negociado en sistemas multilaterales de negociación con un régimen fiscal incentivador atractivo (tras la modificación normativa que se incluyó en el régimen de SOCIMIs).

- **Incentivos fiscales a la financiación de las empresas con capitales propios:** en España hay un problema tradicional que es la falta de neutralidad fiscal en la financiación empresarial a través de recursos propios respecto a la realizada a través de recursos ajenos o endeudamiento (la remuneración de la financiación ajena genera gastos financieros fiscalmente deducibles en el Impuesto sobre Sociedades, frente a la no deducibilidad de los dividendos satisfechos a los accionistas).

Dicha asimetría en el tratamiento fiscal entre deuda y capital podría incrementar la vulnerabilidad financiera de las entidades, Adicionalmente, también ha podido provocar falta de atractivo para la cotización de empresas en las Bolsas y- un menor recurso a las ampliaciones de capital.

La propuesta de Directiva conocida por las siglas DEBRA (Debt Equity Bias Reduction Allowance) pretende corregir este escenario favoreciendo fiscalmente la financiación en forma de capital propio de las empresas mediante un mecanismo basado en el uso de intereses notacionales. Un incentivo fiscal consistente en la reducción de la base imponible del Impuesto sobre Sociedades por un importe calculado como un porcentaje (tipo de interés notacional compuesto por el tipo de interés libre más una prima de riesgo) sobre el incremento de los fondos propios, limitado para cada año al 30% del EBITDA, y por otro lado, una limitación del 15% de la deducibilidad del gasto financiero neto (adicional a la que se regula actualmente en la normativa del Impuesto sobre Sociedades), considerándose como gasto no deducible el importe mayor resultante del cálculo de ambos preceptos.

- Si bien a priori se esperaba que la Directiva estuviese operativa ya en 2024, se ha dilatado el trámite parlamentario de aprobación de la Directiva por los países miembros, sin que exista un plazo concreto para su implementación.
- **Incentivos fiscales a la inversión en Renta Variable española por sujetos pasivos del IRPF:** la normativa del IRPF no permite corregir la doble imposición económica sobre los dividendos procedentes de acciones cotizadas. En el pasado, la normativa del IRPF sí permitía dicha corrección mediante diferentes métodos, por ejemplo, mediante la imputación del dividendo por el íntegro tributando al marginal de la escala, y posterior deducción en cuota, o, alternativamente, mediante una exención por importe de 1.500 euros que permitía corregir parte de la doble imposición sufrida.

Al menos por lo que respecta a inversores con rentas medias y medias-bajas (y no tanto para rentas altas que tributan de forma similar con la normativa anterior y la actual), tras la eliminación de los citados métodos), pudo generarse cierta desincentivación a la inversión en renta variable cotizada.

Adicionalmente se han identificado otras áreas de la normativa tributaria española que podrían ser objeto de modificación y que podrían cumplir los objetivos definidos en el presente documento. Entre otras destacamos la regulación de un régimen de diferimiento fiscal en la conversión de deuda cotizada en acciones en bolsa.

El Anexo 5.3. del presente informe contiene el **detalle de cada uno de los ámbitos fiscales analizados** cubriendo: i) el marco regulatorio español aplicable; ii) análisis respecto a otras jurisdicciones comparables y; iii) las áreas de mejora y propuestas (resumidas en el capítulo 3 del presente informe).

3 Lista de medidas e iniciativas para la mejora de la competitividad de los mercados de capitales españoles

Como resultado de los análisis realizados, se han identificado una serie de medidas e iniciativas que entendemos que ayudan a reforzar la competitividad y el posicionamiento en el entorno internacional de los mercados de capitales españoles. Dichas medidas se han dividido o agrupado en alguna de las 4 categorías que se mencionan a continuación, sabiendo que muchas de ellas operan a favor de la consecución de los objetivos definidos en el resto de las categorías.

Medidas para fomentar la incorporación de las empresas a los mercados de valores españoles

Fomentar la incorporación de las empresas a los mercados de valores españoles

Medidas e iniciativas que faciliten y promuevan la participación de las empresas españolas en los mercados de valores, incluyendo la simplificación de los procesos de admisión y la extensión de beneficios fiscales a empresas que coticen en mercados alternativos:

- **Simplificar y agilizar el proceso de admisión a cotización:** simplificación de trámites y requerimientos en el proceso de acceso (listing) de las empresas al mercado principal de la Bolsa española (mercado regulado) respecto a las exigencias que deben reunir los folletos, los plazos y requisitos de documentación.
- **Agilizar y simplificar el acceso a la cotización en el mercado principal (regulado) desde otros segmentos de mercado (SMN) cuando las empresas decidan voluntariamente hacerlo:** establecimiento de un proceso simplificado y ágil que, como mínimo, no ejerza un efecto disuasorio en las empresas que quieran hacerlo.
- **Mantener la aplicación de los incentivos fiscales de la ley de “startups” cuando las empresas empiecen a negociar en SMNs como BME Growth:** extensión de los beneficios fiscales para las empresas recogidas en la ley de “startups” a las empresas que se admitan a cotización en mercados bursátiles para empresas de mediano y pequeño tamaño (PYMES) con el objetivo de incentivar su cotización y permanencia en los mercados y optimizar sus alternativas de financiación y crecimiento.
- **Fomentar la información/comunicación a empresas para facilitar su participación en los mercados:** desarrollo de programas más ambiciosos de asistencia y capacitación para empresas, inversores y directivos para informarles de las posibilidades que ofrecen los mercados como alternativa para su crecimiento y sus fuentes de financiación.
- **Eliminar la obligación para las empresas de pasar del SMN donde cotizan al mercado principal (regulado) al alcanzar un determinado umbral de capitalización:** la obligación actual de cambiar de segmento de mercado a partir de un determinado tamaño de capitalización y la falta de un procedimiento simplificado específico para hacerlo hace que haya empresas que se planteen abandonar el mercado de valores español para cotizar en otro extranjero sin estos obstáculos. Entre otras cosas se solicita la ampliación de las exenciones temporales (durante un período de dos años para Informe de Gobierno Corporativo) previstas en la nueva LMV en relación con el cumplimiento de ciertas obligaciones de transparencia.
- **Establecer y publicar indicadores de control en las diferentes etapas que conlleva una emisión de valores:** cálculo y publicación de KPIs específicos que reflejen la evolución y los plazos de los procesos de emisión de valores. De forma parecida a como se hace en Francia y Reino Unido, y con el fin de poder establecer comparaciones.
- **Desarrollar nuevos mercados y segmentos más flexibles y con menores requisitos para valores de PYMES y SOCIMIS:** ampliación de las opciones para las compañías y mejora de la competitividad del mercado español a la hora de atraer nuevas empresas.

- **Agilizar los procesos de autorización de productos en los mercados y las cámaras de compensación de derivados:** reducción de los tiempos de incorporación de estos productos ya que es un factor esencial para su desarrollo.
- **Excluir a los productos derivados cotizados en mercados regulados de las restricciones en marketing, distribución, negociación y comercialización aplicadas a productos como los Contratos por Diferencias (CFDs) que cuentan con estándares de supervisión y regulación mucho más laxos:** para aumentar la seguridad del mercado y la protección de los inversores los derivados cotizados cuentan con una estricta supervisión reforzada con el uso de una Cámara de Contrapartida Central que elimina el riesgo de contraparte.
- **Establecer reglas y plazos claros para la comunicación de las políticas de distribución de dividendos de las sociedades cotizadas** de cara a mejorar la competitividad del mercado de derivados español y, por ende, la liquidez de las acciones subyacentes y los productos derivados sobre ellas.
- **Implementación en la normativa del Impuesto sobre Sociedades español las medidas que actualmente se recogen en la Propuesta de Directiva DEBRA.** En particular, i) la introducción de un incentivo fiscal consistente en la reducción de la base imponible del Impuesto sobre Sociedades por un importe calculado como un porcentaje (tipo de interés notional compuesto por el tipo de interés libre más una prima de riesgo) sobre el incremento de los fondos propios, limitado para cada año al 30% del EBITDA, y ii) el establecimiento de una limitación adicional del 15% al gasto financiero neto de las empresas.

Medidas para potenciar la canalización de la inversión hacia las empresas

Medidas e iniciativas que favorezcan la liquidez de las empresas y sus opciones de financiación. Se proponen, entre otras cosas, iniciativas para incentivar la participación de inversores minoristas y la creación de productos o vehículos de inversión en PYMES.

- **Desarrollar fórmulas para incentivar la participación de inversores minoristas en mercados de valores españoles:** en línea con el reciente plan estratégico de incentivo y mejora de la inversión minorista de la UE en el marco de la Capital Markets Union (CMU).
- **Fomentar el conocimiento de los mercados de valores españoles mediante la capacitación de los emisores:** Desarrollo de programas de asistencia y capacitación para las empresas, sus directivos e inversores privados, explicando la búsqueda de financiación a través de los mercados de valores como alternativa de financiación.
- **Fomentar la cobertura de los valores cotizados por los analistas:** Para ello proponemos trabajar en tres líneas de acción simultáneamente: incrementar hasta los 10.000 millones de euros de capitalización bursátil el umbral que permite a las empresas de servicios de inversión ofertar conjuntamente los servicios de ejecución y análisis de valores ; fomentar e incentivar desde el punto de vista fiscal y regulatorio la prestación de servicios de “*sponsored research*” que se han incrementado significativamente en otros mercados de nuestro entorno; y, por último, la no sujeción a IVA del servicio auxiliar de elaboración de informes de inversiones y análisis financieros cuando se preste por empresas de servicios de inversión.

- **Flexibilizar y fomentar la inversión en PYMES españolas cotizadas a través de vehículos de inversión colectiva:** flexibilizar los requisitos de liquidez para mantener en las carteras de fondos de inversión ordinarios acciones de PYMES cotizadas en SMN especializados (por ejemplo, BME Growth); y desarrollar la normativa apropiada para crear nuevos vehículos de inversión colectiva especializados en PYMES, como por ejemplo los Fondos de Inversión en PYMES sostenibles (FIESES). En otras jurisdicciones disponen de vehículos o formas de inversión específicas en PYMES (p.ej. en Francia, Italia o UK) que han resultado ser motores de capital para los mercados nacionales. Además, al ser estos vehículos aptos para inversores minoristas, permiten ampliar la base inversora.
- **Modificar el régimen de comercialización de las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre para fomentar su uso como producto de inversión alternativa para el ahorro privado:** para ello sería obligado no incluir el antiguo régimen de comercialización en la modificación en marcha del reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) en lo referente a las IIC de Inversión Libre (FIL, Fondos de Inversión Libre y SIL, Sociedades de Inversión Libre). El régimen de comercialización que se recomienda es el mismo que se va a aplicar en la nueva regulación de los Fondos de Inversión a Largo Plazo Europeos (FILPE), los conocidos como FILPE 2.0.
- **Fomentar la cotización de los vehículos de inversión colectiva alternativa en los mercados de capitales regulados o SMNs:** la nueva regulación de los FILPE 2.0, por ejemplo, que entrará en vigor el 1 de enero de 2024, ya prevé como mecanismo de liquidez válido su admisión a negociación en mercados regulados o SMN. También en el caso de las SIL, citadas en el apartado anterior, la cotización es su vía natural de liquidez. Se favorecería así la creación de un mercado secundario de vehículos de inversión cerrados.
- **Establecer un régimen fiscal favorable para la inversión directa o a través de vehículos colectivos, cotizados o no, que inviertan en PYMES de la Bolsa española.** Ampliar a todo el territorio nacional los incentivos a la inversión directa en ampliaciones de capital de PYMES que ya se aplican con éxito en algunas Comunidades Autónomas; dotar a los Fondos de Inversión a largo plazo europeos (FILPE) de un régimen fiscal competitivo; y trasladar la fiscalidad de productos a largo plazo como por ejemplo los SIALP de las aseguradoras o los SIALP de las entidades bancarias, a nuevas tipologías de Sociedades o Fondos de Inversión que inviertan en PYMES establecidas en España. Adicionalmente podría valorarse mantener los incentivos fiscales de la ley de “start-ups” para las inversiones indirectas que se realicen en compañías emergentes negociadas en BME Growth a través de un vehículo de inversión.
- **Ampliar la exención de tributación a no residentes por rentas derivadas de las transmisiones de valores cotizados en mercados regulados a los valores cotizados en SMNs:** promover la inversión de no residentes en PYMES cotizadas en SMNs equiparando la fiscalidad vigente en inversiones en compañías cotizadas en el mercado regulado.

- Incentivar la salida a Bolsa como vía de desinversión para las participadas de entidades de capital riesgo y venture capital: adopción de las medidas fiscales o de otra índole que incentiven la vía de los mercados regulados o SMN como forma de desinversión.
- Modificar la regulación de las Entidades de Capital Riesgo – Pyme (ECR-Pyme) para que puedan invertir en empresas cotizadas en un Sistema Multilateral de Negociación: actualmente las empresas elegibles para inversión por parte de ECR-Pymes no pueden estar admitidas a cotización en un mercado secundario regulado o en un SMN (como por ejemplo BME Growth). Es un requisito que entra en contradicción con el aplicable a las ECR ordinarias, que si lo pueden hacer.
- Aplicar la exención a no residentes sobre los dividendos percibidos por vehículos de inversión colectiva armonizados ordinarios (UCITS), también a los vehículos de inversión colectiva alternativos comunitarios (FIA). Aplicar la exención anterior también a los valores negociados en Sistemas Multilaterales de Negociación: permitiendo así que se proceda con agilidad a las devoluciones de los excesos sobre las retenciones practicadas.
- Inclusión de nuevo en la normativa del IRPF de mecanismos para corregir la doble imposición económica respecto de los dividendos percibidos, bien mediante un sistema de imputación y deducción en cuota, bien mediante un sistema de exención de un determinado importe fijo, con el objeto de fomentar la inversión directa del ahorro familiar hacia la renta variable cotizada.

Medidas para atraer la circulación de ahorro e inversión en mercados nacionales evitando su deslocalización

Medidas e iniciativas destinadas a promover la inversión doméstica y fortalecer la economía y la industria financiera locales. Se sugieren acciones que favorezcan la presencia y la negociación de activos financieros en los mercados de capitales españoles.

- Eliminar el ITF (Impuesto a las Transacciones Financieras) en la medida en que se ha adoptado de forma unilateral por España y no de forma común por la Unión Europea: para evitar la discriminación de las acciones de las principales empresas españolas cotizadas frente a otros activos comparables de jurisdicciones comunitarias donde no se aplica este tipo de impuesto.
- Desarrollar una estrategia completa entre el regulador y los agentes de los mercados para conseguir un aumento real en España de los volúmenes de emisión de renta fija por parte de las grandes empresas españolas. La reciente reducción de cargas para los emisores en la verificación de los folletos es un paso en la buena dirección para competir por los grandes flujos de emisión de estos activos desde España, pero a nuestro juicio no es suficiente.
- Acelerar la regulación de la operativa de préstamos de valores para las Instituciones de Inversión Colectiva: aprobación de la Orden Ministerial que habilita a la CNMV a llevar a cabo el desarrollo normativo de la operativa del préstamo de valores por parte de los Fondos de Inversión y otras Instituciones de Inversión Colectiva (IIC). Es una demanda que data de 2007, que incrementaría la liquidez del mercado y eliminaría una desventaja competitiva de las IIC españolas.

- **Reducir la capacidad de veto y los límites regulatorios a la participación de inversores extranjeros en determinadas empresas:** acotar la definición de los sectores a los que aplica la restricción, modificando o complementando el Real Decreto 571/2023, de manera que el régimen de autorización administrativa *ex ante* únicamente aplique a las inversiones susceptibles de comprometer la seguridad nacional.
- **Eliminar la retención a cuenta en activos o productos cotizados en los siguientes supuestos** (se equipararía a la exención ya existente de la obligación de retención en muchos activos con rendimientos explícitos. La retención a cuenta complica innecesariamente la operativa para los inversores y las entidades financieras, y se desincentiva e impide en muchos casos su cotización en España):
 - **Exonerar del deber de retención a cuenta en el IRPF en los productos cotizados denominados genéricamente Exchange Traded Products o ETPs para atraer su cotización en España:** son productos de reciente implantación en los principales mercados bursátiles que amplían las opciones de inversión para inversores tanto minoristas como institucionales a distintos tipos de activos o instrumentos financieros. Tienen ya amplia presencia en otros grandes mercados bursátiles europeos como Alemania, Francia, Suiza o Italia.
 - **Exonerar de retención a cuenta en el IRPF de los Certificados de Inversión cotizados en mercados oficiales.** Productos de gran presencia e implantación entre inversores minoristas en mercados como Alemania, Francia o Italia, gracias a la diversificación que ofrecen. Actualmente son prácticamente inexistentes en la Bolsa española.
 - **Extender a los mercados alternativos de renta fija (ej. MARF) la excepción a la obligación de retención a cuenta del IRPF a las rentas derivadas de la transmisión, amortización, canje y conversión de activos financieros con rendimiento explícito** cuando los valores se negocien en estos Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) Es el caso de los bonos y obligaciones negociados en estos mercados.
 - **Extender a los mercados alternativos de renta fija (ej. MARF) la no obligación de retención a cuenta del IRPF para los rendimientos derivados de la transmisión o reembolso de activos financieros con rendimiento implícito para casos de negociación en un mercado regulado español o un SMN como el MARF** cuando los valores se negocien en estos SMN. Por ejemplo, en el caso de los pagarés cotizados.
 - **Eliminar la obligación de retención a cuenta para las personas físicas residentes en lo que respecta a los pagos de cupón** para los activos financieros de renta fija con rendimiento explícito (bonos y obligaciones). Esta obligación de retención dificulta la operativa de los inversores minoristas e intermediarios y, además, no existe en el caso de las personas jurídicas.
- **Revisión y armonización del régimen fiscal de las Instituciones de Inversión Colectiva (IICs)**

- [Extender el régimen de traspasos exentos en los Fondos de Inversión también a sujetos pasivos del Impuesto de Sociedades \(IS\)](#). Ampliaría la inversión realizada a través de personas jurídicas.
- [Aplicar el régimen de diferimiento fiscal o "traspasos" exentos a los ETFs](#), tanto para inversores personas físicas sujetos pasivos del IRPF, como para sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades, medida enfocada a fomentar el incremento de la contratación directa de los ETFs en España, claramente en situación competitiva desfavorable frente a los fondos de inversión por lo que respecta a la fiscalidad.
- [Reforma del Impuesto sobre la Renta de No Residentes \(IRNR\) que elimine la retención a cuenta de las rentas derivadas de la transmisión y reembolso de IICs cotizadas en Sistemas Multilaterales de Negociación \(ej. BME MTF Equity\)](#), para igualarla con otras jurisdicciones (p.ej.: Luxemburgo) que compiten por los grandes patrimonios.
- [Rectificar el régimen regulatorio y fiscal de las SICAVs y de las SOCIMIs](#). En el caso de las SICAVs principalmente respecto al número de inversores, que incentiva la deslocalización de grandes patrimonios hacia otras jurisdicciones utilizando vehículos similares, mientras en el caso de las SOCIMIs es respecto al tipo impositivo aplicado sobre los dividendos no distribuidos, resultando en una pérdida de competitividad frente a otras plazas europeas que incentivan dicha figura.
- [Reducir al 0% la tributación de los Fondos de Inversión y otras IICs españolas en el Impuesto de Sociedades](#), actualmente en el 1%, para mejorar su competitividad y evitar la deslocalización, transfiriendo la tributación al partícipe en el momento del reembolso.
- [Ampliar la exención de tributación en el Impuesto sobre la Renta de No Residentes \(IRNR\) a ganancias de capital obtenidas en valores cotizados en mercados para pymes en crecimiento](#) (SMN, por ejemplo, BME Growth). La exención se aplica actualmente solo a valores españoles cotizados en el mercado principal (regulado) y de esta forma se incentivaría también la inversión en empresas de pequeño y mediano tamaño por parte de inversores no residentes.
- [Dotar de un régimen fiscal competitivo a los distintos vehículos de inversión colectiva alternativa regulados por las directivas europeas y por el ordenamiento español](#): aplicar de forma completa el régimen de diferimiento fiscal de traspasos exentos a estos vehículos de inversión colectiva alternativa, sin distinciones basadas en sus políticas de inversión. Por ejemplo, con las Sociedades de Inversión Libre (SIL) y otros vehículos alternativos de reciente creación como los FILPE, evitando así que pierdan atractivo y competitividad con sus pares europeos.
- [Aplicar el régimen fiscal de las Entidades de Capital Riesgo \(ECR\) a todas sus inversiones](#): no limitarlo únicamente al patrimonio invertido en activos computables por el coeficiente obligatorio de inversión.
- [Regular un régimen de diferimiento fiscal en el IRPF en los supuestos de conversión o el canje de obligaciones convertibles o canjeables en acciones](#)

difiriéndola hasta el momento de la venta de las acciones recibidas como consecuencia de la conversión o canje.

- [Mejorar y ampliar el acceso de los inversores minoristas al mercado primario \(de emisión\) y secundario \(de negociación\) de Deuda Pública](#) (Letras, Bonos y Obligaciones del Tesoro español).
- [Incrementar la liquidez del mercado secundario de Deuda Pública española.](#) Para ello se propone computar por parte del Tesoro en la actividad de los Creadores de Mercado sobre Deuda Pública española las cotizaciones en derivados sobre el Bono nacional español.
- [Incorporar en Iberclear la oferta de liquidación a través de cuentas abiertas con instituciones de crédito.](#)
- [Dar seguimiento al actual proceso de unión de Euroclear Bank al sistema de liquidación paneuropea Target 2 Securities \(T2S\) del Banco Central Europeo y estar preparados técnica y operativamente desde Iberclear para ofrecer servicios de custodia y liquidación de Eurobonos como cualquier otro acceso desde un Depositario Central \(CSD\)-Inversor a un CSD-emisor en T2S, es decir, con enlace y liquidación en banco central.](#) Hace ya 20 años que se persigue este objetivo y no ha sido posible por diferentes conflictos de interés. Ahora puede ser una buena oportunidad para lograrlo.
- [Posibilidad de constituir Fondos de Titulización \(FTs\) con carácter previo a la cesión de activos y a la emisión de los pasivos:](#) esto facilitaría los procesos de salida al mercado evitando las rigideces derivadas de que tengan que coincidir en el tiempo la ejecución material de la operación y el registro en CNMV.
- [Modificación de la regulación relativa a los Fondos de Titulización incorporando el régimen de administración y gestión de los activos titulizados y el responsable del FT:](#) operativamente se propone la modificación del artículo 26.1b) de la Ley 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial.

Medidas para favorecer el desarrollo efectivo de nuevos ecosistemas regulados de inversión y financiación

Medidas e iniciativas que promuevan la innovación en el sector financiero tomando como referencia modelos exitosos de socios europeos. Se proponen acciones para implementar regulaciones favorables para criptoactivos y vehículos de inversión innovadores.

- [Agilizar la creación de estructuras para aprovechar el régimen simplificado de MiCa:](#) promover la creación de la normativa nacional que desarrolle e implemente un régimen de autorización y licencia para la prestación de los servicios sobre criptoactivos previstos en el Reglamento europeo MiCA (Market In Crypto Assets), para aprovechar la existencia de un régimen simplificado y así atraer a prestadores de estos servicios a España.
- [Establecer un régimen fiscal incentivador para actividades de activos digitales](#) en España, lo que facilitaría el desarrollo de una industria local de referencia en el ámbito de la financiación, la negociación y la custodia de este tipo de instrumentos financieros.

- **Agilizar los mecanismos de colaboración y promoción de los operadores de mercado y las autoridades para desarrollar en la práctica iniciativas innovadoras.**
Se trata de favorecer y simplificar los pasos para poner en marcha proyectos piloto o experimentos que permitan alcanzar un mejor conocimiento de las nuevas tecnologías aplicadas al mercado español (IA, Big Data, Activos Digitales, DLT, ...) con objeto de estar posicionados mejor y más rápido para ofrecer nuevos servicios a la comunidad financiera nacional e internacional.
- **Establecer una línea de incentivos fiscales para favorecer en España el traspaso o conversión de ahorro en bienes reales (especialmente inmuebles) en ahorro financiero** propiciando un acercamiento a las proporciones vigentes en las economías centrales de la UE.
- **Plan de traspaso de funciones y conocimientos de criptoactivos del Banco de España a CNMV:** desarrollo de una Ley “ascensor” que permita el traspaso de información y conocimientos a la CNMV como entidad encargada de la concesión de licencias bajo la regulación MiCA. Aprovechar la experiencia del Banco de España en la tramitación de expedientes y desarrollar un plan para acelerar este traspaso de conocimientos y experiencia del Banco de España a la CNMV sobre los proveedores de criptoactivos.
- **Diseñar un Plan nacional de Educación Financiera orientado a mejorar la diversificación de la estructura de ahorro e inversión de las familias españolas y converger con Europa** en el aumento de la proporción de ahorro financiero familiar orientado a largo plazo.
- **Adaptar la regulación y fiscalidad para la creación de un producto de inversión individual en forma de “cuenta de inversión” o “fondo paraguas” que permita traspasos entre activos elegibles:** es una figura que ya existe en Suecia y en Estados Unidos. Permitiría la diversificación del ahorro individual entre un amplio abanico de activos con un régimen de diferimiento fiscal por reinversión. La operativa se llevaría a cabo a través de una entidad financiera mediante la cual se canalizarían las órdenes de adquisición, suscripción y reembolso de activos como acciones, renta fija a corto, medio y largo plazo, cuentas de ahorro, fondos de inversión, ETFs, Certificados de Inversión, ETPs, Seguros de vida/ahorro, etc.
- **Promover el desarrollo de servicios de análisis y rating de sostenibilidad (Research ESG) para empresas cotizadas de pequeña y mediana capitalización.**
- **Promover la creación de una Mesa o Comisión nacional de seguimiento y mejora continua de la competitividad de los mercados de capitales españoles** para adoptar las medidas y reformas necesarias que eviten que España quede fuera del radar de los movimientos de grandes flujos de capitales internacionales. Este grupo de trabajo y pensamiento estaría conformado por expertos de entidades públicas y privadas del sector.

4 Simulación retrospectiva del posible impacto de contar con un marco competitivo adecuado: hipótesis y reflexiones finales

En este último apartado presentamos de manera retrospectiva una estimación cuantitativa de algunos impactos sobre volúmenes de negocio específicos. Por ejemplo, haciendo un ejercicio simple de estimación para los últimos diez años, podemos apuntar que de haber estado más alineadas con Europa algunas de las reglas de mercado que señalamos en este documento, la capitalización del conjunto de empresas españolas cotizadas podría haber crecido a un ritmo análogo al del conjunto de mercados internacionales y alcanzar el billón de euros al cierre de octubre de 2023 en vez de los 630.000 millones que presentaba (+9,6% frente a diciembre de 2013).

De la misma manera, con una regulación más atenta a conservar y expandir nuestras figuras patrimoniales los 28.000 millones de euros de capitalización de las 3.036 SICAVs cotizadas en 2013 probablemente no se habrían quedado hoy en cerca de 500 con un valor de 14.000 millones. Es cierto que parte de este patrimonio se ha reconvertido en otras figuras de Inversión Colectiva autorizadas en nuestro sistema financiero, pero no lo es menos que una parte del valor que representa se ha ido a lugares con legislación más favorable como Luxemburgo.

Otro ejemplo lo constituye, a nuestro entender, lo ocurrido en los últimos años con los ETFs. Llegamos a tener en 2015 cerca de 80 referencias cotizadas en la Bolsa española con activos bajo gestión de 45.000 millones de euros. Tras los cambios introducidos en su fiscalidad desde ese momento, su número y valor se ha ido diluyendo hasta las 5 referencias actuales con activos valorados en 500 millones de euros. Según nuestros cálculos, de no haber mediado esos cambios fiscales, el mercado español se hubiese beneficiado de la tendencia de crecimiento europea y hoy podrían estar cotizando casi un centenar de referencias.

También podríamos citar aquí el proceso seguido por las SOCIMI que tras un intenso periplo de crecimiento que llevó al mercado de valores español a pasar de contar con dos emisoras en 2013 a más de 80 en 2020, los cambios en la regulación que las afecta han hecho, entre otras cosas, que el interés por esta figura decaiga.

Y, por último, también podemos citar como ejemplo de pérdida de tamaño y competitividad de nuestros mercados de capitales la situación correspondiente a la emisión de deuda privada (renta fija). La tendencia de muchas grandes empresas a realizar sus emisiones fuera de España no ha dejado de crecer. Entre 2017 y 2022 si solo la mitad de las emisiones de renta fija llevadas a cabo por empresas españolas en el extranjero se hubiesen ejecutado en España, el importe anotado en nuestro país en este capítulo se hubiese incrementado en 220.000 millones de euros pasando de 560.000 a 780.000 millones.

Hay pues un importante déficit de tamaño en nuestros mercados de capitales que se acompaña con el persistente déficit de tamaño de nuestras empresas frente a los principales países de la Eurozona y, en general, frente a los más desarrollados del mundo.

En 2017 el Ministerio de Economía publicó un estudio donde se afirmaba que si la estructura de nuestro tejido empresarial convergiese hacia la media de la UE nuestro PIB podría

incrementarse en cerca de 3,3 puntos porcentuales. En esa estructura **el tamaño tiene un peso importante y sabemos que la presencia de más empresas, más inversores y más capital en los mercados de valores es el factor que más rápido acelera las transformaciones empresariales de forma individual y agregada.**

Actualmente la CNMV y el Gobierno español se han coordinado con la UE y la OCDE para llevar a cabo un documento de análisis y medidas de mejora de los procesos de inversión y financiación en los mercados de capitales españoles, en la misma línea que el presente Libro Blanco.

Antes de su publicación este Informe se ha circulado entre los principales actores, instituciones, profesionales y empresas del sector financiero español para recabar sus opiniones, impresiones y favorecer la búsqueda de consensos sobre los objetivos perseguidos y la forma de conseguirlos. La mayoría se han manifestado a favor del contenido y la oportunidad del Informe y, en muchos casos, han aportado ideas y matices que han sido incorporados.

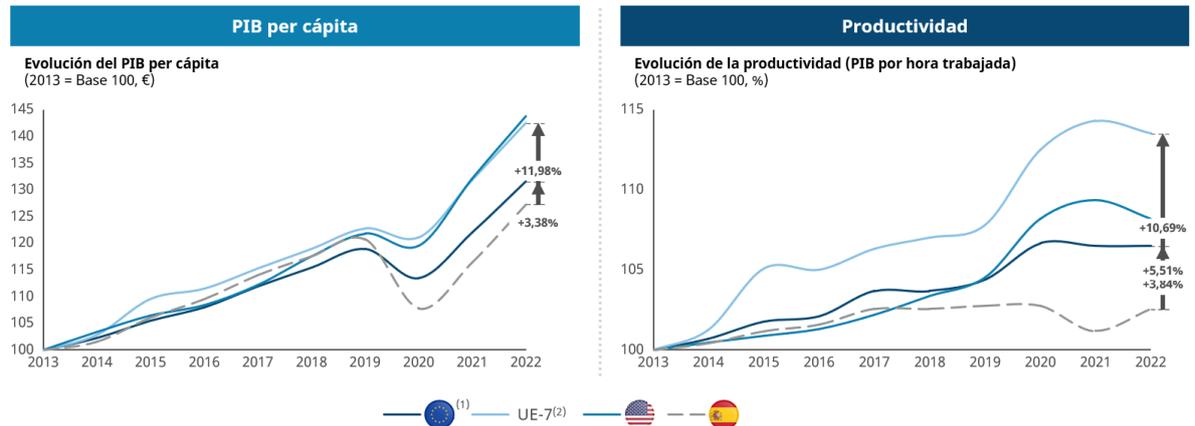
Esperamos que tanto los mencionados actores del mercado como reguladores y legisladores puedan beneficiarse de este informe, que resume cerca de 60 medidas que pueden ayudar de forma importante a acelerar la consecución de objetivos de mejora de competitividad y productividad de los mercados y la economía española.

5 Desarrollo detallado del informe (Anexos)

5.1 Anexo 1: Selección de datos de tamaño y evolución de la economía y los mercados

KPI 1 - Indicadores de convergencia macroeconómicos

► En los últimos años España ha experimentado un empeoramiento en su convergencia con el PIB per cápita y productividad media respecto a los países de la Unión Europea...



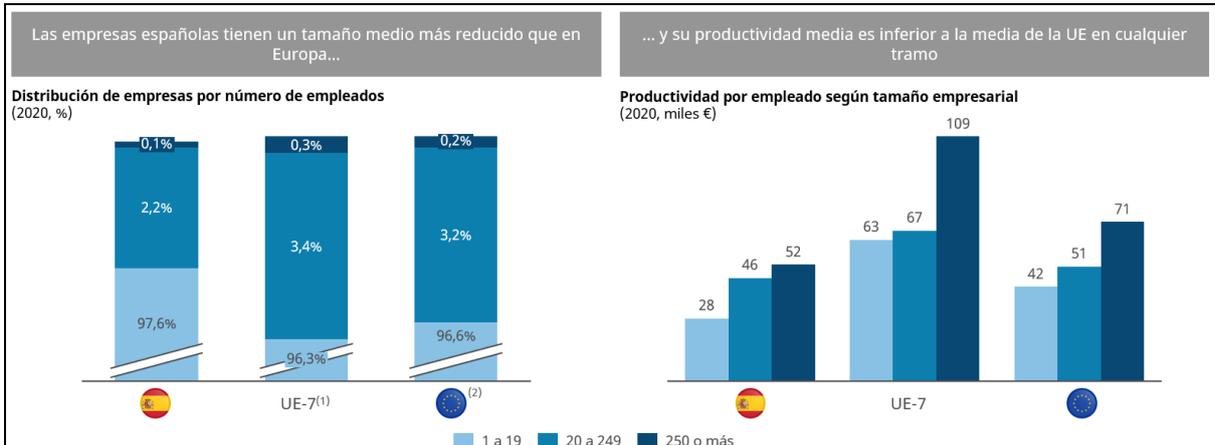
► ... reflejado en un estancamiento del valor añadido del tejido empresarial independientemente del tamaño de la empresa



(1) Zona Euro; (2) Media de los valores para Alemania, Francia, Italia, Holanda, Suecia, Irlanda y Luxemburgo

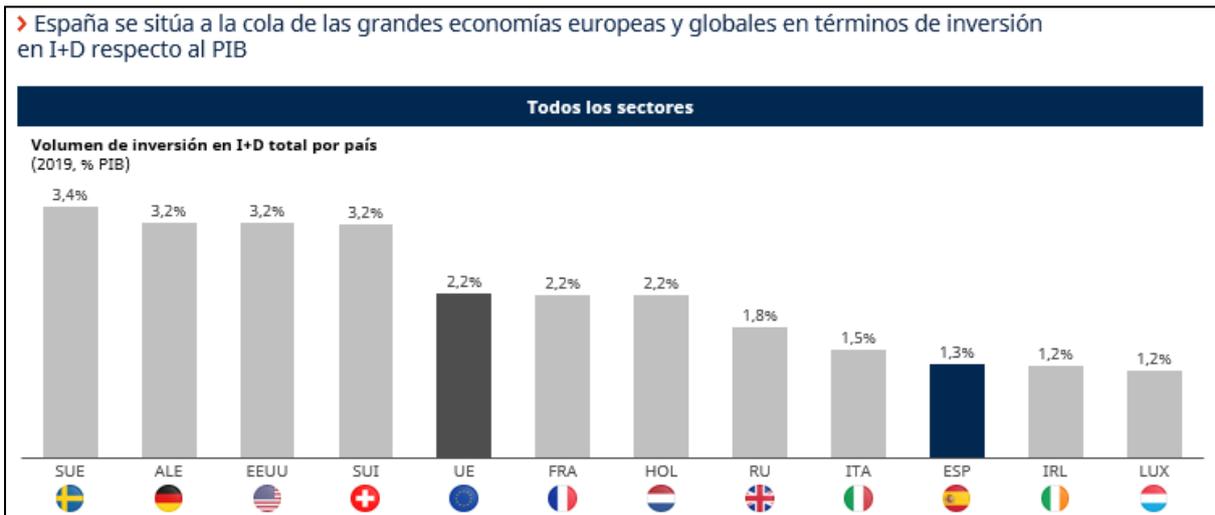
Fuente: Eurostat, OECD, US Federal Reserve, Swiss National Bank, UK Office for National Statistics

KPI 2 – Tamaño medio de las empresas y productividad



(1) Incluye las economías consideradas en el benchmark: Alemania, Francia, Italia, Países Bajos, Irlanda y Luxemburgo;
 (2) Zona Euro

KPI 3 – Volumen de inversión en I+D por país

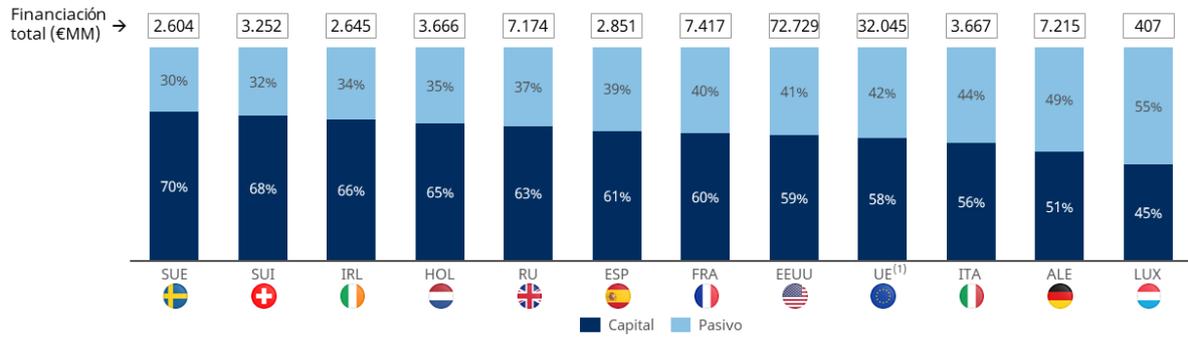


Fuente: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics

KPI 4 – Breakdown de la financiación de las empresas

› Las empresas no financieras en España se financian, de media, un ~3% más vía capital que la media de otros países de la zona Euro

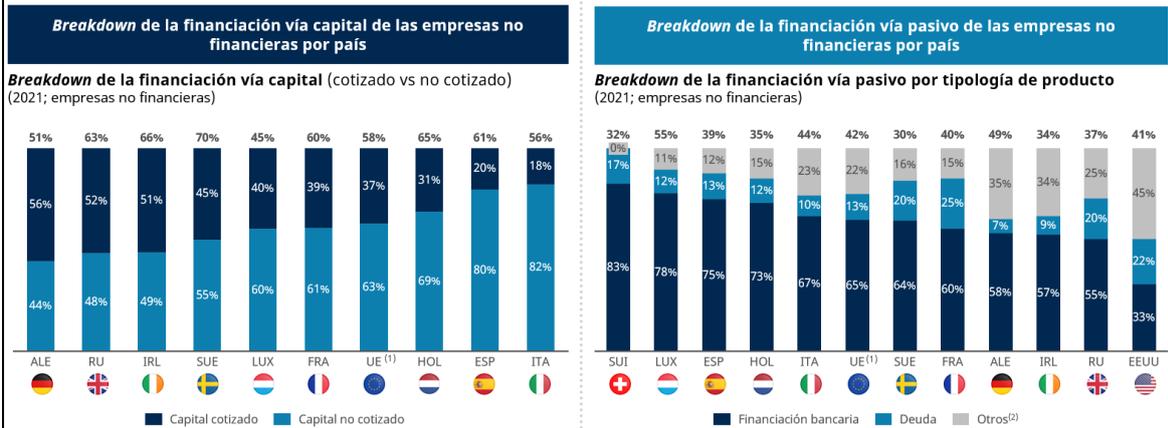
Breakdown de la financiación de las empresas no financieras por país
 (2021; empresas no financieras)



(1) Zona Euro. Capital incluye capital listado y no listado. Pasivo incluye deuda, financiación comercial/proveedores y derivados financieros

Fuente: Eurostat, US Federal Reserve, Swiss National Bank, UK Office for National Statistics

› Las empresas españolas recurren más a la financiación vía capital (~61%) pero dicha financiación no se realiza a través de mercados cotizados (~16% por debajo de la media de peers europeos)



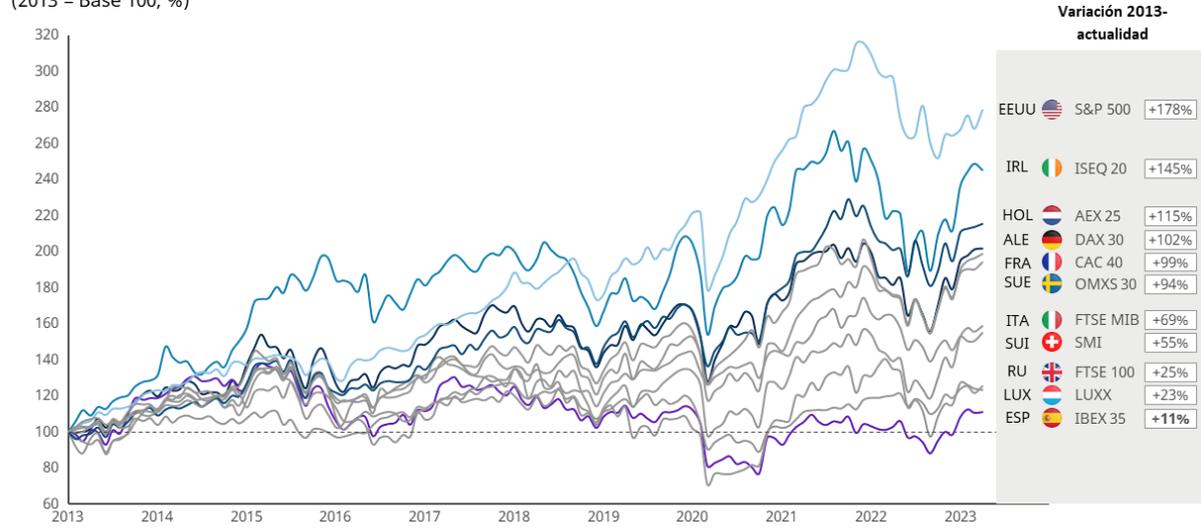
(1) Zona Euro; (2) Otros incluye financiación comercial/proveedores y derivados financieros. Estructura del capital no disponible para EEUU y Suiza

Fuente: Eurostat, US Federal Reserve, Swiss National Bank, UK Office for National Statistics

KPI 5 – Evolución de los principales índices bursátiles

➤ Desde 2013, España se ha quedado rezagada respecto a economías comparables en la evolución de su principal índice bursátil (IBEX 35), con un crecimiento reducido (+11%)

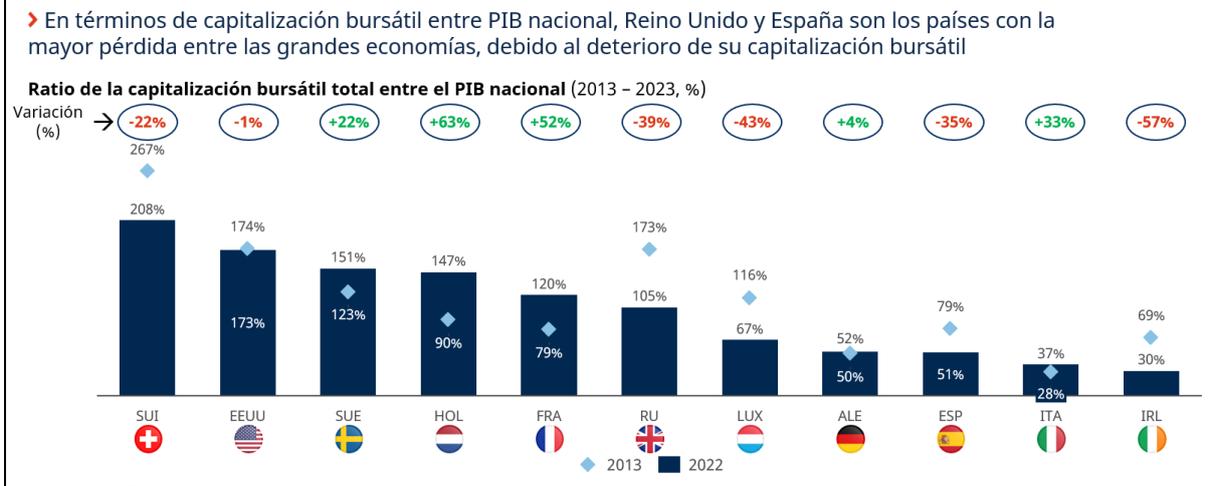
Evolución de los principales índices bursátiles
 (2013 = Base 100; %)



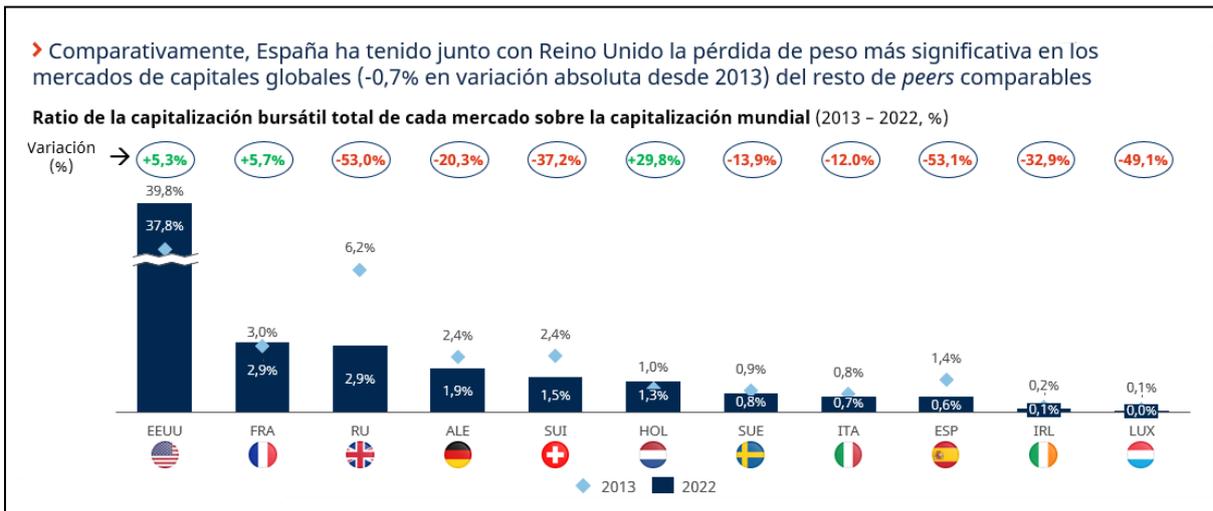
Datos desde enero de 2013 hasta mayo de 2023. El DAX-30 es el índice bursátil más relevante de Alemania, pero es un Índice de Rendimiento que incluye también la rentabilidad por pagos de dividendos, por lo que no es estrictamente comparable con el resto de los índices que son Índices de Precios.

Fuente: Refinitiv Workspace

KPI 6 – Evolución de la capitalización bursátil sobre el PIB

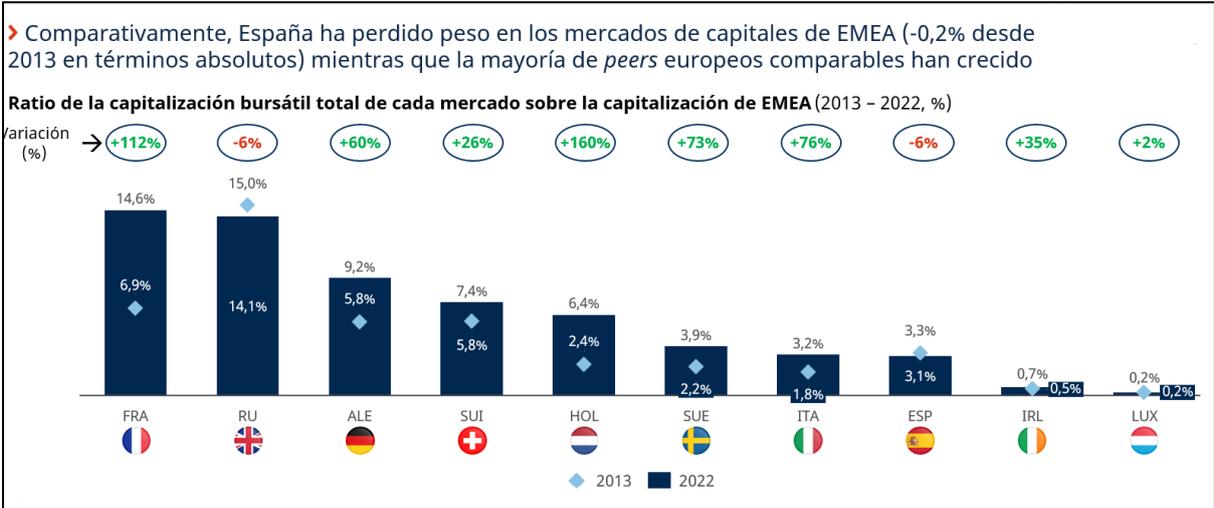


KPI 7 – Evolución de la capitalización bursátil nacional sobre capitalización mundial total

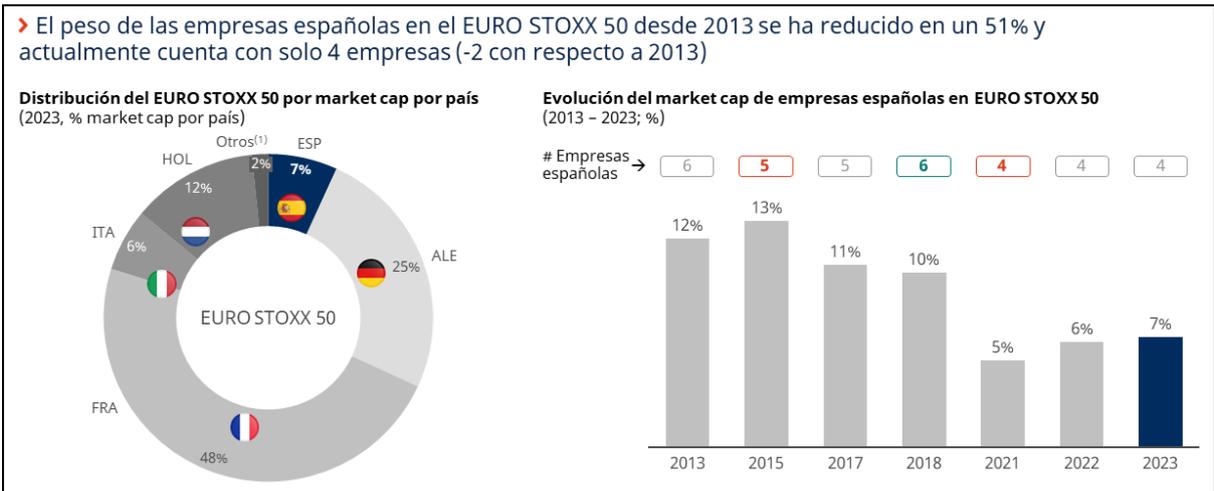


Fuente: WFE, Euronext, Borsa Italiana, BME

KPI 8 – Evolución de la capitalización bursátil nacional sobre capitalización de los países EMEA total



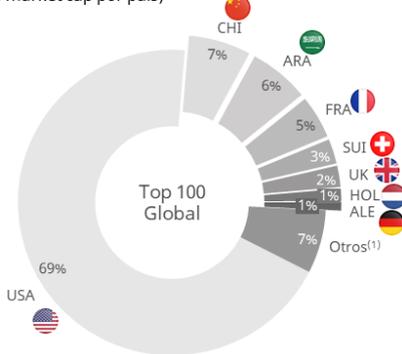
KPI 9 – Evolución de la proporción de empresas españolas en el EURO STOXX 50



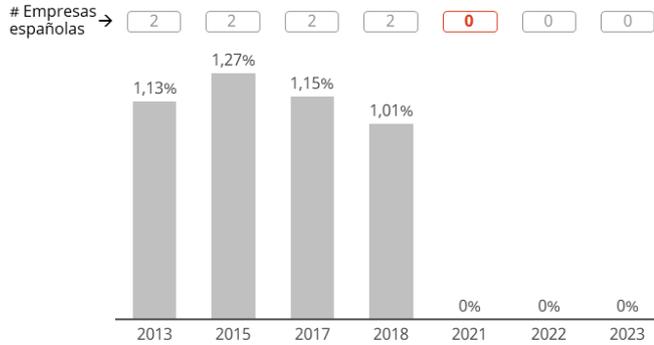
KPI 10 – Evolución de la proporción de empresas españolas en el Top 100 Global

➤ Desde 2018, España no cuenta con ninguna empresa cotizada dentro del Top 100 Global de empresas cotizadas con mayor capitalización bursátil

Distribución del Top 100 Global por market cap por país
 (2023, % market cap por país)



Evolución del market cap de empresas españolas en Top 100 Global
 (2013 – 2023; %)



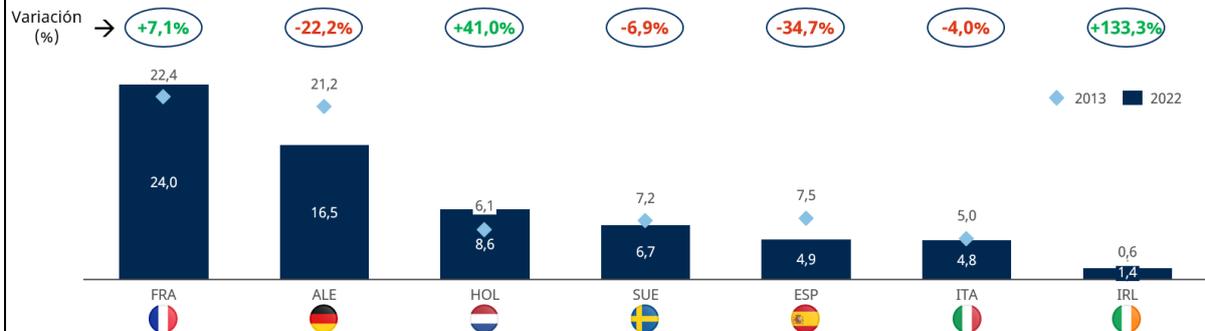
(1) Otros: Taiwán (1%), India (1%), Corea del Sur (1%), Dinamarca (1%), EUA (1%), Japón (1%), Australia (0,5%), Canadá (0,4%)

Fuente: Refinitiv Workspace

KPI 11- Evolución de la proporción de empresas españolas en el índice MSCI Blue Book Developed Markets

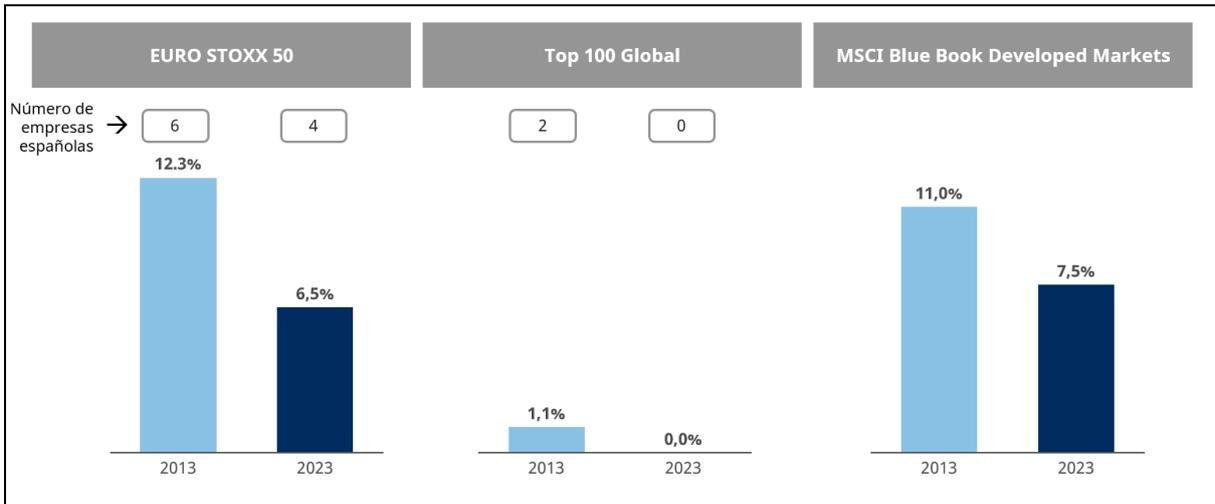
➤ En la última década, España es el país que más peso ha perdido en capitalización bursátil dentro de Europa, siendo superado por Países Bajos como el tercer mayor mercado europeo

Peso en el índice MSCI Blue Book Developed Markets por país (Europa excluido Reino Unido)
 (2013 – 2023, %)

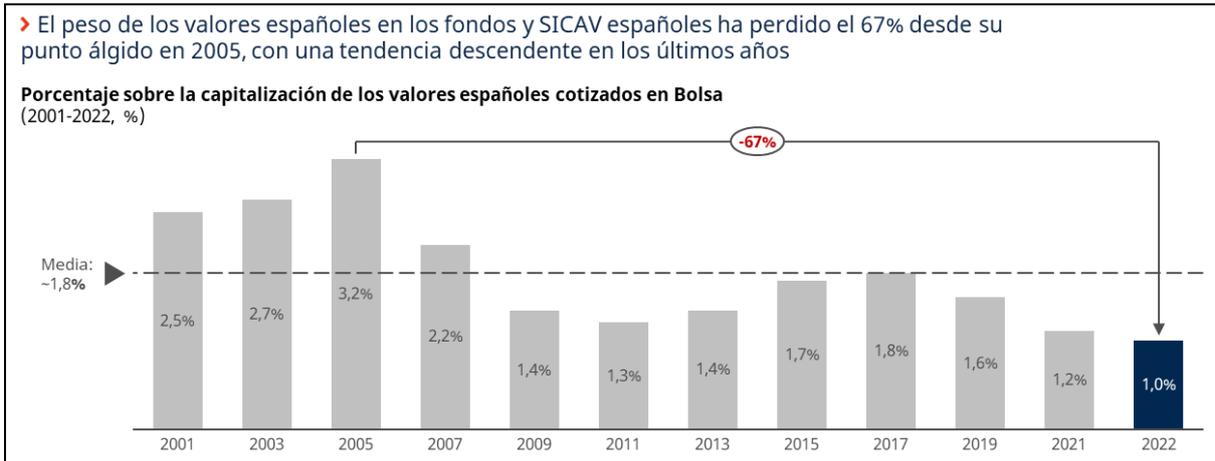


Fuente: MSCI Blue Developed Markets

KPI 12- Peso relativo de la capitalización bursátil española en distintos índices de referencia de renta variable



KPI 13 - Peso de la cartera de renta variable española de los Fondos y SICAVs



Fuente: BME, CNMV

KPI 14 – Activos bajo gestión de fondos respecto PIB de inversión por país

► España cuenta con una cantidad de activos bajo gestión de fondos de inversión respecto al tamaño de su economía significativamente menor que el resto de países comparables

Activos bajo gestión de los fondos / PIB (2022)

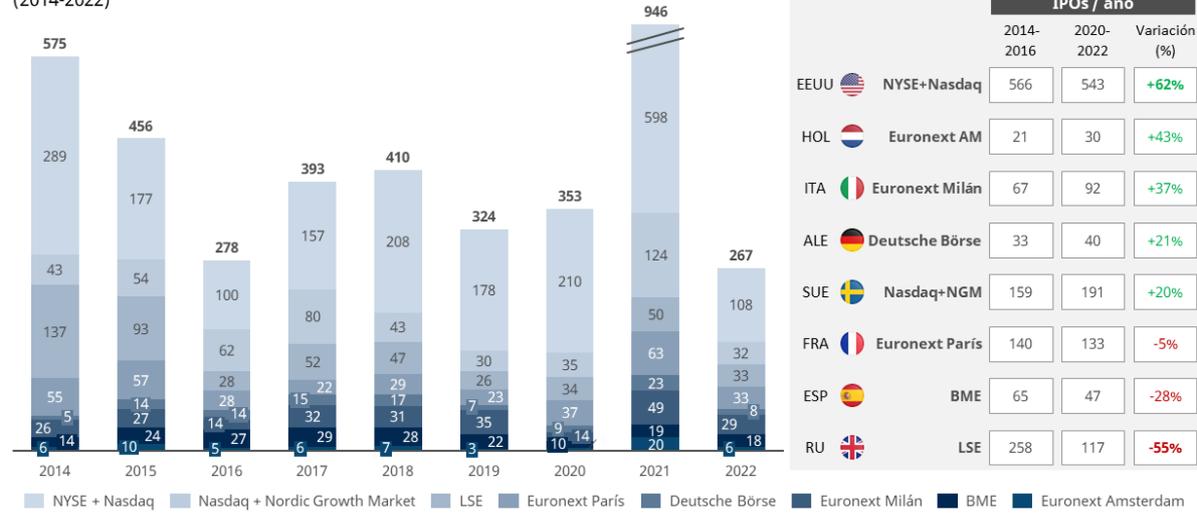


Fuente: Fuente: European Fund and Asset Management Association, The International Investment Funds Association

KPI 15 – Evolución del número de IPOs y volumen captado en los mercados españoles y globales

► España ha registrado la segunda mayor caída en el número de IPOs realizadas por año (-28%) entre los periodos 2014-2016 y 2020-2022...

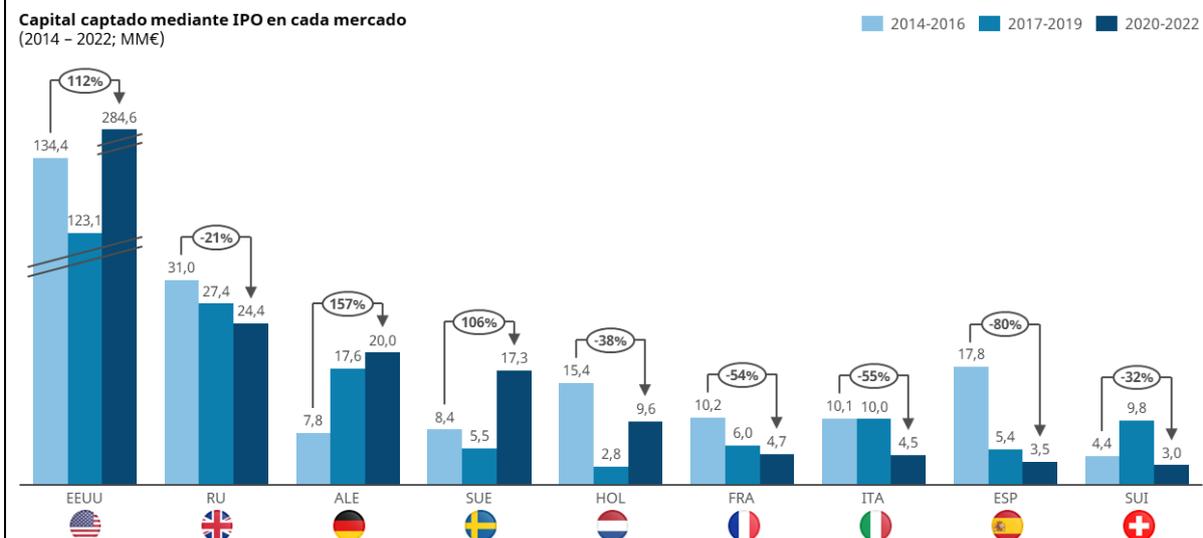
Evolución del número IPOs en los diferentes mercados (2014-2022)



Se contabilizan IPOs de Nasdaq Stockholm y Nordic Growth Market para el caso de Suecia. Irlanda, Suiza y Luxemburgo excluidos por bajo número de IPOs en relación con el resto de los mercados

Fuente: BME, Euronext, Deutsche Börse, WFE

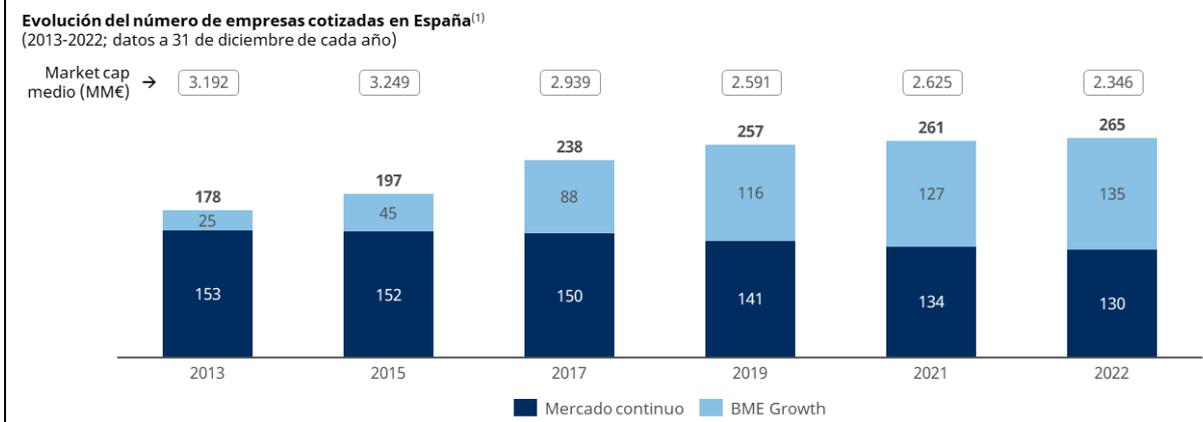
› ... la mayor caída en capital captado mediante IPO en la última década



Se contabilizan IPOs de Nasdaq Stockholm y Nordic Growth Market para el caso de Suecia. Irlanda y Luxemburgo excluidos por bajo número de IPOs en relación con el resto de los mercados
 Fuente: BME, Euronext, Deutsche Börse, WFE

KPI 16 – Evolución del número de empresas cotizadas en BME (Bolsa y BME Growth)

› El número de empresas cotizadas en España ha aumentado gracias al buen funcionamiento de BME Growth, pero el mercado continuo decrece en el número de empresas cotizadas y volumen



(1) Solo incluye las empresas cotizadas del mercado continuo y BME Growth (excl. SICAVs, SOCIMIs valores del segmento Latibex, hedge funds, VCs);

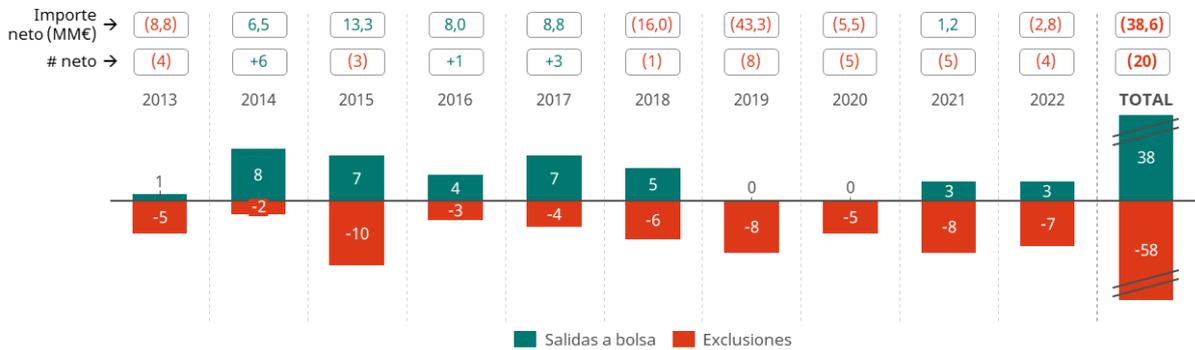
(2) Importe neto = capitalización exclusiones – capitalización nuevas admisiones (IPOs)

Fuente: BME

KPI 17 – Salidas a Bolsa y exclusiones en BME

► En los últimos 10 años, el mercado continuo ha perdido un total de 20 empresas acumulando saldos negativos continuos desde 2018

IPOs y exclusiones anuales en el mercado continuo (sin BME Growth)
(2013-2022; datos a 31 de diciembre de cada año)



Fuente: BME

KPI 18 - Evolución del número de SICAVs en España y capitalización bursátil total

► Tanto el número de SICAVs como su capitalización bursátil en los mercados españoles ha sufrido un revés por el cambio legislativo aplicado a estos vehículos en 2022

Evolución del número de SICAVs y capitalización bursátil total
(2013-2022, M€)

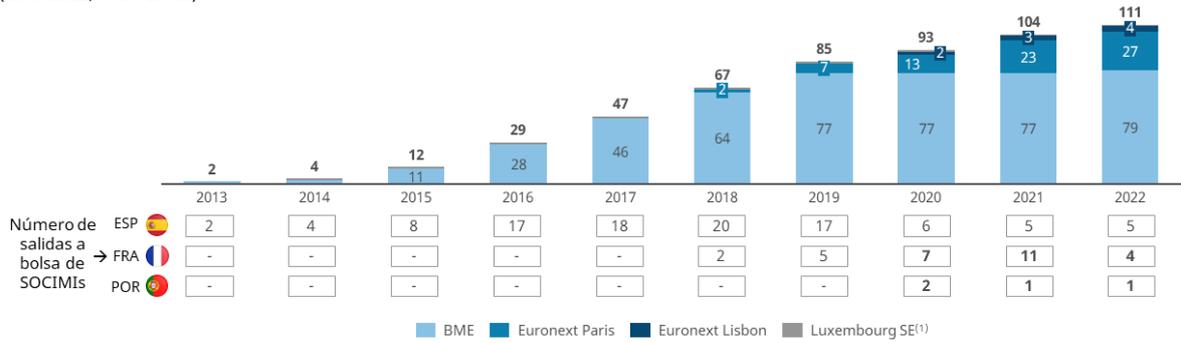


Fuente: BME

KPI 19 – Número de SOCIMIs domiciliadas en España según el mercado donde cotizan

➤ Desde 2013, el número de SOCIMIs españolas ha crecido constantemente, aunque el crecimiento se ha estancado en España por la fuga de nuevas SOCIMIs españolas a otros mercados europeos

Número de SOCIMIs domiciliadas en España según mercado en el que cotizan
(2013-2022; # SOCIMIs)



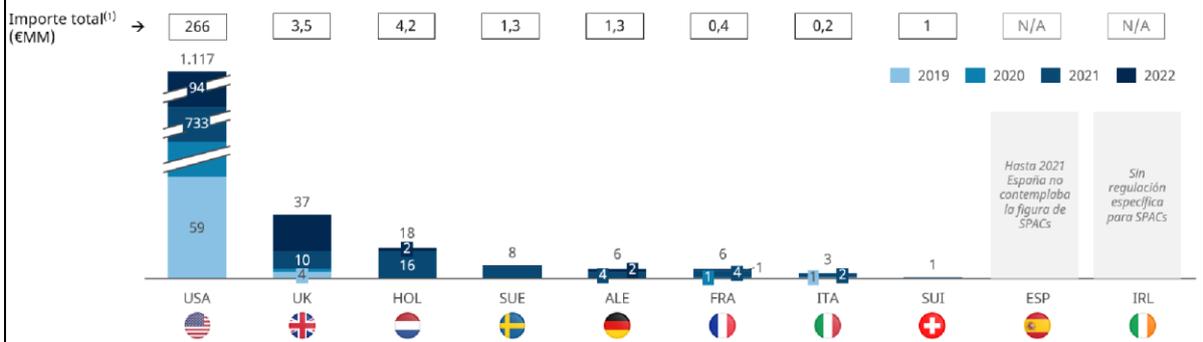
(1) La SOCIMI Saint Croix fue fundada en Luxemburgo 2011 y cambió su sede social a España en el año 2014, manteniendo su cotización en el mercado luxemburgués

Fuente: BME; Euronext, análisis propio

KPI 20 – Evolución de las SPACs admitidas a cotización

➤ Las SPACs son vehículos de inversión que se han desarrollado recientemente en otras Bolsas europeas, habiéndose adelantado al mercado español por la falta de legislación clara que los permitiese

Número de emisiones de SPACs en los principales mercados bursátiles
(2019-2022; datos a 31 de diciembre de cada año)



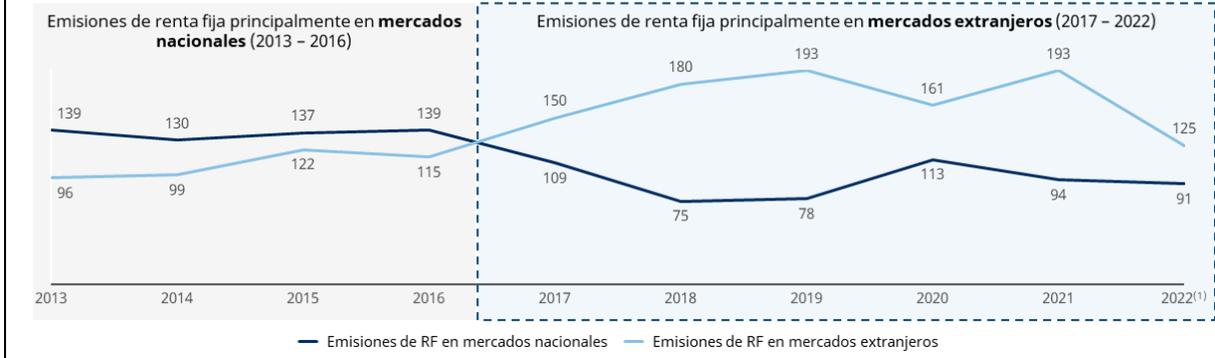
Luxemburgo excluido por indisponibilidad de datos

Fuente: Refinitiv Workspace

KPI 21 – Evolución de las emisiones de renta fija por parte de emisores españoles

➤ En los últimos años el volumen de renta fija de emisores españoles apenas ha variado, pero se ha revertido la tendencia y desde 2017 se emite más volumen en mercados extranjeros

Volúmenes emitidos de renta fija por emisores españoles en mercados nacionales vs extranjeros
 (€MM; 2013 vs. 2022)



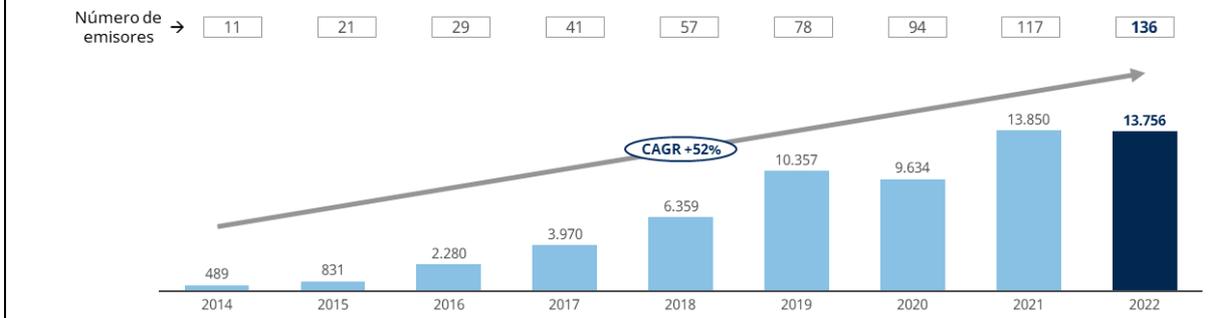
(1) Incluye datos hasta septiembre de 2022

Fuente: Refinitiv Workspace

KPI 22 – Evolución del número de emisores españoles y volumen de financiación en el MARF

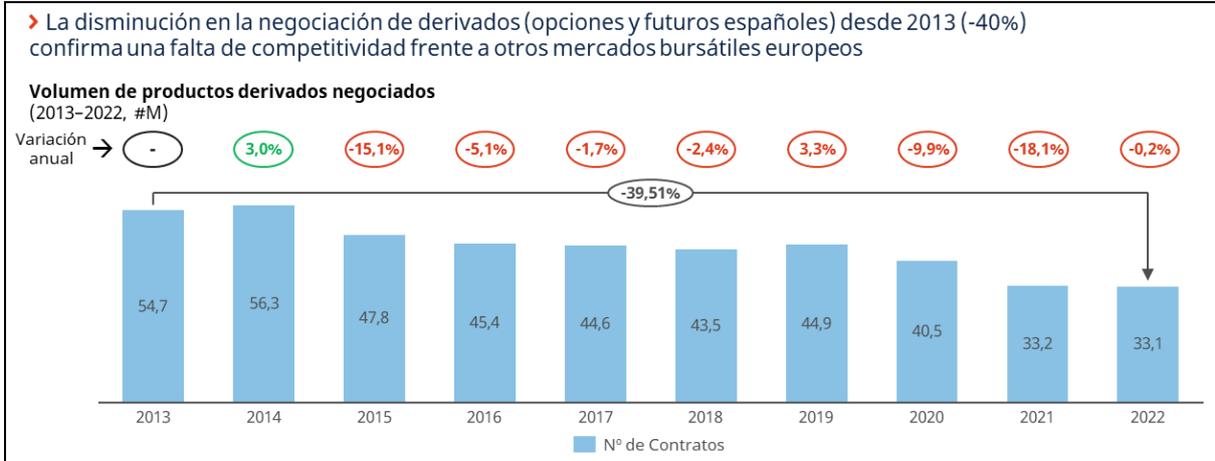
➤ Desde su creación en 2013, el MARF cuenta con un crecimiento anual de volúmenes emitidos de +52% e incorpora ~15 nuevos emisores anualmente

Evolución del volumen emitido a cotización y número de emisores financiados en el MARF
 (2014 - 2022, M€)



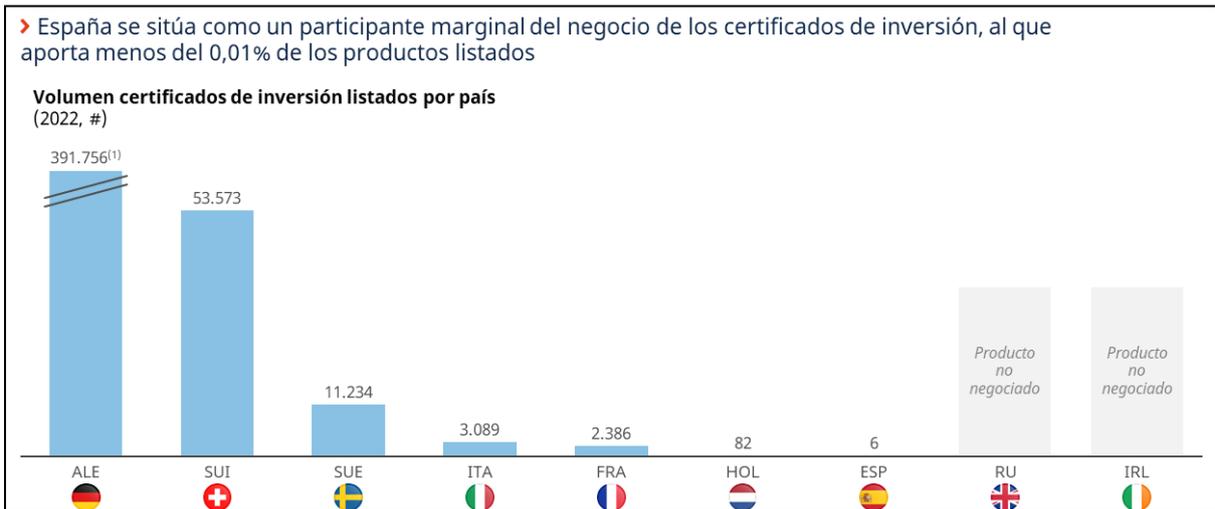
Fuente: BME

KPI 23 – Volumen de productos derivados negociados



Fuente: BME

KPI 24 – Volumen de certificados de inversión por mercado

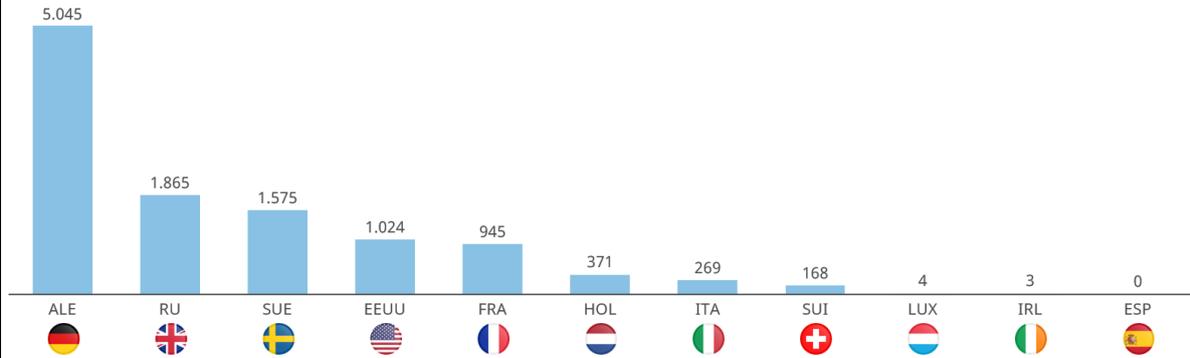


Fuente: Börse Stuttgart, Euronext, Borsa Italiana, BME, Nasdaq Nordic, SIX Switzerland, London Stock Exchange

KPI 25 – Número de ETPs cotizados por país

➤ España carece de ETPs cotizados por las políticas fiscales desfavorables que impiden su desarrollo a nivel nacional, mientras que dichos productos gozan de gran popularidad en otros países

Número de ETPs⁽¹⁾ cotizados por país
 (2023; #)

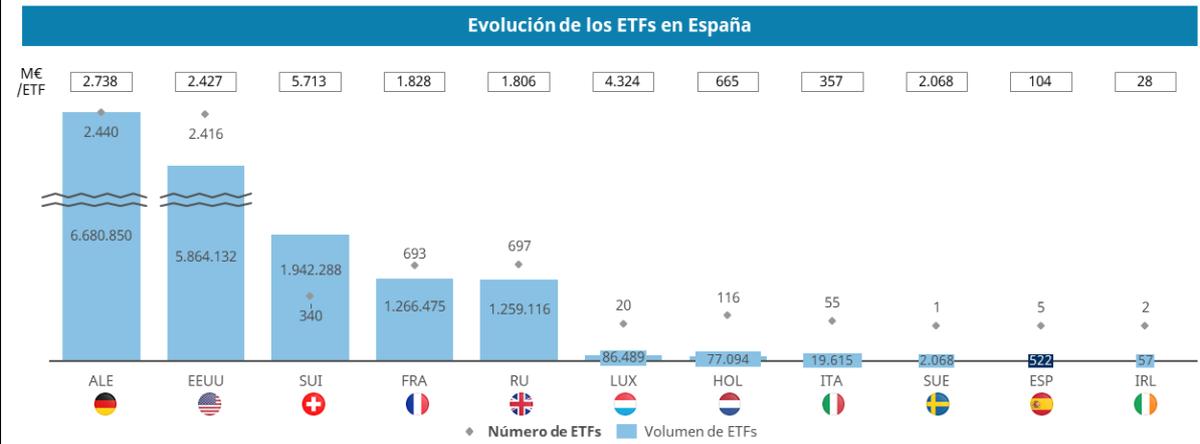


(1) ETP incluye ETPs, ETCs y ETNs

Fuente: BME, Refinitiv Workspace

KPI 26 – Activos bajo gestión y número de ETFs cotizados por mercado

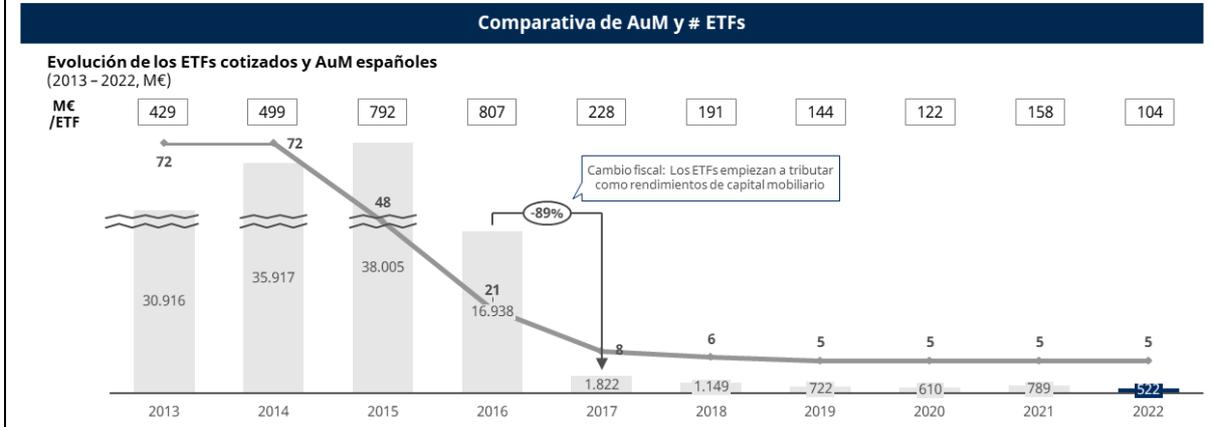
➤ A día de hoy España se sitúa a la cola de los mercados de ETFs, con un descenso significativo en 2017 en número de ETFs y AuM debido al tratamiento fiscal aplicado



Fuente: BME, Refinitiv Workspace

KPI 27 – Evolución de los activos bajo gestión y número de ETFs cotizados en España

► A día de hoy España se sitúa a la cola de los mercados de ETFs, con un descenso significativo en 2017 en número de ETFs y AuM debido al tratamiento fiscal aplicado

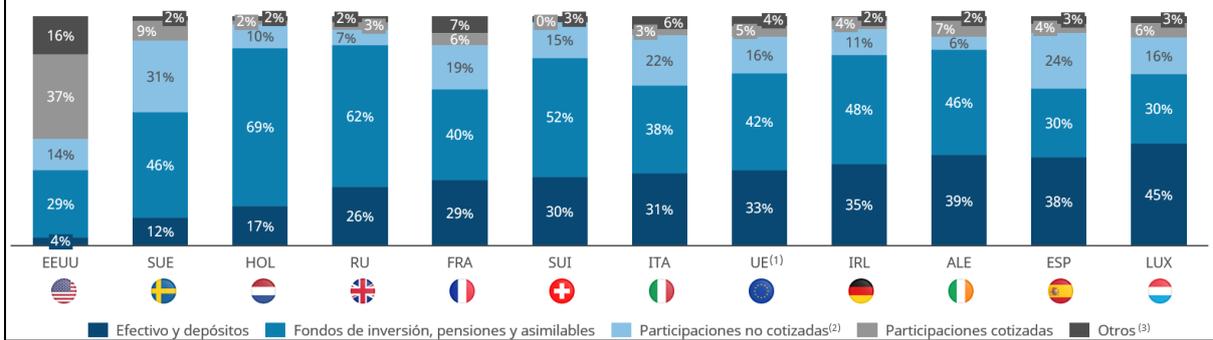


Fuente: BME

KPI 28 – Desglose del ahorro financiero de las familias / inversión personal

► De media, los hogares españoles mantienen sus ahorros 4 p.p. por encima de la media en efectivo y depósitos (38% vs. 34%) y 13 p.p. por debajo en fondos de inversión y pensiones (43% vs. 30%)

Breakdown de los activos financieros de los hogares (2021, %)



(1) Zona Euro; (2) Incluye participaciones no cotizadas en sociedades anónimas y participaciones en sociedades limitadas; (3) Incluye deuda adquirida, derivados financieros y otras categorías no recogidas en el resto

Fuente: Eurostat, US Federal Reserve, Swiss National Bank, UK Office for National Statistics

KPI 29 – Comparativa del ahorro financiero

► El ahorro financiero en España es el mas bajo entre los principales países de la Unión Europea

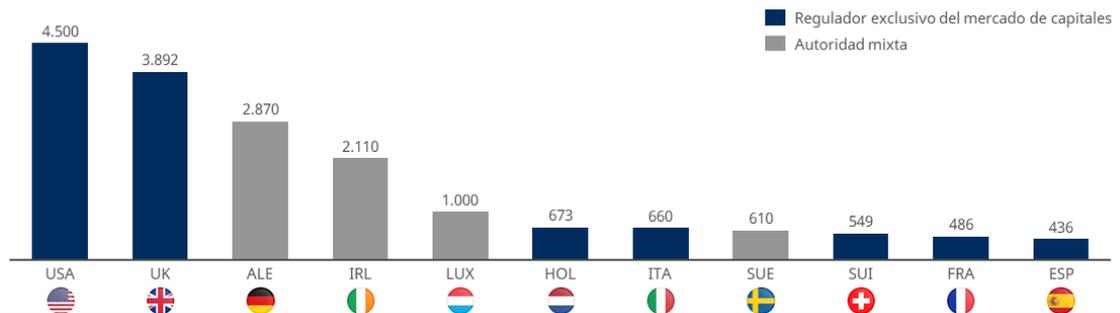
Ahorro financiero per cápita
(€, 2022)



KPI 30 – Análisis de la dotación de las autoridades de los mercados de capitales

► España es el país con el menor número de empleados asignados a la regulación y supervisión de los mercados de capitales

Número de empleados por supervisor o regulador del mercado
(# ; datos a última fecha disponible)



KPI 31 – Evolución del número de operaciones y de volumen captado mediante salidas a Bolsa y otras fuentes de alternativas de financiación

► Desde 2015, el importe de capital captado a través de *private equities* y venture capital ha superado el captado mediante IPOs en España

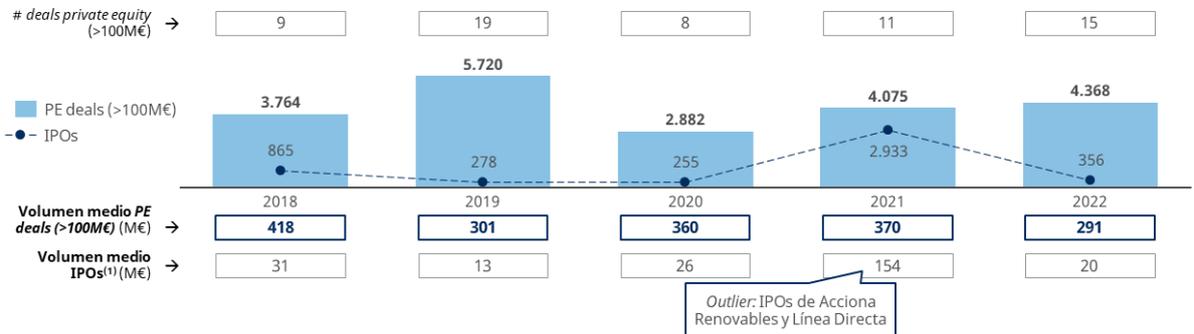
Evolución del número de operaciones y de volumen captado mediante salidas a bolsa y financiación alternativa
(2014 - 2022, M€)



(1) Volumen medio captado en las IPOs del mercado continuo y BME Growth
Fuente: BME, Spaincap

► En los últimos años, en España, los volúmenes medios en grandes operaciones vía *private equity* (>100M€) superan a los volúmenes captados en los mercados de capitales vía IPOs

Evolución de las operaciones de *private equity* superiores a 100M€ en España (2018 - 2022; M€)

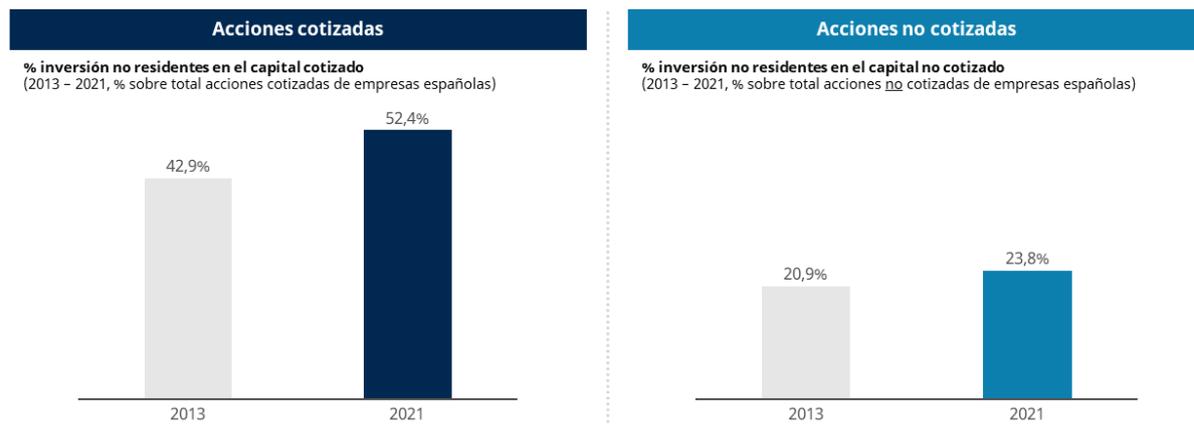


(1) Volumen medio captado en las IPOs del mercado continuo y BME Growth

Fuente: BME, Spaincap

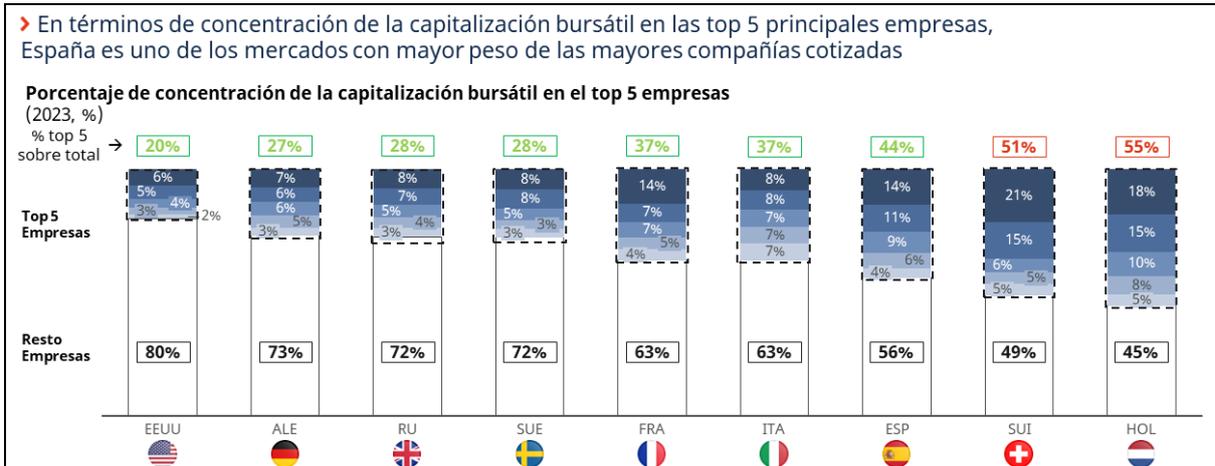
KPI 32 – Inversión extranjera en empresas cotizadas vs. no cotizadas

► Las empresas españolas con capital cotizado en mercados bursátiles atraen el doble de inversión extranjera que las empresas no cotizadas



Fuente: Banco de España

KPI 33 – Concentración de la capitalización bursátil en el Top 5 empresas

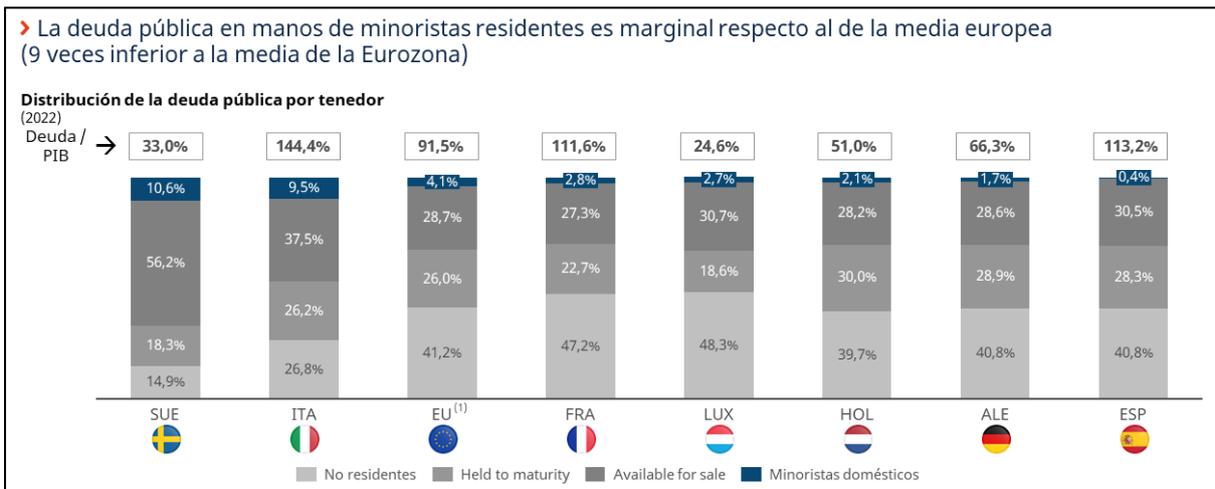


Irlanda y Luxemburgo excluidos por escaso volumen de capitalización bursátil

Se excluye la capitalización bursátil de empresas extranjeras

Fuente: WFE, Euronext, Borsa Italiana, BME, Refinitiv Workspace

KPI 34 – Distribución de la deuda pública por tipo de tenedor en países europeos



(1) Zona Euro; (2) Held to maturity: Bancos centrales; (3) Available for sale: entidades financieras, fondos de inversión, pensiones, etc.

Fuente: Portal estadístico del Banco Central europeo, Eurostat

5.2 Anexo 2: Análisis regulatorio comparado

Fomento de la incorporación de las empresas a los mercados de capitales

A continuación, vamos ofrecer los resultados obtenidos en comparaciones realizadas de España frente a países con sistemas financieros de desarrollo equivalente (principalmente de la zona euro). Alrededor de las conclusiones alcanzadas en cada uno de los análisis comentaremos propuestas que entendemos que inciden de forma directa o indirecta en aspectos de desarrollo o creación de mercados que permitirían a España mejorar el nivel competitivo de su industria financiera mediante acciones que promueven el aumento de la

participación de más empresas, inversores, intermediarios, gestoras y, en general, actores de los mercados nacionales e internacionales.

Debido a la amplia diversidad de factores que afectan al desarrollo de los mercados y su incidencia simultánea en muchos aspectos que necesitan ser mejorados, la ordenación de los comentarios y medidas posibles enunciadas en esta sección no siguen un orden determinado y podrían perfectamente encajar en varios de los apartados en los que se divide este capítulo del Informe.

Fomento del uso de instrumentos de mercado y de la incorporación de las empresas a los mercados de capitales

Marco regulatorio de referencia español

Con carácter general, en los últimos años la mayoría de los cambios normativos (distintos de los fiscales) relacionados con los mercados de valores en España, han provenido, principalmente, de la transposición e incorporación de iniciativas europeas al marco local.

A modo de ejemplo, a través del Reglamento (UE) 2019/2115¹ se introdujeron distintas novedades, entre las cuales destacaba una simplificación del régimen aplicable a los emisores de instrumentos financieros admitidos a cotización en mercados de PYMEs en expansión, contemplados bajo la Directiva MiFID II², que flexibilizaba las obligaciones de información o de abuso de mercado.

Sin perjuicio de lo anterior, se debe señalar que, con la reciente aprobación de la Ley 6/2023³, se han introducido determinadas medidas orientadas a impulsar la incorporación de las empresas a los mercados de valores, siendo las principales medidas las siguientes:

- **Simplificar y agilizar el proceso de admisión a cotización**⁴: La verificación de los requisitos de admisión a negociación en un mercado regulado de las emisiones de renta fija, pasa a ser competencia del organismo rector del mercado y no de la CNMV. De este modo, se suprime la obligación de doble control, al menos en teoría, por parte del operador del mercado regulado y de la CNMV.
- **Supresión de las tasas en emisiones de renta fija**⁵. En relación con la modificación anterior, y en virtud de la Ley 16/2014⁶, se elimina la tasa aplicable a la verificación de los requisitos de admisión a negociación de las emisiones de renta fija⁷.
- **Ampliación del concepto de pequeña y mediana empresa (“PYME”)**⁸. A los efectos de los mercados de PYME en expansión, se establece que tendrán la consideración de

¹ Reglamento (UE) 2019/2115, de 27 de noviembre de 2019, por el que se modifican la Directiva 2014/65/UE y los Reglamentos (UE) 596/2014 y (UE), 2017/1129 en relación con el fomento del uso de los mercados de pymes en expansión

² Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros

³ Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

⁴ Artículo 63.1.b) de la Ley 6/2023.

⁵ Disposición final 8ª de la Ley 6/2023.

⁶ Ley 16/2014, de 30 de septiembre, por la que se regulan las tasas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

⁷ Se debe puntualizar que, las modificaciones introducidas por la Ley 6/2023 en materia de emisiones de renta fija, a efecto prácticos, se producirán en aquellas emisiones que no requieran de folleto, ya que, en cualquier caso, una emisión que se considere una oferta pública requiere de la aprobación por parte de la CNMV del folleto de emisión.

⁸ Artículo 76.4 de la Ley 6/2023.

PYME, los emisores de deuda, que no disponga de acciones o instrumentos asimilados que se negocien en algún centro de negociación, si el valor nominal de sus emisiones de deuda, durante el ejercicio anterior, en el conjunto de los centros de negociación en toda la Unión Europea, no supera los 50 millones de euros. De este modo, se busca facilitar la cotización de las empresas en los denominados Sistemas Multilaterales de Negociación o SMNs de los que el principal ejemplo es BME Growth.

- **Exenciones transitorias de publicación y difusión de información**⁹. Sujeto al correspondiente desarrollo reglamentario, se prevé que, las empresas cuyas acciones pasen de ser negociadas en un SMN a serlo en un mercado regulado, durante un periodo transitorio máximo de dos (2) años, podrán acogerse a determinadas exenciones de publicación y difusión de información¹⁰.
- **Ampliación del plazo para la remisión del segundo informe financiero semestral**¹¹. Para los emisores de valores obligados a presentar el segundo informe semestral, se amplía el plazo de dos (2) a tres (3) meses para su elaboración y publicación.

Situación comparada

Con carácter general, salvo algunas excepciones, las jurisdicciones analizadas han implementado o están en proceso de implementar medidas tendentes a impulsar el uso o acceso a los mercados de capitales por parte de las empresas, tratando de convertir su incorporación a los mercados en una alternativa atractiva.

Además, muchas de las jurisdicciones analizadas, ya sea a través del regulador o del operador del mercado, publican indicadores cuantitativos (KPIs) sobre el funcionamiento del proceso de admisión a negociación.

Tabla 2 - Situación comparada: medidas específicas adoptadas para fomentar la incorporación de las empresas a los mercados de capitales españoles

| País | Fomento a la incorporación a los mercados | Comentario |
|--|---|---|
|  España |  | En España de la mano de la CNMV se han adoptado medidas que fomentan / facilitan la incorporación de las empresas a los mercados de valores, si bien, la mayoría proviene de la implementación o transposición de normativa europea. |
|  Francia |  | En Francia se han implementado medidas nacionales específicas, más allá de la incorporación de normativa europea, principalmente en relación con los valores de deuda: flexibilidad de los procesos de emisión y libertad contractual ampliada a los valores representativos de deuda superiores a 100.000€. Además, el atractivo del mercado francés también es el resultado del trabajo de Euronext France, en particular con el desarrollo de Euronext Growth y Euronext Access, permitiendo |

⁹ Párrafo segundo del artículo 63.7 de la Ley 6/2023.

¹⁰ Hay que señalar que lo aquí dispuesto no es propiamente una novedad, ya la anterior norma del mercado de valores lo contemplaba. No obstante, a falta de desarrollo reglamentario, se abre la puerta a la introducción de modificaciones al régimen transitorio de exenciones de dos años.

¹¹ Artículo 100.2 de la Ley 6/2023.

| País | Fomento a la incorporación a los mercados | Comentario |
|---|---|--|
| | | implementar procesos más rápidos, con mayor flexibilidad y reducción de costes. La Autoridad francesa de los mercados (AMF) publica (con carácter no recurrente) algunos datos estadísticos o KPIs. Por ejemplo, el tiempo promedio de revisión del folleto |
|  Alemania |  | Actualmente hay un proyecto de ley en discusión (proyecto de ley "ley de financiación futura", publicado el 12 de abril de 2023 - "Referentenentwurf des Zukunftsfinzierungsgesetzes"-), con entrada en vigor prevista para 2024), cuyo propósito es aumentar el atractivo de Alemania como centro financiero mediante la modernización y digitalización de su mercado de capitales. |
|  Italia |  | En Italia se inició el pasado 2 de mayo de 2023 un proceso legislativo que, precisamente busca incentivar el uso de los mercados de capitales, mediante instrumentos de deuda o capital. Entre los cambios legislativos que se van a introducir, destacan los siguientes: (i) ampliar el concepto de PYME; (ii) reducir los costes y cargas asociados en el acceso a los mercados de capital; (iii) eliminar algunas obligaciones de información; y (iv) simplificación de ciertos requisitos de gobierno corporativo. |
|  Países Bajos |  | En los Países Bajos, recientemente no se han adoptado medidas legislativas relevantes a nivel local con la presente finalidad, salvo por la transposición de normativa europea. Por otro lado, es importante resaltar que, aunque el regulador de los mercados neerlandés no publica datos estadísticos o KPIs sobre el proceso de IPO, Euronext, compañía propietaria del mercado neerlandés, sí lo hace (p. ej. publica el tiempo promedio desde el inicio del proceso de IPO hasta su efectiva cotización). |
|  Irlanda |  | En Irlanda, no se han adoptado medidas legislativas relevantes a nivel local con la presente finalidad, salvo por la trasposición de normativa europea. Por otra parte, es destacable que el Banco Central de Irlanda ha publicado distintas guías y modelos (sin carácter legal) para ayudar a los emisores en los procesos de emisión de valores. |
|  Luxemburgo |  | En Luxemburgo se han implementado distintas normas con el presente fin, si bien están centradas principalmente en la emisión, negociación y post contratación y custodia de instrumentos financieros representados mediante tecnología DLT (p. ej. emisión de deuda por el Banco Europeo de Inversión). |
|  Reino Unido |  | En el Reino Unido se pueden destacar dos iniciativas: (i) para el mercado regulado, se introdujo un régimen alternativo de IPO con menores requisitos regulatorios (el "standard listing"), en contraposición al "premium listing"; y (ii) el 3 de mayo de 2023, la FCA publicó una consulta con el fin de precisamente atraer a las empresas y a los inversores a los mercados de capitales, ya que el régimen de IPO ha sido considerado por algunos emisores como complejo y oneroso. |

| País | Fomento a la incorporación a los mercados | Comentario |
|---|---|--|
| | | La FCA publica datos estadísticos relacionados con ciertos KPI del proceso de IPO, incluyendo el tiempo medio de una IPO o la tasa de éxito. |
|  Suecia |  | En Suecia se han adoptado medidas locales con este fin, si bien en su gran mayoría alineadas con la normativa comunitaria y su transposición al ordenamiento legal sueco. Aunque el regulador de los mercados sueco no publica datos estadísticos o KPIs sobre el proceso de IPO, los operadores del mercado sueco sí lo hacen, aunque ninguno de estos KPIs incluye tiempo promedio del proceso de IPO. |
|  Suiza |  | En los últimos años no se han implementado medidas específicas relevantes con la finalidad que nos ocupa. Asimismo, no formando Suiza parte de la UE, no está sujeta a la armonización legislativa en materia de mercados de capitales. |

Fuente: Elaboración propia

Áreas de mejora y propuestas

Tal y como se desprende de la gráfica “Evolución del número de empresas cotizadas en BME (Mercado continuo y BME Growth)” del presente informe, si bien el mercado de renta variable español ha crecido en número de empresas cotizadas, ello se debe principalmente al buen funcionamiento de BME Growth.

Por su lado, el mercado continuo español ha decrecido, tanto en el número de empresas cotizadas, como en capitalización bursátil total (véase la gráfica 16 del presente Anexo). La caída de estos mercados, no sólo se ha producido en España, sino de forma generalizada en Europa.

Indudablemente, la situación anterior no es el resultado de una única circunstancia, sino de múltiples factores de distinta índole, tanto de componente macroeconómica como microeconómica. Entre estos elementos destacan los desincentivos regulatorios derivados de la carga regulatoria y administrativa, así como el recurso de un número cada vez mayor de empresas a operaciones de M&A (fusiones y adquisiciones) o a fondos de capital riesgo, en detrimento de los mercados públicos de capitales¹².

Debido a la variedad de factores, no existe una solución única que pueda abordar de forma efectiva este desafío y revertir la tendencia negativa, sino que debe enfocarse desde distintos ángulos.

En primer lugar, desde el punto de vista regulatorio, es posible adoptar medidas que, sin perder de vista la protección del inversor, faciliten el acceso de las empresas a los mercados de capitales, aliviando las cargas administrativas y, en consecuencia, los costes.

¹² Estos y otros factores pueden verse recogidos en la página 11 del “European IPO Report 2020” (<https://www.fese.eu/app/uploads/2020/03/European-IPO-Report-2020.pdf>).

Este tipo de medidas estarían en línea con el espíritu de la CMU y han demostrado su eficacia con la flexibilización de los requisitos aplicables a los emisores en los mercados de PYME en expansión y el correspondiente crecimiento de este tipo de mercados.

Relacionado con estas cuestiones a continuación, se identifican una serie de potenciales medidas a valorar dirigidas principalmente a facilitar el acceso de las empresas a los mercados de valores españoles y enfocadas a aligerar la carga administrativa asociada a dicho proceso. También incluimos medidas que favorecerían la presencia de más inversores, emisores y productos en nuestros mercados. Son las siguientes:

- **Desarrollar nuevos mercados y segmentos más flexibles y con menores requisitos para valores de PYMEs y SOCIMIs.** La creación y desarrollo de nuevos segmentos puede tener varias ventajas, entre las cuales, destacan: (i) **especialización y enfoque:** la creación de espacios especializados para tipos específicos de inversiones, permite a los inversores encontrar más fácilmente las oportunidades de inversión que coinciden con sus objetivos, tolerancia al riesgo y conocimientos; (ii) **aumento de la visibilidad:** los segmentos pueden aumentar la visibilidad de ciertas empresas o activos; (iii) **mejorar la eficiencia del mercado:** los segmentos especializados pueden facilitar el descubrimiento de precios más eficiente, ya que los inversores y las empresas que operan en estos segmentos tienen conocimientos más profundos y específicos; (iv) **facilitar la regulación:** estos segmentos pueden ser más fáciles de regular, al permitir el desarrollo de normas y procedimientos específicos a las necesidades de cada segmento. La reciente puesta en marcha del segmento para empresas Scaleup en BME es una parte de las respuestas a las necesidades que se plantean en este punto.
- Agilizar los procesos de autorización de productos en los mercados y las cámaras de compensación. La velocidad en la admisión de estos productos es un factor esencial de su éxito y para la consecución de tal fin, se debe valorar la posibilidad de la introducción de estándares, procesos de solicitud simplificados, implementando una evaluación de riesgos basada en principios para agilizar la autorización, en lugar de requerir un análisis exhaustivo. La revisión de MiFID II en relación al Listing Act ahonda en este sentido de flexibilizar, agilizar los procesos de salida a bolsa con unos folletos más sencillos y que sean homogéneos y comparables en el marco Europeo. Asimismo, en el marco de la regulación EMIR 3.0, la Comisión europea aborda los procesos de autorización de las CCP para estandarizar, agilizar y mejorar la competitividad en el ámbito de UE.
- **Establecer y publicar indicadores de control en las diferentes etapas que conlleva una emisión de valores.** Cálculo y publicación de *key performance indicators* (KPI)¹³ específicos que reflejen la evolución de los procesos de emisión de valores, midiendo variables como los plazos de revisión o el número de requerimientos adicionales por parte del regulador, como, por ejemplo, llevan a cabo el regulador francés (AMF) o de Reino Unido (FCA) u operadores de mercados como el neerlandés o el sueco, tal y como se desprende del análisis comparado llevado a cabo en el KPI.

Este tipo de medidores permitirá analizar la eficiencia de los mencionados procesos, compararlos con otros e identificar potenciales áreas de mejora.

¹³ Similares a los ya publicados por la CNMV sobre procesos de autorización de entidades reguladas.

- **Simplificar y agilizar el proceso de admisión a cotización (principalmente en las salidas a Bolsa):** Para evitar que las empresas perciban el proceso de admisión a negociación de sus acciones en un mercado regulado o en un SMN como una carga excesiva, por la cantidad y complejidad de la documentación, los plazos elevados y los costes de los asesores, consideramos conveniente simplificarlo. Las medidas que se adopten para simplificar el proceso se pueden llevar a cabo sin un desarrollo normativo específico, tal y como fueron a las ya adoptadas por la CNMV para agilizar los procesos de autorización de entidades reguladas, como, por ejemplo, en la publicación de directrices, documentos de preguntas y respuestas o modelos normalizados. Solución similar es adoptada por el Banco Central de Irlanda, tal y como se desprende del análisis comparado llevado a cabo en el KPI.

También se puede valorar, como medida que agilice los procesos de revisión, la posibilidad de que el regulador se apalanque para la revisión de determinados requisitos en una declaración responsable del emisor y su asesor, de una manera parecida a otros procedimientos administrativos. Por ejemplo, algunas empresas españolas expresan su disconformidad con el temprano requerimiento de cuentas auditadas en el proceso de salida a bolsa (OPV),

- **Desarrollar fórmulas para incentivar la participación de pequeños inversores en mercados españoles:** fomento de la participación segura e informada de inversores minoristas en los mercados de valores, mediante fórmulas sencillas e intermediadas (vídeos explicativos, hot line de consultas, etc.).

En este sentido, merece la pena destacar la fórmula empleada por la Bolsa Alemana (Deutsche Börse) mediante el servicio denominado “DirectPlace”¹⁴, que puede ser utilizado por inversores minoristas y les permite participar en los procesos de colocación de acciones de empresas cotizadas y no cotizadas, permitiendo que éstas obtengan una amplia base de inversores respaldando el éxito de la emisión de valores y garantizando una combinación equilibrada de inversores.

- **Fomentar el conocimiento de la financiación y cotización en mercados de capitales de empresarios, directivos e inversores privados cualificados:** desarrollo de programas de asistencia y capacitación para las empresas, sus directivos e inversores privados, fomentando los principios de la cultura financiera necesarios para, en su caso, valorar la búsqueda de financiación a través de los mercados de valores. Un ejemplo sería la iniciativa del Entorno Pre-Mercado (EPM) que se desarrolla en la Bolsa española.
- **No imponer restricciones a la comercialización y negociación de productos derivados negociados en mercados que están sometidos a una estricta supervisión, y buscar un mayor uso de clearing centralizado (CCP) para eliminar el riesgo de contrapartida.** Los productos derivados que cotizan en mercados regulados están sometidos a un nivel de regulación y escrutinio previo muy elevado, por lo que resulta desproporcionado la aplicación de restricciones similares de ciertos productos como los Contratos por Diferencias (CFD) cuyo nivel de regulación y supervisión es inferior. Los reguladores deberían ver los Mercados Regulados de

¹⁴ <https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-de/primary-market/being-public/directplace>

Derivados como una alternativa a fomentar frente a las plataformas de negociación de CFDs.

- **Desarrollar una estrategia completa entre el regulador y los agentes de los mercados para conseguir un aumento real en España de los volúmenes de emisión de renta fija por parte de las grandes empresas españolas.** La reciente reducción de cargas para los emisores en la verificación de los folletos es un paso en la buena dirección para competir por los grandes flujos de emisión de estos activos desde España, pero a nuestro juicio no es suficiente. **Establecer reglas y plazos claros para la comunicación de las políticas de distribución de dividendos de las sociedades cotizadas** que mejorarían la competitividad del mercado de derivados español y por ende la liquidez de las acciones subyacentes y los productos derivados sobre ellas.
- **Incrementar la liquidez del mercado secundario de Deuda Pública española.** Para ello se propone computar también por parte del Tesoro, a la hora de evaluar la actividad de los Creadores de Mercado sobre Deuda Pública española las posiciones que tomen en derivados sobre el Bono nocial español.
- **Incentivar la salida a Bolsa como vía de desinversión para las participadas de entidades de capital riesgo y *venture capital*.** Adopción de las medidas fiscales o de otra índole que incentiven la vía de los mercados regulados o SMN como forma de desinversión.
- **Posibilidad de constituir Fondos de Titulización (FTs) con carácter previo a la cesión de activos y a la emisión de los pasivos.** Se trata de evitar rigideces derivadas de que coincidan en el tiempo dos hitos de gran envergadura en una operación de este tipo como son el registro del Fondo de Titulización en la CNMV y la ejecución material de la operación concreta de titulización con las complejidades que de por sí lleva consigo.
- **Modificación de la regulación relativa a los Fondos de Titulización incorporando el régimen de administración y gestión de los activos titulizados y el responsable del FT.** También se propone una modificación de la regulación relativa a los Fondos de Titulización incorporando el régimen de administración y gestión de los activos titulizados y el responsable del FT. En concreto se trata del artículo 26.1b) de la Ley 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial.
- **Fomentar la cobertura de los valores cotizados por los analistas:** Para el buen desarrollo de los mercados la liquidez es una cuestión esencial y la cobertura de valores por parte de los analistas se ha revelado históricamente como un elemento determinante para la buena salud de los mercados y aumentar el interés de los inversores. Más información, más amplia y a un mayor número de inversores suele ser garantía de mercados con mayor aceptación.

Entre las principales causas que han generado cierta falta de liquidez en España y en Europa (fundamentalmente en las PYMES), se encuentran las restricciones a la actividad de análisis y cobertura de valores que implementó MiFID II y que luego ha tratado de repararse con la denominada Directiva Quick Fix que se ha demostrado insuficiente. La falta de liquidez de los mercados, sobre todo para las PYMES, implica

un gran escollo para considerar la cotización como una alternativa viable de crecimiento y financiación.

Entendemos que hay que establecer medidas más eficientes que las establecidas en la Quick Fix para evitar que se ahonde en la falta de cobertura de las empresas cuya principal consecuencia es la ruptura del punto de encuentro entre los emisores y los inversores institucionales.

Por ello, y respecto a este tema concreto, se **propone en este documento**:

- incrementar hasta los 10.000 millones de euros el umbral de capitalización bursátil que permite a las empresas de servicios de inversión ofrecer conjuntamente los servicios de ejecución y análisis de valores. Actualmente el umbral se sitúa en los 1.000 millones de euros y solo se puede ofertar conjuntamente análisis y ejecución de ordenes sobre valores de compañías cotizadas con un valor de mercado o capitalización de menos de esos 1.000 millones de euros señalados.
- fomentar e incentivar desde el punto de vista fiscal y regulatorio la prestación de servicios de “sponsored research” que se han incrementado significativamente en otros mercados de nuestro entorno;
- la no sujeción a IVA del servicio auxiliar de elaboración de informes de inversiones y análisis financieros cuando se preste por empresas de servicios de inversión.

Entendemos que se da el momento propicio para incorporar algunas de estas medidas tanto en el Listing Act y en la propuesta de Directiva ómnibus que modificará entre otras directivas MiFID II, ambas en el marco de la Retail Investment Strategy. Ante este panorama de cambios regulatorios y mejoras en las prácticas de inversión, resulta evidente que estamos en un punto de inflexión importante. Las iniciativas propuestas reflejan un esfuerzo por adaptarse a las nuevas realidades del mercado y las expectativas de los inversores. Este esfuerzo de adaptación y mejora, que se manifiesta en propuestas como el aumento del umbral de capitalización bursátil y la incentivación de servicios especializados, es un claro indicativo de la evolución continua en el ámbito de las inversiones financieras.

La iniciativa de **incentivar el acceso de los clientes minoristas a la inversión alternativa** llevada a cabo en el marco de la Capital Markets Union (CMU) y la Retail Investment Strategy, ha favorecido la armonización del régimen de comercialización de los vehículos de inversión colectiva alternativos entre inversores minoristas, así como la comercialización transfronteriza. Dicha apertura se ha materializado en el cambio del régimen de comercialización de los FILPE (en el ámbito europeo), así como en el régimen de comercialización de las Entidades de Capital Riesgo, ECR) (en el ámbito nacional), y que se va a completar próximamente con la modificación prevista en el Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva que permitirá la comercialización de las IIC de Inversión Libre entre inversores minoristas en mejores condiciones que las actuales.

Lo anterior ha incrementado en gran medida el apetito inversor por parte de inversores del sector de banca privada en productos de inversión alternativa, los cuales, en su mayor parte, son vehículos de tipo cerrado.

El establecimiento de medidas que fomenten la cotización de dichos vehículos de inversión alternativa en los mercados españoles (ya sean mercados regulados o SMN) favorecería la

creación de un mercado secundario para fondos cerrados, y al mismo tiempo ayudaría a reducir el hueco provocado la reducción de SICAV en el mercado español.

Opcionalidad en el paso de un SMN al mercado regulado

Marco regulatorio de referencia español

La normativa española prevé una obligación singular para las empresas que estén cotizando exclusivamente en un sistema multilateral de negociación (“SMN”). En concreto, según lo previsto en la Ley 6/2023¹⁵, cuando la capitalización de las acciones de dichas empresas supere los mil millones de euros durante un periodo continuado superior a seis (6) meses, estarán obligadas legalmente a solicitar la admisión a negociación en un mercado regulado en el plazo de nueve (9) meses¹⁶.

El origen y razón de ser de esta obligación, única en los mercados europeos de referencia, se remonta al año 2014, con el llamado “caso Gowex”¹⁷. Como respuesta a esta situación y de cara a evitar que volviera a producirse un caso similar, se reforzaron los requisitos aplicables a las empresas que cotizaban en el por entonces denominado Mercado Alternativo Bursátil (hoy BME Growth), mediante la Ley 22/2015¹⁸ y la Ley 5/2015¹⁹. Estas Leyes, entre otros requisitos, introdujeron la obligación de presentar con carácter imperativo las cuentas anuales semestrales (hasta entonces, voluntario) y la obligación de pasar a cotizar en un mercado regulado cuando la capitalización de las empresas superase el umbral de los quinientos millones de euros durante un periodo continuado de seis (6) meses.

Posteriormente, en el año 2020, mediante la disposición final sexta del Real Decreto-ley 34/2020²⁰, se elevaría el umbral hasta los actuales mil millones de euros.

Por último, es importante señalar que se han incorporado algunas medidas tendentes a flexibilizar esta obligación, mediante el establecimiento de un periodo transitorio máximo de dos (2) años durante el cual estas empresas puedan acogerse a determinadas exenciones relacionadas con obligaciones de transparencia²¹. Hay que mencionar que, esta cuestión ya se aborda en el presente informe en el apartado de “medidas específicas adoptadas para fomentar la incorporación de las empresas a los mercados de valores españoles” y, tal y como allí se indica, no se trata de una medida novedosa introducida por la Ley 6/2023. No obstante, a fecha de elaboración del presente informe se trata de una cuestión pendiente de desarrollo mediante Real Decreto.

¹⁵ Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

¹⁶ Artículo 63.7 de la Ley 6/2023.

¹⁷ <https://www.expansion.com/2014/07/06/mercados/1404668937.html>

¹⁸ Ley 22/2015, de 20 de julio de Auditoría de Cuentas

¹⁹ Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

²⁰ Real Decreto-ley 34/2020, de 17 de noviembre, de medidas urgentes de apoyo a la solvencia empresarial y al sector energético, y en materia tributaria.

²¹ Estas exenciones fueron ratificadas por la Ley 6/2023 y se encuentran a la espera de desarrollo reglamentario. No obstante, el borrador actual del Proyecto de Real Decreto sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado ([ECO Tes 20210430 AP RD Instrumentos.pdf \(mineco.gob.es\)](#)) establece exenciones limitadas y en línea con la normativa anterior.

Situación comparada

En ninguna de las jurisdicciones europeas objeto de análisis existe una obligación legal similar a la dispuesta en la norma española, para las empresas que estén cotizando en un SMN de dar el salto al mercado regulado, y más aún cuando se excedan determinados umbrales económicos.

Aunque ninguno de los países comunitarios dispone en su normativa nacional de una obligación similar a la española, resulta conveniente señalar aquí que, tal y como establece el Reglamento (EU) 2019/2115 en su exposición de motivos número (15), los mercados de pymes en expansión no deberían considerarse la etapa final en el desarrollo de los emisores y deberían permitir que las empresas exitosas crezcan y pasen un día a los mercados regulados, a fin de beneficiarse de mayor liquidez y mayor reserva de inversores.

Asimismo, se debe tener presente que la MiFID II establece, entre otros requisitos que, para tener la consideración de un mercado PYME en expansión, como mínimo el 50% de los emisores cuyos instrumentos financieros sean admitidos a negociación en el SMN sean PYME²² en el momento en que el SMN sea registrado como mercado de PYME en expansión y en todos los años civiles siguientes²³.

Tabla 3 - Situación comparada: obligación de pasar de un Sistema Multilateral de Negociación (SMN) al mercado regulado

| País | Obligación de saltar a un mercado regulado | Comentario |
|---|--|---|
|  España | Sí | En España, cuando la capitalización de las acciones de una empresa cotizando en un sistema multilateral de negociación, supere los mil millones de euros durante un periodo continuado superior a seis (6) meses, estarán obligadas legalmente a solicitar la admisión a negociación en un mercado regulado |
|  Francia | No | No se percibe dicha obligación. |
|  Alemania | No | No se percibe dicha obligación. |
|  Italia | No | No se percibe dicha obligación. |
|  Países Bajos | No | No se percibe dicha obligación. |

²² A los efectos de la Directiva 2014/65/UE (MIFID II) se considerará pequeña y mediana empresa a las empresas con una capitalización de mercado media inferior a los 200 millones de euros.

²³ Artículo 33.3.a) de la Directiva 2014/65/UE (MIFID II).

| País | Obligación de saltar a un mercado regulado | Comentario |
|--|--|--------------------------------|
|  Irlanda | No | No se percibe dicha obligación |
|  Luxemburgo | No | No se percibe dicha obligación |
|  Reino Unido | No | No se percibe dicha obligación |
|  Suecia | No | No se percibe dicha obligación |
|  Suiza | No | No se percibe dicha obligación |

Fuente: Elaboración propia

Áreas de mejora y propuestas

Desde el nacimiento de esta obligación en el año 2015, se han implementado ciertas medidas que tienden a su flexibilización²⁴, precisamente porque se es consciente de que esta obligación particular del régimen jurídico español es percibida como una carga por las empresas cotizando en BME Growth, sobre todo por las consecuencias regulatorias que implica el tener que cotizar obligadamente en un mercado regulado, si se supera el umbral de los 1.000 millones de capitalización bursátil.

Además, no se debe obviar que, en el supuesto de que una empresa cotizando en BME Growth se vea afectada por la presente obligación, siempre puede escoger por trasladar su cotización a otro sistema multilateral de negociación, con el perjuicio que ello implica para el mercado español.

A la luz de lo anterior, se puede llegar a la conclusión que aún existen áreas de mejora en este ámbito, especialmente si se compara la situación de España con otros estados miembros, puesto que, tras el análisis realizado, no se ha identificado una exigencia similar en las demás jurisdicciones objeto del presente análisis.

Es pertinente señalar que la iniciativa de la Unión Europea sobre la Unión de los Mercados de Capitales (CMU, por sus siglas en inglés), está encaminada precisamente hacia la eliminación de ciertas barreras que obstaculizan la plena integración de los mercados de capitales europeos. Entre estas barreras se destacan aquellas de índole administrativa y regulatoria, las cuales se perciben como obstáculos significativos para el fomento de dichos

²⁴ Por ejemplo: (i) el aumento en un cien por cien (100%) el umbral de capitalización a partir del cual se origina la obligación para pasar al mercado regulado, o (ii) la existencia de un periodo transitorio máximo de dos (2) años durante el cual estas empresas podrán acogerse a determinadas exenciones.

mercados, especialmente en lo que concierne a la participación de las pequeñas y medianas empresas europeas en los mismos (ya sea en los mercados de PYME en expansión o en los mercados regulados)²⁵.

Lo anterior plantea un escenario idóneo para la revisión y modificación de este tipo de obligaciones.

Concretamente se proponen las siguientes medidas:

- **Eliminar la exigencia de cambio de negociar en un SMN al mercado regulado.** La obligación actual de cambiar de segmento de mercado a partir de un determinado tamaño de capitalización y la falta de un procedimiento simplificado específico para hacerlo hace que haya empresas que se planteen abandonar el mercado de valores español para cotizar en otro extranjero sin estos obstáculos.
- **Agilizar y simplificar el acceso a la cotización en el mercado principal (regulado) desde otros segmentos de mercado (SMN).** El propósito fundamental de esta medida consiste en facilitar y agilizar el ascenso al mercado regulado de las empresas cuyas acciones hayan estado negociadas en BME Growth, implementando un proceso simplificado que permita a estas empresas apalancarse, en la medida de lo posible, en la información suministrada durante el proceso de admisión a negociación ya realizado en el mencionado SMN. La medida que se propone no busca aminorar los estándares de cumplimiento y supervisión, sino promover una transición más ágil y eficiente, respetando en todo caso las obligaciones de transparencia y protección de los inversores. Solicitar la modificación del Real Decreto sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado, para ampliar las exenciones temporales (durante un periodo dos (2) años) que actualmente se prevén en el artículo 63.7 de la Ley del Mercado de Valores, en relación con el cumplimiento de ciertas obligaciones de transparencia.

Para valorar las posibles exenciones, se propone contar con la asistencia / opinión de BME, así como realizar una consulta o encuesta dirigida a las empresas que cotizan en BME Growth, de cara a identificar con claridad cuáles son los requisitos regulatorios que estas empresas perciben como los obstáculos más significativos.

Con la aplicación de estas medidas se podría cambiar la percepción actual sobre la cotización en un mercado regulado, pasando de ser visto como un escollo y/o imperativo administrativo y legal a verse como una oportunidad.

²⁵ Por ejemplo, de acuerdo con el "Documento de trabajo de los servicios de la Comisión que acompaña a la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo, por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 596/2014 y (UE) 2017/1129 en relación con el fomento del uso de los mercados de pymes en expansión" ([enlace](#)), son precisamente las cargas administrativas y regulatorias las que las pequeñas y medianas empresas cotizadas señalan como obstáculo para su cotización en mercados regulados .

Vehículos de inversión orientados a la inversión en PYMES nacionales cotizadas

Marco regulatorio de referencia español

El ordenamiento jurídico español no contempla, ni en la Ley 35/2003²⁶, ni en la Ley 22/2014²⁷, la existencia de vehículos de inversión nacionales que tengan como objetivo principal, o indirectamente como incentivo, la inversión en: (i) PYMES cotizadas en un SMN; o (ii) PYMES no cotizadas, con el fin de desinvertir a través la cotización de dichas empresas en los mercados de capitales.

Por otro lado, a nivel europeo sí se han adoptado medidas dirigidas a incentivar la inversión en PYMES, dando entrada a inversiones minoristas, por ejemplo, a través de los fondos de inversión a largo plazo europeos o “**FILPE**”²⁸, los cuales se regulan por el Reglamento 2015/760²⁹.

No obstante, por unas razones u otras³⁰, estos vehículos no han tenido una acogida relevante en España³¹.

Situación comparada

La situación en el resto de las jurisdicciones europeas no es homogénea.

Por un lado, existen jurisdicciones de la UE como Francia, Italia y Suecia, y otras europeas, como Reino Unido, cuyas normativas locales contemplan la existencia y constitución de vehículos o productos específicos que promueven este tipo de inversiones.

A modo de ejemplo, se destacan los siguientes productos:

- Francia cuenta con dos tipos de fondos de capital riesgo diseñados para invertir en pequeñas y medianas empresas relacionadas con distintos sectores estratégicos (como tecnologías de la información, ciencia, medio ambiente, energía o telecomunicaciones). Son los llamados “*Fonds Communs de Placement dans l’Innovation*” (FCPI) y “*Fonds d’Investissement de Proximité*” (FIP), ambos vehículos aptos para inversores minoristas;
- Reino Unido incentiva, mediante beneficios fiscales generalmente, la inversión en pequeñas y medianas empresas a través de tres modalidades: (i) **Venture Capital Trust**: instituciones de inversión colectiva de tipo cerrado, similares a otras entidades de capital riesgo, que deben solicitar su admisión a negociación y cuya cartera debe consistir, al menos en un 70%, en acciones de determinadas compañías no cotizadas o negociadas en el *Alternative Investment Market* (AIM), el SMN británico para empresas

²⁶ Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

²⁷ Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

²⁸ Los FILPE tienen como finalidad, el proporcionar financiación de carácter duradero para diferentes proyectos de infraestructuras, empresas no cotizadas o pequeñas y medianas empresas cotizadas que emiten instrumentos de capital o de deuda para los cuales no existe un comprador fácilmente identificable.

²⁹ Reglamento 2015/760, de 29 de abril de 2015, sobre los fondos de inversión a largo plazo europeos

³⁰ Entre otros motivos, destaca la ausencia de un régimen fiscal (a excepción de normas forales en Vizcaya y Álava) que fomente su creación.

³¹ Únicamente se encuentran inscritos en los registros de CNMV dos (2) FILPE

de crecimiento: (ii) **Enterprise Investment Scheme**: vehículo diseñado para atraer inversores personas físicas a pequeñas y medianas empresas británicas no cotizadas; y (iii) **Business Property Relief**: un tipo de esquema que otorga beneficios fiscales para inversiones de un contribuyente fallecido en acciones de compañías del AIM.

- En Italia se han introducido los denominados “*Piani Individuali di Risparmio*”³² (PIR), que son instrumentos diseñados para fomentar la inversión, por parte inversores minoristas, hacia compañías que no pertenecen a los principales índices bursátiles nacionales (en el caso italiano, el FTSE MIB) o internacionales, impulsando así la inversión en pequeñas y medianas empresas.
- Por último, merece la pena mencionar el caso sueco. Si bien en Suecia no existen vehículos similares a los previstos en Francia, Reino Unido o Italia, sí han diseñado otros instrumentos que buscan promover una mayor participación de la inversión minorista en los mercados de capitales suecos, como las “*Investeringssparkonto*”, que son cuentas de ahorro dirigidas a la inversión, con ventajas fiscales. Entre los activos elegibles se encuentran las acciones de empresas cotizadas.

Al margen de los países mencionados anteriormente, en el resto de las jurisdicciones europeas, al igual que en España, no se han identificado vehículos o productos de inversión similares, más allá de los FILPE.

Tabla 4 - Situación comparada: vehículos de inversión orientados a la inversión en pequeñas y medianas empresas nacionales cotizadas

| País | Vehículos de inversión en PYMEs cotizadas | Comentario |
|---|---|--|
|  España | No | La regulación española no cuenta con vehículos o productos de inversión, aptos para el público minorista, que estén especializados en la inversión en PYMEs cotizadas. |
|  Francia | Sí | En la regulación francesa sí existen tipologías de vehículos de inversión nacionales, aptos para inversores minoristas, especializados en la inversión en PYMEs, como los denominados: “ <i>Fonds Communs de Placement dans l’Innovation</i> ” y “ <i>Fonds d’Investissement de Proximité</i> ”. |
|  Alemania | No | La regulación alemana no cuenta con vehículos o productos de inversión, aptos para el público minorista, que estén especializados en la inversión en PYMEs cotizadas. |
|  Italia | Sí | La regulación italiana sí contempla vehículos de este tipo, como los denominados “ <i>Piani Individuali di Risparmio</i> ”. |

³² Se introdujeron con la Ley de estabilidad 2017 (*Legge di stabilità 2017*) publicada en el Diario Oficial italiano el 21 de diciembre de 2016.

| País | Vehículos de inversión en PYMEs cotizadas | Comentario |
|--|---|--|
|  Países Bajos | No | La regulación neerlandesa no cuenta con vehículos o productos de inversión nacionales, aptos para el público minorista, que estén especializados en la inversión en PYMEs cotizadas. |
|  Irlanda | No | La regulación irlandesa no cuenta con vehículos o productos de inversión nacionales, aptos para el público minorista, que estén especializados en la inversión en PYMEs cotizadas. |
|  Luxemburgo | No | La regulación luxemburguesa no cuenta con vehículos o productos de inversión nacionales, aptos para el público minorista, que estén especializados en la inversión en PYMEs cotizadas. |
|  Reino Unido | Sí | La regulación inglesa contempla tres tipos de vehículos, cuyos objetos de inversión consisten, principalmente, en la inversión en PYMEs cotizadas o no cotizadas: "Enterprise Investment Scheme", "Venture Capital Trust" y "Business Property Relief". |
|  Suecia | No | La regulación sueca no cuenta con vehículos de inversión nacionales aptos para el público minorista, que estén especializados en la inversión en PYMEs cotizadas, si bien ha incorporado desde 2012, las "Investeringssparkonto". Un tipo de cuentas de ahorro que promueven la inversión minorista en valores cotizados y en participaciones de fondos de inversión, con ciertas ventajas fiscales. |
|  Suiza | No | La regulación suiza no cuenta con vehículos o productos de inversión nacionales, aptos para el público minorista, que estén especializados en la inversión en PYMEs cotizadas. |

Fuente: Elaboración propia

Áreas de mejora y propuestas

Las pequeñas y medianas empresas forman la mayor parte del tejido empresarial de la Unión Europea. Éstas representan más del 50% del producto interior bruto europeo y más del 60% del empleo³³. En España, según datos del Directorio Central de Empresas, a 1 de enero de 2022, las pequeñas y medianas empresas representan el 99% del tejido empresarial español³⁴.

Es evidente que, si las pequeñas y medianas empresas europeas crecen, así lo hará la economía de sus respectivos países. Por ello, resulta fundamental que los recursos y financiación puedan desembocar de manera efectiva en éstas.

En este contexto, no se debe olvidar que, precisamente uno de los objetivos de la Unión de Mercados de Capital ("CMU") es tratar de ampliar el acceso a la financiación para las pequeñas y medianas empresas europeas, buscando aumentar su crecimiento. De hecho, la

³³ Comisión Europea. "Annual report on European SMEs 2020/2021". Julio de 2021. Página 8.

³⁴ Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. "Retrato de la PYME. DIRCE a 1 de enero de 2022". Edición febrero de 2023. Página 2.

Acción 5ª del Plan de Acción 2020 de la Unión de Mercados de Capital, tiene como objetivo dirigir a las pequeñas y medianas empresas hacia proveedores alternativos de financiación³⁵.

En este sentido, cobra especial relevancia la posibilidad de acceder a financiación no bancaria por parte de este tipo de compañías, ya sea a través del capital riesgo o de los mercados de capitales (siendo en muchas ocasiones el primero la antesala del segundo).

De ahí la importancia de crear vehículos u otros productos financieros que fomenten la inversión de la sociedad (tanto instituciones como minoristas) en las pequeñas y medianas empresas, cotizadas o no; así como incentivos para que estos vehículos u otros de capital riesgo culminen el proceso de desinversión mediante la salida al mercado regulado o SMN de las empresas de su cartera.

Para que este compendio de intenciones no caiga en vacío, es importante que la aplicación de la regulación que opera respecto a los límites que las IIC tienen en su operativa respecto a la tenencia de acciones cotizadas en SMN (como BME Growth) sea rigurosa en su aplicación y vigilada sin perder de vista uno de los objetivos primordiales: que las empresas pequeñas cuenten en su accionariado con participaciones estables que, además, sean instrumentos a través de los cuales los pequeños inversores participen indirectamente y de forma colectiva en estas empresas. Para ello, la combinación de los límites que establece para las IIC el coeficiente de diversificación (artículo 50.2 del RIIC) y el principio de liquidez (artículo 53 del RIIC), deben de ser aplicados con rigor, pero con la virtud de no suponer un factor disuasorio incluso a priori para los gestores de carteras de inversión institucionales.

Por todo lo anterior, se debería valorar la implementación de las siguientes medidas:

- **Fomentar los vehículos o productos de inversión minorista en PYMEs.** Llevar a cabo los desarrollos normativos que sean necesarios para la creación de una categoría específica de productos o vehículos, aptos para inversores minoristas, cuya finalidad sea la inversión en instrumentos de deuda o capital de PYMEs, cotizadas o no cotizadas.

De cara a conseguir que los mencionados vehículos o productos tengan un mayor impacto en la economía española, sería recomendable valorar la posibilidad de que estén focalizados en la inversión en los sectores que se quieran impulsar³⁶ (como en el ejemplo francés).

Con la finalidad de incentivar y atraer su uso, al igual que han hecho otras jurisdicciones europeas, sería conveniente acompañar la creación de estos vehículos o productos con determinados incentivos de carácter fiscal (tal y como se señalará más adelante, podrían regularse incentivos fiscales a los inversores como los que se establecen en la ley de “start-ups” extendiéndolo para el caso empresas que salen a cotizar en BME Growth).

Dado que dichos vehículos deben estar abiertos a los inversores minoristas, resulta conveniente que su desarrollo normativo se realice al amparo de la vigente Ley 22/2014, ya que se podría aprovechar la modificación introducida por la Ley 18/2022 al artículo 75.2 de la Ley 22/2014. Dicha modificación ha flexibilizado el régimen de los inversores minoristas en entidades de capital riesgo. Así, como alternativa a la exigencia de inversión mínima inicial

³⁵ https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union-2020-action-plan_en

³⁶ Así, por ejemplo, podrían estar en consonancia con los sectores que se pretenden impulsar en la Unión Europea dentro de los Fondos Next Generation EU o de los objetivos marcados en la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible de la ONU.

de 100.000 euros, se permite la comercialización de las acciones o participaciones de las ECR o EICC, a inversores minoristas, siempre que éstos accedan a la inversión a través de la recomendación de una entidad autorizada para la prestación del servicio de asesoramiento, con una inversión mínima inicial de 10.000 euros y, siempre que no suponga más del 10% patrimonio financiero del cliente, si éste no supera los 500.000 euros.

- **Incentivar la cotización en mercados como vía de desinversión para entidades de capital riesgo y venture capital.** Implementar medidas, fiscales o de otra índole, que incentive a las entidades de capital riesgo a utilizar los mercados regulados o SMN como vía de desinversión.

Posibilidad del depositario central de valores (DCV) español de ofrecer la custodia y liquidación de Eurobonos

Marco regulatorio de referencia español

El Registro primario de los Eurobonos se lleva a cabo por los denominados Depositarios Centrales de Valores Internacionales (“**ICSD**” por sus siglas en inglés), existiendo dos (2) en la Unión Europea: Clearstream Banking Luxembourg y Euroclear Bank en Bélgica.

Históricamente, los ICSD liquidan la parte de efectivo de una operación de valores (incluidos los Eurobonos) a través de cuentas abiertas de efectivo ya que son bancos, en lugar de cuentas de dinero de banco central. Esta situación se mantiene en la actualidad, pese a la creación y puesta en marcha del sistema paneuropeo de liquidación de valores “TARGET2-Securities” o “T2S” (que ofrece la liquidación en dinero de banco central), al no haberse adherido ni integrado los ICSD en la solución tecnológica propuesta por el Eurosistema.

Esta particularidad ha dado lugar a que los DCV locales sólo puedan ofrecer servicios de liquidación de Eurobonos, si su normativa les permite llevar a cabo dicha liquidación, mediante cuentas de efectivo abiertas en una entidad de crédito.

Con respecto a la situación en España, podemos diferenciar dos etapas:

- Hasta la entrada en vigor de la Ley 18/2022³⁷, la Ley 41/1999³⁸ solamente permitía a al DCV español³⁹ la liquidación de las órdenes de transferencia de efectivo mediante cuentas de dinero de banco central⁴⁰.
- A raíz de la entrada en vigor de la Ley 18/2022, se modificó el artículo 3.d) de la Ley 41/1999 para permitir que, cuando no fuera posible o no estuvieran disponibles los recursos para efectuar la liquidación del efectivo por medio de cuentas en un banco central, se pueda llevar a cabo a través de cuentas abiertas en una entidad de crédito o incluso a través de las propias cuentas del depositario central de valores, si tuviera licencia bancaria. Posteriormente, con la entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión⁴¹, se volvería a modificar el mencionado artículo 3.d) para darle una redacción más clara, si bien manteniendo la posibilidad de

³⁷ Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas

³⁸ Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores.

³⁹ Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores S.A.U.

⁴⁰ Artículo 3.d de la Ley 41/1999.

⁴¹ Véase la disposición final segunda la Ley 6/2023.

liquidación de la pata de efectivo de una operación de valores mediante dinero de banco comercial si la liquidación en banco central no es factible.

Situación comparada

A nivel europeo, la CSDR⁴² ya señala en su exposición de motivos⁴³ que, a fin de evitar los riesgos de liquidación derivados de la insolvencia del agente de liquidación, y siempre que sea posible y factible, los DCV deben liquidar el componente de efectivo de la operación con valores a través de cuentas abiertas en un banco central, pero que, cuando ello no sea posible o factible, los DCV han de poder efectuar la liquidación a través de cuentas abiertas en una entidad de crédito. La premisa anterior, tiene su reflejo normativo, concretamente, en el artículo 40.2 de CSDR.

Del análisis realizado, se desprende que la totalidad de los DCV de las jurisdicciones europeas analizadas sí pueden ofrecer la liquidación de Eurobonos. En el caso de los países miembros de la Unión Europea, ello estaría en línea con lo previsto en CSDR. Destacarían el caso de España y el caso de Alemania que, hasta fechas recientes, no han podido ofrecer la liquidación de Eurobonos, si bien en el caso alemán no era importante por cuanto el grupo Clearstream es propietario del ICSD de Luxemburgo y del CSD alemán.

Tabla 5 - Situación comparada: posibilidad del DCV español de ofrecer la custodia y liquidación de Eurobonos

| País | Liquidación Eurobonos | Comentario |
|---|-----------------------|---|
|  España | Sí | No obstante, hasta fechas recientes, el DCV español (Iberclear) no podía ofrecer la liquidación de Eurobonos. |
|  Francia | Sí | El DCV francés (Euroclear France) sí puede ofrecer la custodia y liquidación de Eurobonos. |
|  Alemania | Sí | El DCV alemán (Clearstream) puede ofrecer la custodia y liquidación de Eurobonos desde principios de 2022. |
|  Italia | Sí | El DCV italiano (Euronext Securities Milan) sí puede ofrecer la custodia y liquidación de Eurobonos. |
|  Países Bajos | Sí | El DCV neerlandés (Euroclear Nederland) puede ofrecer la custodia y liquidación de Eurobonos. |
|  Irlanda | N/A | Irlanda no dispone de un DCV ubicado localmente. |

⁴² Reglamento (UE) n ° 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores ("Central Securities Depositories Regulation")

⁴³ Véase el punto "(44)" de la exposición de motivos de CSDR.

| País | Liquidación Eurobonos | Comentario |
|--|-----------------------|--|
|  Luxemburgo | Sí | La normativa europea sí lo permite. No obstante, dado que la emisión de Eurobonos está centralizada por los dos ICSD, no resulta atractivo para el DCV local (desde una perspectiva de negocio). |
|  Reino Unido | Sí | El DCV inglés (Euroclear UK & International Limited) puede ofrecer la custodia y liquidación de Eurobonos. |
|  Suecia | Sí | El DCV sueco (Euroclear Sweden) puede ofrecer la custodia y liquidación de Eurobonos. |
|  Suiza | Sí | El concepto de DCV en la regulación suiza no es equivalente al de la normativa europea, realizando la función del DCV europeo la entidad SIX Group AG. En cualquier caso, SIX Suiza sí puede ofrecer la custodia y liquidación de Eurobonos. |

Fuente: Elaboración propia

Áreas de mejora y propuestas

La imposibilidad de ofrecer la liquidación de Eurobonos por parte de Iberclear hasta 2022 (con la modificación de la Ley 41/1999), ha dejado al DCV español en una posición de desventaja competitiva frente a sus homólogos europeos, la mayoría de los cuales sí han podido ofrecer dicho servicio, tal y como puede verse en el análisis comparado del apartado anterior.

A la vista de lo expuesto, ahora que afortunadamente la limitación regulatoria está en parte superada, se propone:

- **Incorporar la custodia y liquidación de Eurobonos por parte de Iberclear, Depositario Central de Valores (DCV) español.** La imposibilidad de ofrecer la liquidación de Eurobonos por parte de Iberclear hasta 2022 (tras la modificación de la Ley 41/1999), dejó a España durante muchos años en una posición de desventaja competitiva frente a sus homólogos europeos. La integración de Euroclear Bank en el sistema de liquidación (T2S) del Banco Central Europeo (BCE) es la ocasión adecuada para hacerlo prestando especial atención a nuevos obstáculos que puedan impedir que el Depositario español participe de esta actividad en condiciones de igualdad competitiva.

La operativa se realizaría mediante la apertura de enlace estándar con Euroclear Bank una vez se haya incorporado a T2S y permitirá impulsar la oferta de servicios de custodia y liquidación de Eurobonos mediante dinero del Banco Central por parte de Iberclear. En diciembre de 2021, Euroclear Bank y el BCE llegaron a un acuerdo por el cual Euroclear Bank migraría a la plataforma de T2S, llevando a cabo esta migración por etapas.

- **Incorporar en Iberclear la oferta de liquidación a través de cuentas abiertas con instituciones de crédito.**

Operativa del préstamo de valores de las instituciones de inversión colectiva

Marco regulatorio de referencia español

En España, las instituciones de inversión colectiva (“IIC”) no pueden llevar a cabo la operativa de préstamo de valores (salvo en determinadas circunstancias muy limitadas⁴⁴), ya que, si bien están habilitadas para ello de conformidad con el artículo 30.6⁴⁵ de la Ley 35/2003⁴⁶, el preceptivo desarrollo ministerial no se ha llevado a cabo hasta la fecha⁴⁷, pese a existir distintas iniciativas para llevar a cabo el mencionado desarrollo normativo.

Situación comparada

A nivel comunitario, al amparo del artículo 51.2 de la Directiva UCITS⁴⁸, se permite a los UCITS⁴⁹ hacer uso de la operativa del préstamo de valores, como parte de sus técnicas de gestión eficiente de la cartera.

Por su parte, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (“ESMA” por sus siglas en inglés), en sus Directrices sobre fondos cotizados (ETF) y otras cuestiones relativas a los UCITS (actualmente refundidas en el Q&A de ESMA sobre la aplicación de la Directiva UCITS⁵⁰), establece determinados requisitos aplicables al uso de técnicas de gestión eficiente de la cartera que afectan al préstamo de valores.

Finalmente, merece la pena subrayar que la ESMA destacó en un informe de mayo de 2022 que la operativa de préstamo de valores es precisamente una de las “técnicas de gestión eficiente de carteras más comunes utilizadas por los gestores de fondos UCITS⁵¹”.

Del análisis comparado realizado se desprende que España es el único de los países europeos objeto de análisis en el cual las IIC no pueden llevar a cabo la operativa del préstamo de valores.

⁴⁴ Las limitaciones se encuentran recogidas en la disposición adicional quinta del Real Decreto 878/2015, la cual establece que las IIC podrán conceder en préstamo sus valores, con el límite del 50% de su patrimonio, con las dos finalidades siguientes:

- Proporcionar crédito al mercado en operaciones bursátiles al contado.
- Préstamos que a su vez puedan instrumentarse por las entidades de contrapartida central y los DCV para asegurar la entrega de valores en la fecha de la liquidación, entre los que se encontrarían los préstamos de última instancia regulados por BME Clearing.

⁴⁵ El cual establece que: “los valores y otros activos que integren la cartera de las IIC de carácter financiero podrán ser objeto de operaciones de préstamo de valores con los límites y garantías que establezca el Ministro de Economía y Hacienda”

⁴⁶ Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

⁴⁷ Véase la pregunta 32, de la Sección 1 del documento de “preguntas y respuestas sobre la normativa de IIC, ECR y otros vehículos de inversión colectiva cerrados” publicado por CNMV.

⁴⁸ Directiva 2009/65/CE, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)

⁴⁹ Siglas en inglés de “organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios” o OICVM

⁵⁰ Questions and Answers. Application of the UCITS Directive. ESMA34-43-392.

⁵¹ Véase el punto “39” de la página 13 del “Final Report on the 2021 CSA on costs and fees”, publicado por la ESMA en fecha 31 de mayo de 2022 (ESMA34-45-1673).

Tabla 6 - Situación comparada: la operativa del préstamo de valores por las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) españolas

| País | Préstamo de valores | Comentario |
|--|------------------------|--|
|  España | No | En España las IIC no pueden llevar a cabo operativa de préstamo de valores, salvo en determinadas circunstancias. |
|  Francia | Sí | En Francia los OICVM sí pueden llevar a cabo la operativa de préstamo de valores, como parte de sus técnicas de gestión eficiente de la cartera. |
|  Alemania | Sí | En Alemania los OICVM sí pueden llevar a cabo la operativa de préstamo de valores, como parte de sus técnicas de gestión eficiente de la cartera. |
|  Italia | Sí | En Italia los OICVM sí pueden llevar a cabo la operativa de préstamo de valores, como parte de sus técnicas de gestión eficiente de la cartera. |
|  Países Bajos | Sí | En Países Bajos los OICVM sí pueden llevar a cabo la operativa de préstamo de valores, como parte de sus técnicas de gestión eficiente de la cartera. |
|  Irlanda | Sí | En Irlanda los OICVM sí pueden llevar a cabo la operativa de préstamo de valores, como parte de sus técnicas de gestión eficiente de la cartera. |
|  Luxemburgo | Sí | En Luxemburgo los OICVM sí pueden llevar a cabo la operativa de préstamo de valores, como parte de sus técnicas de gestión eficiente de la cartera. |
|  Reino Unido | Sí | En Reino Unido los OICVM sí pueden llevar a cabo la operativa de préstamo de valores, como parte de sus técnicas de gestión eficiente de la cartera. |
|  Suecia | Sí | En Suecia los OICVM sí pueden llevar a cabo la operativa de préstamo de valores, como parte de sus técnicas de gestión eficiente de la cartera. |
|  Suiza | Sí⁵² | En Suiza los fondos de inversión sí pueden llevar a cabo la operativa de préstamo de valores, si bien no es una práctica que fomente el regulador suizo. |

Fuente: Elaboración propia

⁵² Aunque Suiza no forma parte de la UE y en consecuencia no es de aplicación la Directiva UCITS, se ha indicado que "Sí", en el sentido de que Suiza sí permite a sus fondos de inversión llevar a cabo la operativa de préstamo de valores.

Áreas de mejora y propuestas

El empleo de la operativa del préstamo de valores por parte de vehículos de inversión posibilita a sus gestoras alcanzar un rendimiento adicional⁵³ y proporciona liquidez extra al mercado para su correcto funcionamiento.

Por ello, las limitaciones a esta operativa, por un lado, dejan a las IIC españolas en una posición de desventaja competitiva con respecto a sus pares europeos (que sí están habilitados para ello) y, por otro, restan liquidez a los mercados de capitales españoles.

Además, la CNMV, a través de su presidente Rodrigo Buenaventura, ha mostrado su apoyo expreso a que se lleve a cabo el necesario desarrollo normativo, despejando dudas sobre los potenciales riesgos sobre el fomento de ventas en corto que está operativa podría acarrear⁵⁴.

Por todo lo anterior, se propone impulsar la siguiente medida:

Acelerar la regulación de la operativa de Préstamos de Valores para las Instituciones de Inversión Colectiva: Aprobación urgente de la correspondiente Orden Ministerial que permita a las IIC españolas acceder a la operativa del préstamo de valores, sin sujeción a las limitaciones legales vigentes.

Fomento de la cultura de mercado

Marco regulatorio de referencia español

Desde el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, el Banco de España y la CNMV se han impulsado diferentes medidas que tienen como objetivo la creación y el fomento de una cultura de mercado entre la sociedad española. Acciones que en cada caso se dirigen, especialmente, a los ciudadanos en su calidad de inversores, responsables o propietarios de empresas y profesionales en asesoría financiera.

A modo de ejemplo la CNMV, que suele ser en este ámbito el agente público más activo, ofrece en abierto una gran cantidad de contenido didáctico, en forma de guías, infografías, cursos o vídeos de educación financiera, en la sección "Inversores y Educación Financiera" de su página web⁵⁵. Además, elabora directrices y Q&A en relación con los procesos de admisión a negociación, especialmente en la elaboración de folletos por parte de las

⁵³ A fin de comprender plenamente el alcance y la magnitud de este mercado, resulta imperativo dirigir la atención hacia los valiosos datos suministrados por la prestigiosa *International Securities Lending Association* ("ISLA") correspondientes al primer semestre del año 2022. Según estimaciones de dicha entidad, el valor total de los activos disponibles a nivel global para su préstamo asciende a una cifra impresionante cercana a los 28,5 billones de euros, con una utilización aproximada de 2,7 billones de euros. Estas cifras abarcan una amplia gama de instrumentos financieros, que incluyen acciones, bonos gubernamentales, bonos corporativos, fondos cotizados (ETFs) y recibos de depósito estadounidenses (ADRs).

Esta próspera industria genera anualmente alrededor de 9.000 millones de euros en beneficios para los diversos participantes que la conforman. Sin embargo, resulta sorprendente que el mercado español, a pesar de contar con un notable volumen de patrimonio en IIC aproximado a los 550.000 millones de euros, así como una considerable suma de 115.000 millones de euros en fondos de pensiones, no haya podido capturar nada de esta industria, como consecuencia de la falta de un desarrollo normativo que no llega.

⁵⁴ "No fomentaría las ventas en corto porque el volumen de inversión en acciones españolas que tienen los fondos nacionales es ridículamente bajo, menos de un 4% de la capitalización de la bolsa española. Es decir, hay un 96% en manos de inversores internacionales que sí pueden prestar los valores, y la adición marginal al saldo prestable que supondría lo que ahora está en manos de los fondos nacionales no es un riesgo, y permitiría remunerar algo más a los partícipes" ([enlace al artículo de prensa](#))

⁵⁵ <https://www.cnmv.es/portal/Inversor/Indice.aspx>

empresas, documentación a presentar y aspectos procedimentales. También en 2022 se creó un punto de contacto específico para las consultas sobre salidas a Bolsa.

Esta labor didáctica de la CNMV es uno de los pilares fundamentales de su actividad, la cual se revisa y actualiza anualmente a través de los Planes de Actividades de la mencionada Comisión⁵⁶. En dichos planes podemos ver que cada año se impulsan numerosas actuaciones en materia de educación financiera.

Por otro lado, resulta imperativo hacer referencia al Plan de Educación Financiera publicado en el Boletín Oficial del Estado (BOE) del 28 de enero de 2022⁵⁷, el cual supone una renovación del convenio que ya firmaron en 2008 el Banco de España, la CNMV y el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, para la promoción, desarrollo e implementación de una estrategia dirigida a mejorar la educación financiera en España.

Situación comparada

Del análisis comparado se desprende que, en mayor o menor medida, todos los países europeos llevan a cabo programas que tienen como finalidad fomentar la cultura de mercado, mediante distintas iniciativas centradas en la educación de los ciudadanos.

Tabla 7 - Situación comparada: fomento de la cultura de mercado

| País | Cultura de mercado | Comentario |
|---|---|---|
|  España |  | En los últimos años, se han impulsado distintas iniciativas destinadas al fomento de la cultura de mercado entre los ciudadanos, centradas en la protección del inversor. |
|  Francia |  | En Francia se han adoptado distintas iniciativas centradas en la educación y formación de los inversores, cuyo propósito principal es comunicar sobre los riesgos y en informar sobre cómo invertir de forma segura en los mercados. Dichas iniciativas son principalmente llevadas a cabo por la asociación Paris Europlace. |
|  Alemania |  | El proyecto de "ley de financiación futura" (<i>Referententwurf des Zukunftsförderungsgesetzes</i>), prevé el fomento de la cultura de mercado mediante la incentivación de planes de propiedad de acciones para empleados. |
|  Italia |  | El Banco de Italia y la autoridad italiana de los mercados (CONSOB) promueve medidas para la educación financiera de los ciudadanos, centradas en que los inversores puedan llevar a cabo una decisión de inversión informada. |
|  Países Bajos |  | La Autoridad Neerlandesa de los Mercados Financieros (AFM) se centra sobre todo en la protección de los inversores, mediante la advertencia de los potenciales riesgos de invertir en los distintos instrumentos financieros, promoviendo una inversión segura e informada. |

⁵⁶ <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/PlanActCNMV.aspx>

⁵⁷ [BOE-A-2022-1390 Resolución de 25 de enero de 2022, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica el Convenio con el Banco de España y el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, para la promoción y el desarrollo del Plan de Educación Financiera.](#)

| País | Cultura de mercado | Comentario |
|--|---|---|
|  Irlanda |  | La Comisión Irlandesa de la Competencia y Protección del Inversor ofrece en su página web un servicio de asesoramiento a los inversores en los mercados de capital. En 2019 se lanzó la estrategia "Ireland for Finance", que incluye un plan de acción y medidas relacionadas con el fomento de la cultura de mercado. |
|  Luxemburgo |  | Desde la Asociación de mercados de capitales de Luxemburgo (LuxCMA) y el gobierno, se han impulsado distintas iniciativas, destacando sobre todo aquellas en el ámbito de la digitalización (digitalización de valores negociables). |
|  Reino Unido |  | Las autoridades del Reino Unido, los reguladores y distintas organizaciones de la industria han fomentado programas sobre educación y conciencia financiera centrados en mejorar el entendimiento por parte de los inversores de los productos financieros, la gestión de los riesgos y estrategias de inversión a largo plazo. |
|  Suecia |  | Suecia destaca por tener una de las mayores tasas de educación financiera mundiales. Ello se debe a que la educación financiera se promueve desde hace décadas en las escuelas por distintas asociaciones, incluyendo a la autoridad supervisora financiera sueca ("Finansinspektionen"). |
|  Suiza |  | Por parte del regulador suizo (FINMA) se fomentan distintas iniciativas para incentivar la cultura de mercado, si bien centradas en aspectos tales como la protección del inversor o la idoneidad y conveniencia de las inversiones según el perfil inversor. |

Fuente: Elaboración propia

Áreas de mejora y propuestas

La importancia de la educación financiera es crucial. Cuanto más informada está la sociedad, mejores decisiones puede tomar sobre sus finanzas.

Aunque, como se ha indicado en el apartado anterior, en España se han impulsado diferentes medidas dirigidas a promover la educación financiera de los ciudadanos y empresas, los datos de la OCDE demuestran que la participación de los hogares españoles en los mercados de valores se encuentra por detrás de otras jurisdicciones europeas. Mientras que en países como Suecia o Países Bajos el porcentaje de depósitos y efectivo se sitúa en una horquilla de entre el 10% y el 17%, en España dicho porcentaje es del 38,4%⁵⁸. Por lo tanto, es razonable pensar que existe margen de mejora y diversificación en este ámbito.

Esta situación puede explicarse desde distintos ángulos. Desde el punto de vista estrictamente cultural, la menor exposición a los mercados por parte de las familias y las empresas españolas puede deberse al quizás excesivo foco en los riesgos que se desprende de la información publicada sobre los mercados y la inversión. Aunque no debe descuidarse la protección del inversor, la cual no se pretende cuestionar, sí es cierto que se podría dar

⁵⁸ OECD (2023), Household financial assets (indicator). doi: 10.1787/7519b9dc-en (a fecha 18 de mayo de 2023): <https://data.oecd.org/hha/household-financial-assets.htm#indicator-chart>

un enfoque complementario distinto, resaltando también las bondades de la inversión a través de los mercados y no sólo sus riesgos.

También hay factores que tienen que ver con la fuerte y predominante presencia histórica del sector bancario en todos los procesos que tienen que ver con el ahorro, la financiación y las decisiones de gasto e inversión de todos los agentes sociales en España.

En línea con todo lo anterior, se propone:

- **Diseñar un Plan nacional de Educación Financiera orientado a mejorar la diversificación de la estructura de ahorro e inversión de las familias españolas y converger con Europa** en el aumento de la proporción de ahorro financiero familiar orientado a largo plazo.
- **Fomentar la información/comunicación a empresas para su facilitar su participación en los mercados:** mediante el desarrollo de programas más ambiciosos de asistencia y capacitación para empresas, inversores y directivos para informarles de las posibilidades que ofrecen los mercados como alternativa para su crecimiento y sus fuentes de financiación.

De la misma manera, se debería valorar poner más foco en la formación sobre el mercado y el sistema financiero, como parte de una decisión de inversión informada.

Adicionalmente, sería conveniente fomentar el conocimiento sobre las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (IIC de IL) como producto alternativo para atraer ahorro privado, más todavía después del endurecimiento del régimen jurídico español aplicable a las SICAV.

Las IIC de IL (fundamentalmente Sociedades de Inversión Libre o SIL) son vehículos poco conocidos en el mercado español, dado que tradicionalmente han estado exclusivamente dirigidos a inversores profesionales. Próximamente se producirá la esperada reforma de su régimen de comercialización, la cual permitirá el acceso de inversores minoristas a este producto. Esto, unido a su régimen fiscal, puede favorecer la elección de dicho producto como alternativa a las SICAV, y frenar la deslocalización de patrimonios que se está produciendo desde la reforma del 2021.

En este sentido, es importante destacar que el Proyecto de Real Decreto que modificará el Reglamento de IIC, establece el mismo régimen de comercialización para las IIC de IL (Fondos, FIL, y Sociedades, SIL) entre inversores minoristas que establecía el antiguo régimen de FILPE. Es decir, tras la reforma, las IIC de IL se podrán comercializar entre inversores minoristas que inviertan, al menos, 10.000 euros y lo hagan el marco del servicio de asesoramiento en materia de inversión de MiFID. Sin embargo, el nuevo régimen FILPE 2.0 no exige una inversión mínima ni que ésta se produzca en el marco del servicio de asesoramiento, sino que únicamente exige que la inversión sea objeto de una evaluación de idoneidad por parte del gestor del FILPE.

Sería muy conveniente para el fomento de las IIC de IL entre inversores minoristas que la modificación del Reglamento de IIC no sea aprobada con el antiguo régimen de los FILPE (actualmente obsoleto), sino con el nuevo régimen establecido por la normativa FILPE 2.0.

Restricciones a la inversión extranjera en empresas

Marco regulatorio de referencia español

En España, al igual que en el resto de los estados miembros de la Unión Europea, prima la libre circulación de capitales, si bien se habilita a los estados miembros a introducir ciertas excepciones⁵⁹ a dicho principio.

El legislador español, haciendo uso de la habilitación que le confiere la normativa europea, regula en la Ley 19/2003⁶⁰ las limitaciones y restricciones al régimen de liberalización de determinadas inversiones extranjeras directas en España.

En el año 2020, a través de la disposición final cuarta del Real Decreto-Ley 8/2020⁶¹, de la disposición transitoria segunda del Real Decreto-Ley 11/2020⁶² y de la disposición transitoria única del Real Decreto Ley 34/2020⁶³, se introdujo un nuevo artículo 7.bis en la Ley 19/2003, creándose un régimen de obtención de autorización administrativa *ex ante* para una serie de inversiones extranjeras directas en España.

Así, la Ley 19/2003 permite suspender el régimen de liberalización exigiendo una autorización previa en los siguientes supuestos:

- Inversiones que se realicen en última instancia por residentes de países fuera de la UE y de la Asociación Europea de Libre Comercio y que impliquen que, el inversor extranjero, pase a ostentar una participación igual o superior al 10 por 100 del capital social de una sociedad española o que adquiera el control de la totalidad o de una parte de ella. Adicionalmente, si se tuviesen implicaciones para la Seguridad nacional, sería requerida una autorización previa para superar el 5%.
- Inversiones que se realicen por residentes de otros países de la UE y de la Asociación Europea de Libre Comercio sobre empresas cotizadas en España, o sobre empresas no cotizadas si el valor de la inversión supera los 500 millones de euros (siempre que inviertan en alguno de los sectores contemplados en el apartado 2 del artículo 7bis de la Ley 19/2003).
- Inversiones que afectan al orden público, la seguridad pública y a la salud pública en sectores, a título ejemplificativo y no limitativo, tales como: el de las infraestructuras críticas; tecnologías críticas y de doble uso (incluidas las telecomunicaciones, la inteligencia artificial, la robótica, los semiconductores, la ciberseguridad, las tecnologías aeroespaciales, de defensa, etc.); suministro de insumos fundamentales

59 Véase los artículos 64 a 66 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y en el Reglamento 2019/452, para el control de las inversiones extranjeras directas en la Unión

60 Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales.

61 Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19

62 Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes complementarias en el ámbito social y económico para hacer frente al COVID-19.

63 Real Decreto-ley 34/2020, de 17 de noviembre, de medidas urgentes de apoyo a la solvencia empresarial y al sector energético, y en materia tributaria.

(en particular energía); o en sectores con acceso a información sensible (en particular a datos personales).

Por último, hay que mencionar que el pasado 4 de julio se publicó el reglamento de desarrollo de la Ley 19/2003⁶⁴, el cual desarrolla el régimen de las inversiones directas por extranjeros en España.

Situación comparada

Del análisis comparado se desprende que, todas las jurisdicciones aplican o están en proceso de aplicar restricciones a la inversión directa por extranjeros cuando se trata de sectores críticos para la nación. Es importante señalar que, desde el 11 de octubre de 2020, tras alcanzar efectividad el Reglamento 2019/452⁶⁵, se permite aplicar directamente en todos los estados miembros de la UE mecanismos de control de las inversiones directas extranjeras, al haberse desarrollado un marco jurídico de aplicación directa, con independencia de si los estados miembros disponían o no previamente de normas nacionales.

Tabla 8 - Situación comparada: restricciones a la inversión extranjera en empresas

| País | Restricciones a la inversión extranjera | Comentario |
|---|---|--|
|  España | Sí | En el 2020, mediante la aprobación de sendos Real Decreto Ley, se introdujo un régimen de autorización previa para las inversiones extranjeras en empresas nacionales, sujeto a unos requisitos y justificado por tratarse de sectores que afectan al orden público, la seguridad pública y a la salud pública nacional, acabando así con el régimen de liberalización que había en España. |
|  Francia | Sí | En Francia un inversor extranjero deberá obtener la autorización previa del Ministerio encargado de la economía cuando su inversión en determinados sectores (seguridad pública; defensa nacional; actividades de investigación; producción o comercialización de armas, municiones, pólvoras; energías renovables, las biotecnologías) suponga: (i) adquirir, directa o indirectamente, el control de una entidad francesa; (ii) adquirir la totalidad o parte de la actividad de una entidad francesa; u (iii) obtener, directa o indirectamente, más del 25% de los derechos de voto de una entidad francesa. |
|  Alemania | Sí | En Alemania las restricciones a la inversión directa extranjera se regulan en la " <i>Außenwirtschaftsgesetz - AWG</i> " y la " <i>Außenwirtschaftsverordnung - AWW</i> ". Se aplican generalmente a la adquisición de una empresa nacional o de participaciones en una por parte de un ciudadano extracomunitario o que tampoco sea miembro de la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC). El umbral a partir del cual se aplican las restricciones se ubica en el |

⁶⁴ Real Decreto 571/2023, de 4 de julio, sobre inversiones extranjeras

⁶⁵ Reglamento 2019/452, de 19 de marzo de 2019, para el control de las inversiones extranjeras directas en la Unión

| País | Restricciones a la inversión extranjera | Comentario |
|--|---|---|
| | | 10%, si bien dependiendo del sector puede ser superior (20% o 25%). |
|  Italia | Sí | En Italia desde la introducción del conocido como “Decreto de los poderes de oro” (Decreto Ley 21 de 15 de marzo de 2012), el gobierno italiano tiene facultades para llevar a cabo un control previo y establecer condiciones específicas para la adquisición de participaciones, vetar la adopción de determinadas resoluciones, actos y transacciones empresariales y oponerse a la adquisición de participaciones con el fin de preservar las estructuras de propiedad de las empresas que operan en sectores considerados estratégicos y de interés nacional. |
|  Países Bajos | Sí | En los Países Bajos sí existen restricciones a la inversión extranjera directa extranjera. El 1 de enero de 2023 entró en vigor una ley (“Wet veiligheidstoets investeringen, fusies en overnames”) que exige la notificación previa de una intención de adquisición de una sociedad neerlandesa, siempre que dicha empresa se considere: (i) proveedor esencial; (ii) un operador de un campus de alta tecnología; o (iii) activa en los ámbitos de las tecnologías críticas. |
|  Irlanda | No | En la actualidad no existen restricciones a la inversión extranjera directa en Irlanda, salvo por la aplicación directa de lo dispuesto en el Reglamento 2019/452 que establece un marco para el control, por parte de los estados miembros, por motivos de seguridad o de orden público, de las inversiones extranjeras directas. Adicionalmente, hay que mencionar que está en proceso de aprobación legislativa una norma (“Screening of Third Country Transactions Bill”) que permitirá condicionar o prohibir las inversiones directas extranjeras en industrias o sectores críticos irlandeses. |
|  Reino Unido | Sí | Existen restricciones en ciertos sectores o industrias (defensa nacional; infraestructuras críticas; tecnologías críticas; etc.). En particular, se debe hacer mención de la “National Security and Investment Act” (NSIA) aprobada en abril de 2021. La NSIA está concebida para mejorar la capacidad del gobierno británico de examinar e intervenir en inversiones que tengan implicaciones para la seguridad nacional. |
|  Suecia | No | En la actualidad, no existen restricciones a la inversión extranjera directa en Suecia. Sin embargo, tras la aprobación del Reglamento (UE) 2019/452, existe una iniciativa legislativa aún no aprobada por el parlamento sueco, en virtud de la cual las inversiones extranjeras que entrañen riesgos para la seguridad nacional (entre otros) podrán ser revisadas por una autoridad especial de control y, en caso necesario, incluso prohibidas. |
|  Suiza | Sí | Suiza no restringe la inversión extranjera directa en la mayoría de los sectores. Sin embargo, hay ciertos sectores en los que sí existen restricciones a la propiedad extranjera: |

| País | Restricciones a la inversión extranjera | Comentario |
|------|---|--|
| | | <p>- Bienes inmuebles: por lo general, los no residentes deben obtener autorización de las autoridades de cada cantón para adquirir determinados tipos de bienes inmuebles en Suiza. La ley se aplica tanto a los inmuebles residenciales como a los comerciales.</p> <p>- Sector financiero: según la legislación y la normativa financieras suizas, los compradores que pretendan adquirir una institución financiera regulada en Suiza deben obtener determinadas autorizaciones previas.</p> |

Fuente: Elaboración propia

Áreas de mejora y propuestas

Del análisis comparado se desprende que existe una corriente generalizada en Europa tendente a un mayor control de las inversiones extranjeras en sectores e infraestructuras críticas, especialmente tras la fuerte caída experimentada por los mercados en los meses posteriores a la pandemia. Para España consideramos que hubiese sido conveniente aprovechar el reciente proceso de tramitación del proyecto de Real Decreto de inversiones extranjeras para incorporar alguna medida orientada a evitar limitaciones que puedan resultar excesivas a la inversión extranjera, volviendo a una situación similar a la que se tenía previamente a 2020. Así pues, igualmente debería valorarse modificar el reciente Real Decreto 571/2023 o complementarlo mediante órdenes ministeriales u otro texto normativo en el siguiente sentido:

- **Reducir la capacidad de veto y los límites regulatorios a la participación de inversores extranjeros en determinadas empresas**, acotando la definición de los sectores a los que aplica la restricción, aclarando que el régimen aplicará únicamente a las inversiones susceptibles de comprometer la seguridad nacional. Como mínimo, no seguir prorrogando el RD en los términos que se establecieron para regular y prevenir situaciones derivadas de un hecho excepcional.

5.3 Anexo 3: Análisis fiscal comparado

Introducción

A continuación, pasamos a profundizar en el análisis de las principales áreas de mejora o modificaciones normativas que, desde el punto de vista de la fiscalidad, entendemos que podrían reforzar la competitividad de los mercados financieros españoles.

A pesar de que España cuenta en términos generales con una regulación fiscal moderna y armonizada con los principales estándares europeos e internacionales, entendemos que podrían evaluarse algunas áreas de mejora respecto de la tributación de determinados productos financieros que se negocian o pueden ser negociados en las bolsas españolas.

En este sentido, la fiscalidad de determinados productos financieros en España podría estar limitando el desarrollo de su oferta en el mercado español, mientras otros países europeos apuestan por la introducción de incentivos fiscales con el objetivo de diversificar su mercado y ampliar las opciones de inversión a disposición de los ahorradores tanto particulares como institucionales, nacionales y extranjeros.

El mercado de valores español destaca por la diversidad de tipos de inversores y por la confianza del inversor extranjero. El mantenimiento de esa diversidad y esa confianza exige medidas proactivas para corregir los problemas que se vayan detectando. La importancia de los capitales internacionales y su facilidad para moverse seleccionando las opciones, deja en evidencia cada vez más que el factor fiscal es un elemento competitivo de primer orden.

En este capítulo, España presenta algunos déficits que dependen, casi exclusivamente, de la voluntad del legislador para solucionarlos. Se avecinan años críticos en los que resulta fundamental apostar por captar capitales y desarrollar el ecosistema de riqueza que generan los mercados para apoyar un crecimiento económico más rápido.

En base a lo anterior, la presente sección recoge el análisis y la propuesta de modificaciones de la normativa fiscal vigente sobre determinados instrumentos financieros o regímenes fiscales especiales ya existentes en nuestro ordenamiento tributario, así como otras áreas de la normativa fiscal española, que permitirían, como señalábamos anteriormente, potenciar el desarrollo de los mercados financieros españoles.

Dentro de cada área de análisis se hará en primer lugar una pequeña introducción sobre el régimen fiscal de cada vehículo o producto financiero, o sobre las principales implicaciones fiscales que sean de aplicación, para a continuación realizar un análisis comparativo de la fiscalidad aplicable tanto internamente (comparándolo con la fiscalidad doméstica aplicable a otros productos financieros), como respecto de la legislación aplicable en los países de nuestro entorno.

Finalmente, tras dicho análisis, proponemos las modificaciones fiscales que entendemos que podrían potenciar la competitividad de los citados productos financieros, con el objetivo, al menos, de situarnos en una mejor posición competitiva en materia fiscal.

Objetivos de las medidas fiscales

Hay que destacar en primer lugar que, cualquier reforma fiscal debe de tratar de preservar la neutralidad entre productos cuando ello sea posible. En este caso, una reforma de la fiscalidad en España debería tratar de avanzar en la corrección del sesgo de falta de neutralidad que sigue habiendo en la normativa fiscal a favor de la deuda frente a la financiación en forma de capital.

Los potenciales cambios en la normativa fiscal buscarían los siguientes objetivos:

- Fomentar la incorporación de nuevas compañías a los mercados de valores como la manera más consolidada de impulsar el tamaño, la capitalización sostenida y la competitividad del tejido empresarial español.
- Favorecer el atractivo y la competitividad de las empresas españolas en los mercados y aumentar progresivamente su presencia en diferentes ámbitos y carteras nacionales e internacionales.

- Fomentar la negociación en nuestro mercado de productos y activos financieros que mantengan el atractivo y fomenten el crecimiento de nuestro sector financiero y las opciones de inversión mejorando las oportunidades de diversificación. La mayoría de estos productos son ya un éxito en otras grandes jurisdicciones nacionales competidoras de España. Su plena implantación en nuestro país facilitaría un incremento importante del flujo de fondos y capitales a través del ecosistema de inversión nacional.

Certificados de Inversión cotizados y ETPs

Marco regulatorio de referencia español

Tienen la consideración de activos financieros con rendimiento implícito, aquellos en los que el rendimiento se genera mediante la diferencia entre el importe satisfecho en la emisión, primera colocación o endoso, y el comprometido a reembolsar al vencimiento de aquellas operaciones cuyo rendimiento se fije, total o parcialmente, de forma implícita, a través de cualesquiera valores mobiliarios utilizados para la captación de recursos ajenos.

De acuerdo con la normativa del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), los rendimientos derivados de activos financieros con rendimiento implícito tienen la consideración de rentas del ahorro (a tipos impositivos generalmente inferiores a los de la renta general), pudiendo competir, a priori, en similares condiciones fiscales con otros productos financieros como las IICs, ETFs, warrants, acciones, derivados, etc.

El principal escollo operativo que tienen los activos financieros con rendimiento implícito es que **los rendimientos derivados de la transmisión o reembolso de estos están sujetos a retención a cuenta del IRPF** (al contrario de los derivados de activos financieros cotizados en mercados oficiales españoles con rendimiento explícito, que están exceptuados de retención).

Dentro de la diferente tipología de activos financieros con rendimiento implícito que se negocian en mercados de valores nos encontramos con los productos estructurados (e.g. **Certificados de Inversión cotizados**).

Como se ha detallado anteriormente, los Certificados son valores mobiliarios atípicos y de naturaleza compuesta (esto es, instrumentos financieros estructurados), en los que concurren las características de (i) los instrumentos financieros derivados (rentabilidad variable al estar vinculados a la evolución del subyacente; posibilidad de pérdida del principal) como de (ii) los instrumentos financieros de deuda (mediante el pago de su precio de adquisición o suscripción, el inversor obtiene el derecho a un reembolso a vencimiento frente al emisor). En ellos confluyen características de los valores de renta fija o renta variable y también de instrumentos financieros derivados, y generalmente su rentabilidad va asociada a su amortización o reembolso.

Se trata, asimismo, de valores libremente transmisibles en el mercado secundario de valores por colocación y en negociación privada. Su plazo de emisión puede ser el que se elija por el emisor, o bien tener la naturaleza de perpetuos. El perfil financiero de estos instrumentos es tan variado como se desee, con subyacente sobre índices bursátiles, una serie de índices o cesta de acciones cotizadas en mercados organizados de valores, o bien otro tipo de referencias más específicas (*hedge funds, private equity*).

La Dirección General de Tributos (DGT) ha asimilado el tratamiento fiscal de los Certificados al de los instrumentos de deuda, por ello, ha determinado que los Certificados son Activos Financieros con rendimiento implícito, que originan rendimientos de capital mobiliario, positivos o negativos, para sus titulares personas físicas, con ocasión de su transmisión, amortización o reembolso, y obligaciones de retención para los emisores o intermediarios.

Como hemos comentado anteriormente, la obligación de practicar retenciones a cuenta impuesta a los intermediarios financieros dentro de nuestro ordenamiento jurídico dificulta que los activos financieros sujetos a retención puedan ser objeto de tráfico generalizado en los mercados financieros, situándoles en una posición menos competitiva respecto a otros productos financieros, debido principalmente al alto coste administrativo y de gestión que ello conlleva.

En una situación similar nos encontramos con productos de creciente popularidad en las principales Bolsas mundiales y ausentes en la Bolsa española como los denominados ETPs (“Exchange Traded Products”) que se dividen a su vez en ETCs o Exchange Traded Commodities que permiten la exposición a determinadas materias primas (oro, metales,...); y ETNs o Exchange Traded Notes que permiten la exposición a tipos de interés e incluso a criptomonedas. Los ETPs se emiten como un instrumento de deuda sobre el que existiría la obligación de retención sobre los rendimientos obtenidos por personas físicas residentes en España.

Situación comparada

Tabla 9 - Análisis comparado: activos financieros con rendimiento implícito (e.g. Certificados de Inversión cotizados, ETPs)

| País | Ausencia de Retención sobre Certificados de Inversión Cotizados y ETNs, ETCs | Comentario |
|---|--|--|
|  España | No | En España están exceptuados de retención las personas jurídicas, pero no las personas físicas. |
|  Francia | Sí | |
|  Alemania | No | Existe un umbral de 1.000 euros exento de tributación en rentas derivadas del ahorro para personas físicas, que comunican a la institución financiera en la que tengan el producto financiero cómo quieren aplicar dicha exención. |
|  Italia | No | |
|  Países Bajos | Sí | |

| País | Ausencia de Retención sobre Certificados de Inversión Cotizados y ETNs, ETCs | Comentario |
|---|--|------------|
|  Irlanda | No | |
|  Luxemburgo | Sí | |
|  Reino Unido | Sí | |
|  Suecia | Sí | |
|  Suiza | Sí | |

Fuente: Elaboración propia

Áreas de mejora y propuestas

El artículo 75.3.e) Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas sólo exceptúa de la obligación de retención a los rendimientos derivados de la transmisión o reembolso de activos financieros con rendimiento explícito cotizados en un mercado oficial de valores español.

Ello implica que, los rendimientos derivados de determinados Activos Financieros con rendimiento implícito, como los Certificados de Inversión cotizados, o los ETPs estén sujetos a retención a cuenta cuando los perceptores son personas físicas residentes en España.

Por su parte, como se ha descrito en el apartado anterior, estos productos en los principales mercados financieros europeos no están sujetos a retención en origen de sus plusvalías (Países Bajos, Suecia, Francia, Suiza, Luxemburgo y Reino Unido). Esto dificulta enormemente, y finalmente desincentiva, la distribución a través del mercado bursátil de estos productos.

Un tratamiento fiscal no adaptado a las características y el mercado de estos productos ha limitado al mínimo la formación en España de un mercado de gran éxito, a diferencia de lo sucedido en muchos países europeos donde se pone al alcance del inversor multitud de oportunidades de inversión específicamente adaptadas a sus necesidades y demandas.

Adicionalmente, la exigencia de retenciones para los intermediarios existente en nuestro ordenamiento jurídico impide que los activos financieros sujetos a retención a cuenta puedan ser objeto de tráfico generalizado en una Bolsa, ya que el cálculo de la misma requiere de módulos operativos adicionales, así como por el hecho de que, al competir con otros productos financieros, a los que no se les aplica retención, éstos se sitúan en una posición desigual.

Por tanto, parece conveniente apoyar el desarrollo de estos productos en España eliminando la retención en origen a través de la modificación del artículo 75.3.e) del Reglamento del IRPF, medida que no plantea dificultades y podría dar un impulso a la diversificación del mercado español.

Sería muy bien recibido por el mercado financiero español que **se exonerase del deber de retención a cuenta del IRPF a los Activos Financieros con rendimiento implícito que se negocien en mercados secundarios oficiales españoles y estén anotados en cuenta**, de la misma forma que se aplica la exención de la obligación de retención en los Activos Financieros con rendimiento explícito, lo cual se justifica porque dichos mercados, a través de sus operadores, aportan contrastados mecanismos de suministro de información a la Administración, garantizando que se pueda mantener en todo momento el control sobre las rentas sujetas a imposición.

Renta Fija; activos financieros con rendimiento implícito y explícito

Marco regulatorio de referencia español

La normativa fiscal española incluye dentro del concepto de activos financieros los productos financieros relacionados con los valores de renta fija.

Tienen la consideración de activos financieros de Renta Fija con rendimiento implícito, aquellos en los que el rendimiento se genera mediante la diferencia entre el importe satisfecho en la emisión, primera colocación o endoso, y el comprometido a reembolsar al vencimiento de aquellas operaciones cuyo rendimiento se fije, total o parcialmente, de forma implícita, a través de cualesquiera valores mobiliarios utilizados para la captación de recursos ajenos.

Por su parte, los activos financieros con rendimiento explícito son aquellos que generen intereses y cualquier otra forma de retribución pactada como contraprestación a la cesión a terceros de capitales propios (p.ej. pago de cupón) y que no esté comprendida en el concepto de rendimientos implícitos.

De acuerdo con la normativa del IRPF, tanto los rendimientos derivados de activos financieros con rendimiento implícito, como los derivados de activos financieros con rendimiento explícito, tienen la consideración de rentas del ahorro (a tipos impositivos generalmente inferiores a los de la renta general), pudiendo competir, a priori, en similares condiciones fiscales con otros productos financieros como las IICs, ETFs, warrants, acciones, derivados, etc.

El principal escollo operativo que tienen los activos financieros con rendimiento implícito es que los rendimientos derivados de la transmisión o reembolso de estos están sujetos a retención a cuenta del IRPF.

Por su parte, **para sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades**, la excepción a la obligación de retener sobre los citados rendimientos se extiende tanto a los activos financieros con rendimiento implícito como a los de rendimiento explícito, cuando **ambos se negocien en un mercado secundario oficial de valores español, o en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), sistema multilateral de negociación.**

Para el caso de **activos financieros con rendimiento explícito** cuando el rendimiento es obtenido por personas físicas residentes en España nos encontramos con **dos nuevos**

escollos operativos que no se generan en el caso de que el receptor sea una persona jurídica. El primero es que **los cupones están sometidos a retención a cuenta**, y el segundo es que los rendimientos derivados de la transmisión o reembolso están también sujetos a retención a cuenta cuando los activos se negocian fuera de los mercados principales (regulados) (como sería el caso del Mercado Alternativo de Renta Fija o MARF que es un SMN).

Como hemos comentado anteriormente, la obligación de practicar retenciones a cuenta impuesta a los intermediarios financieros dentro de nuestro ordenamiento jurídico dificulta que los activos financieros sujetos a retención puedan ser objeto de tráfico generalizado en los mercados de capitales, situándoles en una posición menos competitiva respecto a otros productos financieros, debido principalmente al alto coste administrativo y de gestión que ello conlleva.

Situación comparada

Tabla 10 - Análisis comparado: Renta Fija; Activos Financieros con rendimiento implícito y explícito

| País | Ausencia de Retención sobre AF (cupones) | Ausencia de Retención sobre AF con rendimiento implícito | Comentario |
|---|--|--|---|
|  España | No | No | En España están exceptuados de retención las personas jurídicas, tanto en cupones como en rendimientos implícitos sobre productos cotizados (incluido SMN). En personas físicas, solo los rendimientos derivados de la transmisión o reembolso de AF con rendimiento explícito. |
|  Francia | N/A | Sí | |
|  Alemania | N/A | No | Existe un umbral de 1.000 euros exento de tributación en rentas derivadas del ahorro para personas físicas, que comunican a la institución financiera en la que tengan el producto financiero cómo quieren aplicar dicha exención. |
|  Italia | N/A | No | |
|  Países Bajos | N/A | Sí | |
|  Irlanda | N/A | No | |

| País | Ausencia de Retención sobre AF (cupones) | Ausencia de Retención sobre AF con rendimiento implícito | Comentario |
|--|--|--|---|
|  Luxemburgo | N/A | Sí | |
|  Reino Unido | N/A | Sí | |
|  Suecia | N/A | Sí | |
|  Suiza | N/A | Sí | Retención en caso de bonos o productos similares. |

Fuente: Elaboración propia

Áreas de mejora y propuestas

El artículo 75.3.e) del Reglamento del IRPF sólo exceptúa de la obligación de retención a los rendimientos derivados de la transmisión o reembolso de activos financieros con rendimiento explícito cotizados en un mercado oficial de valores español.

Por el contrario, el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades establece la excepción de la obligación de retener sobre todas las rentas (implícitas y explícitas) procedentes de activos financieros cuando se negocien en un mercado secundario oficial de valores español, o en el Mercado Alternativo de Renta Fija, sistema multilateral de negociación.

Ello implica que existe una desigualdad de tratamiento fiscal a efectos de retenciones a cuenta entre contribuyentes personas físicas y personas jurídicas que no tiene una especial justificación.

- Por tanto, una **primera medida sería extender la no obligación de retención a cuenta del IRPF para los rendimientos derivados de la transmisión o reembolso de activos financieros con rendimiento implícito para los casos de negociación de estos en un mercado regulado español o en el MARF.**

Por otro lado, **para los rendimientos de los activos financieros con rendimiento explícito**, se propondrían las siguientes medidas:

- **Eliminar la obligación de retención a cuenta del IRPF en lo que respecta al cupón.**
- **Extender la excepción a la obligación de retención para las rentas derivadas de la transmisión, amortización, canje y conversión cuando los valores se negocien en el un sistema multilateral de negociación (SMN) creado de conformidad con la Ley del Mercado de Valores, cuyo ejemplo paradigmático es el MARF.**

Estas modificaciones equipararían en materia de retenciones a cuenta del IRPF el tratamiento tanto para personas físicas como para personas jurídicas residentes fiscales en España.

Adicionalmente, la exigencia de retenciones para los intermediarios existente en nuestro ordenamiento jurídico impide que los activos financieros sujetos a retención a cuenta puedan ser objeto de tráfico generalizado en una Bolsa, ya que el cálculo de la misma requiere de módulos operativos adicionales, así como por el hecho de que, al competir con otros productos financieros, a los que no se les aplica retención, éstos se sitúan en una posición desigual.

Por tanto, parece conveniente apoyar el desarrollo de estos productos en España **eliminando la retención en origen a través de la modificación del artículo 75.3.e) del Reglamento del IRPF**, medida que no plantea dificultades y podría dar un impulso a la diversificación del mercado español.

Como se ha descrito en el apartado anterior, estos productos en los principales mercados financieros europeos no están sujetos a retención en origen de sus plusvalías (Países Bajos, Suecia, Francia, Suiza, Luxemburgo y Reino Unido). Esto dificulta enormemente, y finalmente desincentiva, la distribución a través del mercado bursátil de estos productos.

Fiscalidad de los ETFs

Marco regulatorio de referencia español

El acceso de los inversores españoles a los fondos cotizados o ETFs se sitúa muy por debajo de sus homólogos europeos y mundiales, restando al ahorrador español oportunidades de inversión y de obtención de rentabilidad contrastadas en otros países de nuestro entorno.

La principal diferencia entre los ETFs y los anteriormente citados ETPs (p.ej. ETNs, ETCs) es que no se emiten como instrumentos de deuda, sino que se trata de fondos de inversión cotizados, calificándose las rentas obtenidas en el reembolso de estos como ganancias y pérdidas patrimoniales que se integran en la renta del ahorro, y no como rendimientos de capital mobiliario.

Por tanto, y como señalaremos a continuación, el foco comparativo de estos productos a efectos de analizar su competitividad debe realizarse con otro producto financiero comercializado en España, los fondos de inversión tradicionales.

En España los ETFs no disponen de ningún incentivo fiscal, al contrario que los fondos de inversión, y tributan en sede de sus inversores de forma similar a la Renta Variable. En particular sus inversores personas físicas no pueden aplicar el "régimen fiscal de traspasos" exentos disponible para los fondos de inversión tradicionales, que consiste en el diferimiento fiscal de las ganancias obtenidas en el reembolso de un fondo de inversión cuando el importe obtenido se reinvierte íntegramente en otro fondo de inversión.

A este respecto, si bien hace algunos años (concretamente en el año 2017 como consecuencia del criterio administrativo emitido por la Dirección General de Tributos) se permitió que los ETFs cotizados en el extranjero pudiesen aplicar el "régimen fiscal de traspasos", posteriormente en el año 2021 se corrigió esta asimetría modificándose la normativa tributaria para igualar el tratamiento fiscal de los ETFs cotizados en el extranjero con los ETFs cotizados en España, sin que ninguno de los dos por tanto tuviesen acceso al régimen de diferimiento fiscal.

Situación comparada

En otros países de nuestro entorno no existe el régimen de diferimiento fiscal aplicable en los reembolsos de fondos de inversión por lo que los ETFs en dichas jurisdicciones pueden competir en igualdad de condiciones con los fondos de inversión tradicionales ante la ausencia del citado incentivo fiscal.

En España la imposibilidad de aplicar el régimen de traspasos exentos resta competitividad a los ETFs frente a los fondos de inversión tradicionales, españoles o comunitarios UCITS, que sí tienen acceso al citado régimen de diferimiento fiscal.

Áreas de mejora y propuestas

Como se ha descrito anteriormente, entre las razones de la falta de presencia de los ETFs entre los portafolios de inversión de los inversores españoles personas físicas figura en lugar destacado la fiscalidad y, en particular, la no aplicación del régimen de diferimiento fiscal de las ganancias patrimoniales, o como se le conoce en el mercado, "régimen fiscal de traspasos" exentos.

La práctica ha demostrado que la ausencia de diferimiento fiscal resta competitividad a estos productos frente a los fondos de inversión tradicionales, cuyos inversores personas físicas residentes sí tienen acceso al citado régimen.

Por ello, **para fomentar el incremento de la contratación directa de los ETFs en España**, claramente en situación competitiva desfavorable frente a los fondos de inversión por lo que respecta a la fiscalidad, resulta necesario que:

- **Pudiera ser de aplicación el régimen de diferimiento fiscal o "traspasos" exentos a los inversores de ETFs que sean personas físicas sujetos pasivos del IRPF.**
- **Incluso convendría analizar la aplicación del régimen de diferimiento a los sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades.**

Incentivos fiscales para No Residentes en renta variable española

Marco regulatorio de referencia español

De acuerdo con lo establecido en la normativa española del Impuesto sobre la Renta de No Residentes, **estarán exentas** de tributación en España **las rentas derivadas de las transmisiones de valores realizados en alguno de los mercados secundarios oficiales de valores españoles** obtenidas por personas físicas o entidades no residentes sin establecimiento permanente en territorio español, que sean residentes en un Estado que tenga suscrito con España un Convenio para evitar la doble imposición con cláusula de intercambio de información.

Según el tenor literal de la norma, sólo se encontrarían amparadas por la exención las rentas derivadas de la transmisión de valores cotizados en el mercado principal (regulado) de la Bolsa española.

En este sentido, **teniendo en cuenta que el mercado en el que cotizan gran número de empresas en expansión es un Sistema Multilateral de Negociación o SMN (el ejemplo es BME Growth), la citada exención no sería de aplicación.**

A este respecto, la aplicación de retenciones en este caso supone un claro freno a la inversión extranjera en España en el citado SMN para empresas en crecimiento.

Por otro lado, y tal y como hemos puesto de manifiesto, la citada exención solo sería aplicable a las rentas derivadas de la transmisión de valores cotizados en mercados secundarios oficiales españoles, pero no a las derivadas de la distribución de beneficios (i.e. dividendos).

En este punto, hay que tener presente que las rentas obtenidas en la transmisión de valores en entidades cotizadas pueden corresponder a reservas que pueden ser distribuidas como dividendos. Por ello, cuando dichas reservas sean percibidas como consecuencia de su distribución, la mencionada exención debería ser de aplicación.

Esto podría fomentar la inversión en España de inversores no residentes que buscan un retorno de su inversión a través de la obtención de dividendos.

Esta consideración cobraría más fuerza aun teniendo en cuenta que el principal centro financiero europeo de renta variable por liquidez y volumen de negociación es Londres, siendo uno de los aspectos principales de su fiscalidad la no sujeción a tributación de los dividendos distribuidos por entidades residentes en dicho Estado, a personas o entidades o entidades no residentes en el mismo.

Por último, hay que señalar que en las estructuras de inversión tradicionales de gestión alternativa de los principales fondos de capital riesgo se utilizan jurisdicciones no convenidas con España, e incluso, que pudieran tener la consideración de jurisdicciones no cooperativas a efectos fiscales españoles.

Situación comparada

Tabla 11 - Análisis comparado: incentivos fiscales para No Residentes en renta variable española

| País | Exención de plusvalías RV cotizada/negociada SMN | Exención dividendos RV cotizada/negociada SMN | Comentario |
|--|--|---|---|
|  España | No | No | Tributación en IRNR sobre plusvalías valores BME Growth. |
|  Francia | Sí | No | No existe tributación en plusvalías de participaciones no significativas (25%). |
|  Alemania | Sí | No | |
|  Italia | Sí | No | No existe tributación plusvalías de RV cotizada en mercados oficiales. Para RV negociada en mercados alternativos no habría tributación para perceptores de "white list". |

| País | Exención de plusvalías RV cotizada/negociada SMN | Exención dividendos RV cotizada/negociada SMN | Comentario |
|---|--|---|--|
|  Países Bajos | No | No | Suponiendo que la participación sea inferior al 5%, no hay retención sobre las plusvalías, pero las plusvalías podrían estar sujetas a tributación en Países Bajos salvo que un Convenio para evitar la doble imposición asigne el derecho de imposición al país de residencia fiscal. |
|  Irlanda | Sí | No | Respecto de la retención sobre dividendos, existen exenciones locales sujetas a una serie de requisitos. |
|  Luxemburgo | Sí | No | |
|  Reino Unido | Sí | Sí | |
|  Suecia | Sí | No | |
|  Suiza | Sí | No | |

Fuente: Elaboración propia

Áreas de mejora y propuestas

Como se ha descrito anteriormente no están exentas de tributación en España las rentas derivadas de las transmisiones de valores realizados en un Sistema Multilateral de Negociación o SMN (el principal ejemplo es BME Growth), ya que, según el tenor literal de la norma, sólo se encontrarían amparadas por la exención las rentas derivadas de la transmisión de valores cotizados en el mercado principal (regulado) de la Bolsa española.

Dado que la aplicación de retenciones en este caso supone un claro freno a la inversión extranjera en España en el citado mercado alternativo, se propone: **ampliar la exención existente para los mercados oficiales a las rentas derivadas de la transmisión de acciones negociadas en Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) como sería el caso de BME Growth.**

Por otro lado, podría valorarse extender la exención para los dividendos procedentes de valores negociados tanto en el mercado principal (regulado) de la Bolsa española como en Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN).

Se propone lo siguiente:

- **Reforma del Impuesto sobre la Renta de No Residentes (IRNR) que elimine la retención a cuenta de las rentas derivadas de la transmisión y reembolso de acciones cotizadas en Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN).**
- **Reformar el artículo 14 de la Ley del Impuesto de la Renta de no residentes para incluir la exención de dividendos de entidades** negociadas en Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) (como BME Growth), debido a que impulsaría notoriamente el incentivo de la inversión extranjera en España en pequeñas y medianas empresas, pudiendo no ser material el impacto recaudatorio de la citada medida.

No obstante, lo anterior, la mayor parte de las jurisdicciones de nuestro entorno (excepto Reino Unido) sujetan a tributación en origen los dividendos satisfechos a no residentes.

Por último, otro aspecto a valorar sería la ampliación de la exención para inversores no residentes localizados en jurisdicciones con las que España no tenga un Convenio para evitar la doble imposición. A este respecto, como ya se ha indicado, en las estructuras de inversión tradicionales de gestión alternativa de los principales fondos de capital riesgo se utilizan jurisdicciones no convenidas con España, e incluso, que pudieran tener la consideración de jurisdicciones no cooperativas a efectos fiscales españoles.

Esto incentivaría la inversión en renta variable cotizada / negociada en España igualando el tratamiento fiscal que existe para la deuda pública o privada cotizada a efectos de la no aplicación de la retención a no residentes.

Procedimiento de devolución de retenciones a los dividendos de renta variable española

Marco regulatorio de referencia español

De acuerdo con lo establecido en la normativa española del Impuesto sobre la Renta de No Residentes, están **exentos los dividendos y participaciones en beneficios obtenidos sin mediación de establecimiento permanente por las IICs reguladas por la Directiva 2009/65/CE** del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (Directiva UCITS).

No obstante, **en ningún caso la aplicación de esta exención podrá dar lugar a una tributación inferior** a la que hubiera resultado de haberse aplicado a dichas rentas el mismo tipo de gravamen por el que tributan en el Impuesto sobre Sociedades las instituciones de inversión colectiva residentes en territorio español.

Lo anterior implica que **los dividendos satisfechos por entidades cotizadas en España y obtenidos por fondos de inversión europeos UCITS tributan al 1%**, es decir, como las IICs españolas.

No obstante, la normativa establece que existirá obligación de retención al 19% sobre los dividendos pagados, teniendo luego el fondo de inversión (normalmente a través de su gestora) que solicitar posteriormente la devolución de la diferencia (18%) para aplicar la exención.

Sin embargo, las IICs no reguladas por la Directiva UCITS, es decir, los Fondos de Inversión Alternativos (FIAs) residentes en la UE, y gestionados por Gestoras sobre las que es de

aplicación la AIFMD, no tienen disponible la citada exención de acuerdo con el tenor literal de la norma, quedando a priori sujetos los dividendos obtenidos por los mismos al 19%, frente al 1% de tributación de los fondos UCITS.

Este tratamiento podría suponer un trato discriminatorio contrario al principio de libre circulación de capitales debido a que los Fondos de Inversión Libre (FIL) españoles regulados en la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva española, que tributan al 1%, podrían ser vehículos análogos a determinados FIAs europeos.

Lo anterior ha llevado a numerosas entidades gestoras sobre las que es de aplicación la AIFMD, a iniciar recursos administrativos y/o contenciosos ante los Tribunales de Justicia españoles en los últimos años para reclamar la igualdad de trato para los FIAs europeos que gestionaban.

A este respecto, es importante resaltar que recientemente el Tribunal Supremo ha emitido diferentes sentencias aceptando los recursos presentados por gestoras de FIAs para que se aplicase la citada igualdad de trato con los FILs españoles, al contravenirse el citado principio comunitario de libre circulación de capitales.

En particular la sentencia del TS establece principalmente que dicha igualación de trato se debe producir cuando:

- El FIA no residente no pueda deducirse en su jurisdicción el Impuesto soportado en España en exceso. En la práctica este tipo de vehículos no aplican deducción en cuota en sus jurisdicciones ya que suelen estar exentos de tributación.
- Se trate de entidades “abiertas” (sin que una eventual limitación de acceso a inversores profesionales o cualificados desvirtúe dicho carácter abierto).
- Cuenten con autorización vigente para operar en su país de origen, expedida por el regulador.
- Acrediten estar gestionados por una entidad gestora en los términos de la AIFMD.

Es muy relevante señalar que el TS establece que es el FIA extranjero el que deberá asumir la prueba del cumplimiento de estos requisitos, sin que se puedan exigir medios de prueba diferentes a los exigidos a los FIL españoles (debido a la falta de regulación), ni tampoco medios de prueba desproporcionados o extraordinariamente difíciles de conseguir.

Si bien dicho criterio doctrinal que iguala el tratamiento fiscal podría despejar las reticencias que podrían tener los FIAs no residentes para invertir en renta variable española, no se puede descartar que, ante los requerimientos necesarios para el acceso a la tributación del 1%, y que la acreditación de éstos recae en sede del inversor, los procedimientos de devolución instados se alarguen en el tiempo generándose un formalismo innecesario y perjudicial para la atracción de capitales.

Situación comparada

Tabla 12 - Análisis comparado: procedimiento de devolución retenciones dividendos renta variable española

| País | Exención para FIAs no residentes sobre dividendos RV | Comentario |
|---|--|---|
|  España | No | La normativa española sólo mantiene la tributación al 1% en caso de que los inversores sean fondos UCITS. El TS ha emitido doctrina para igualar la tributación de los inversores FIAs no residentes respecto de los inversores UCITS no residentes. |
|  Francia | Sí | |
|  Alemania | Sí | |
|  Italia | Sí | |
|  Países Bajos | No | |
|  Irlanda | Sí | |
|  Luxemburgo | No | |
|  Reino Unido | N/A | |
|  Suecia | Sí | |
|  Suiza | N/A | |

Fuente: Elaboración propia

Áreas de mejora y propuestas

Como se ha descrito anteriormente tras la nueva doctrina del TS, los FIAs comunitarios pasan a tributar en España al 1% respecto de los dividendos percibidos de empresas cotizadas españolas, tal y como venían haciendo los fondos UCITS.

Sin embargo, **para evitar todos los formalismos innecesarios para la acreditación del derecho a la tributación igualitaria (1%) que se establece en la Sentencia del TS, y que se proceda con agilidad a las de devoluciones de los excesos sobre las retenciones practicadas, se propone ampliar, para los FIAs comunitarios, la exención recogida en el artículo 14 de la Ley del Impuesto de la renta no residentes relativas a los dividendos obtenidos por fondos UCITS.**

Dicha medida, evitaría el desincentivo que provoca para estos inversores no residentes el excesivo tiempo que se generaría en los procedimientos tributarios administrativos y contenciosos para la devolución de las retenciones en España.

Finalmente hay que destacar que determinados países de nuestro entorno (Francia, Italia, Alemania, Suecia e Irlanda) no practican retención en el caso de dividendos percibidos por FIAs no residentes.

Fiscalidad de las Instituciones de Inversión Colectiva

Marco regulatorio de referencia español

De acuerdo con la normativa del Impuesto sobre Sociedades, las IICs constituidas en España, y reguladas bajo la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva, tributarán al 1%. Principalmente hablamos de fondos de inversión y SICAVs españolas amparadas en la Directiva UCITS, así como los denominados Fondos de Inversión Libre (FIL).

En términos generales, la tributación de las inversiones de las IICs se difiere al partícipe o inversor en la correspondiente IIC.

En sede de los partícipes personas físicas, las rentas obtenidas en las transmisiones o reembolsos de acciones o participaciones de IICs generan ganancias y pérdidas patrimoniales a integrar en la base imponible del ahorro.

Adicionalmente, es importante poner de manifiesto que los inversores personas físicas sujetos pasivos del IRPF tienen disponible el denominado régimen de “traspasos” exentos mediante el cual pueden diferir la renta obtenida en la transmisión o reembolso de las acciones o participaciones en IICs españolas o en IICs UCITS comercializadas en España cuando el importe obtenido se reinvierte en su totalidad en otras acciones o participaciones de IICs cualificadas.

Por lo que respecta al IRNR, de acuerdo con lo establecido en la normativa aplicable, estarán exentas de tributación en España las rentas derivadas del reembolso de participaciones en fondos de inversión realizados en alguno de los mercados secundarios oficiales de valores españoles obtenidas por personas físicas o entidades no residentes sin establecimiento permanente en territorio español, que sean residentes en un Estado que tenga suscrito con España un Convenio para evitar la doble imposición con cláusula de intercambio de información, y que no tengan la consideración de paraíso fiscal.

Por su parte, y a diferencia del tratamiento aplicable a la renta variable, las ganancias patrimoniales obtenidas en la transmisión y/o reembolso de acciones y/o participaciones de

IICs están sujetas a retención a cuenta del IRPF, IS e IRNR (excepto en el caso de IICs cotizadas en mercados oficiales tal y como se ha señalado previamente).

Según el tenor literal de la norma, sólo se encontrarían amparadas por la exención las rentas derivadas de la transmisión o reembolso de IICs cotizadas en el mercado bursátil español principal (regulado). En este sentido, teniendo en cuenta que el principal mercado en el que se negocian las SICAVs en España (BME MTF Equity) es un Sistema Multilateral de Negociación, la citada exención no sería de aplicación.

Finalmente, es importante destacar el "endurecimiento" que se ha regulado en el régimen fiscal de las SICAVs en el ejercicio 2021 con la aprobación de las modificaciones respecto del requisito de inversión mínimo de 2.500 euros para los inversores en el vehículo.

Dichas modificaciones pueden estar incentivando una deslocalización de patrimonios hacia jurisdicciones con regímenes regulatorios y/o fiscales más estables.

En este punto llamar la atención que, a nivel impositivo en España, las SICAVs tributan exactamente igual que los fondos de inversión, y que, si bien es cierto que pueden tener alguna ventaja respecto a los fondos de inversión, ninguna de ellas tiene que ver con la fiscalidad, siendo la principal ventaja la capacidad de control por parte de los promotores de la sociedad para crear estrategias de inversión más personalizadas. Además, las SICAVs son figuras que existen en las principales plazas europeas sin que exista ningún ánimo de eliminarlas.

El mantenimiento e incluso la atracción de capitales hacia la industria de la inversión colectiva española, mediante la gestión profesionalizada de IICs desde España, se antoja como un elemento esencial de cara a la competitividad de las empresas y los mercados financieros españoles. Por ejemplo, una deslocalización de patrimonios podría impactar negativamente en el peso de la bolsa española en los portafolios de fondos de inversión.

Situación comparada

Tabla 13 - Análisis comparado: fiscalidad de las Instituciones de Inversión Colectiva

| País | Tipo impositivo IICs | Exención IRNR plusvalías si cotización en SMN | Inversión mínima por accionistas | Comentario |
|--|----------------------|---|----------------------------------|---|
|  España | 1% | No | Sí | |
|  Francia | 0%* | Sí | No | (*) No existe tributación en plusvalías de participaciones no significativas (25%). |
|  Alemania | 15% | Sí | No | |

| País | Tipo impositivo IICs | Exención IRNR plusvalías si cotización en SMN | Inversión mínima por accionistas | Comentario |
|--|----------------------|---|----------------------------------|--|
|  Italia | 0%* | Sí | No | (*) 4,65% impuesto regional sobre Management fees. (**) Dividendos: no habría retención para perceptores de "white list". (**) Ganancia patrimonial: no habría retención para perceptores de "white list". |
|  Países Bajos | 0% | N/A | N/A | Países Bajos no utiliza comúnmente las SICAVs |
|  Irlanda | 0% | N/A | N/A | Irlanda no utiliza comúnmente las SICAVs. El vehículo equivalente es la ICAV, PLC que no tienen requisito de inversión mínima y en general están exentos de tributación tanto el vehículo como las distribuciones a no residentes. |
|  Luxemburgo | 0% | Sí | No | |
|  Reino Unido | 0%* | Sí | No | (*) 0% para dividendos y ganancias de capital (**) Excepto si se trata de REITs y PAIFs en dividendos que aplica una retención del 20%. |
|  Suecia | 0% | Sí | No | |
|  Suiza | 0% | Sí | No | Las SICAVs suizas son fiscalmente transparentes |

Fuente: Elaboración propia

Áreas de mejora y propuestas

En primer lugar, queremos hacer referencia a la especial relevancia que tienen otras plazas financieras (p.ej.. Luxemburgo, Irlanda) como centros financieros internacionales en los

mercados de IICs. Entre sus principales atractivos están la exención de tributación de las rentas obtenidas por las IICs y la no sujeción a tributación de las rentas distribuidas por estas entidades a sus socios o partícipes, así como las derivadas de la transmisión o reembolso de las participaciones.

Por ello, y a pesar de la reducida tributación que se establece para este tipo de entidades en España, existen **determinados aspectos fiscales de las IICs y de los socios y partícipes, cuya modificación fomentaría la creación de nuevas entidades en territorio español:**

- Como primera medida para fomentar la inversión en este tipo de entidades entre inversores no residentes, podría modificarse la exención regulada en el Impuesto Sobre la Renta de No Residentes (IRNR), para las ganancias de capital de valores cotizados y ampliarla a los valores negociados en Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN). En particular, esta exención opera sólo sobre valores cotizados en alguno de los mercados secundarios principales (regulados) de valores españoles obtenidas por personas físicas o entidades no residentes sin establecimiento permanente en territorio español, que sean residentes en un Estado que tenga suscrito con España un Convenio para evitar la doble imposición con cláusula de intercambio de información, y que no tengan la consideración de jurisdicción no cooperativa.

En este sentido, teniendo en cuenta que el principal mercado bursátil en el que cotizan las SICAVs es un SMN, la citada exención no sería de aplicación. Por ello, y para incentivar la inversión en este tipo de entidades por inversores no residentes, bastaría con incluir los Sistemas Multilaterales de Negociación en la norma que regula la exención.

- Por otro lado, tal y como hemos puesto de manifiesto, la citada exención solo sería aplicable a las rentas derivadas de la transmisión o reembolso de valores cotizados en mercados secundarios principales (regulados), pero no a las derivadas de la distribución de beneficios (i.e. dividendos).

En este punto, hay que tener presente que las rentas obtenidas en la transmisión o reembolso de participaciones en SICAVs cotizadas pueden corresponder a reservas que pueden ser distribuidas como dividendos. Por ello, cuando dichas reservas sean percibidas como consecuencia de su distribución, la mencionada exención debería ser de aplicación.

Esto podría fomentar la atracción de inversores no residentes que buscan un retorno de su inversión a través de la obtención de dividendos.

- Adicionalmente, **teniendo en consideración que en la mayoría de las jurisdicciones de nuestro entorno las IICs tributan al 0% en el Impuesto sobre Sociedades, podría valorarse que las IICs españolas también estuviesen exentas de tributación.**
- **Retrotraer el régimen regulatorio y fiscal de las SICAVs:** cabría replantearse el régimen fiscal de las SICAVs españolas, tal y como se ha descrito anteriormente, ya que el endurecimiento de los requisitos (p.ej. inversión mínima por accionista) ha provocado procesos de liquidación y deslocalización de dichos vehículos de inversión, generando la salida de España de los capitales invertidos.

A este respecto como se ha reflejado en la tabla anterior, las principales plazas financieras de la industria de fondos de inversión tienen entornos regulatorios y fiscales más estables

para las SICAVs, sin que suele exigirse una inversión mínima por partícipe, como si sucede en España tras la modificación introducida en 2021.

Se debe considerar que la deslocalización de capitales para ser gestionados desde dichas jurisdicciones puede generar un impacto negativo respecto del peso de la Bolsa española en los portafolios de activos de los inversores.

La normativa española establece un régimen fiscal favorable para las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) tradicionales y las Entidades de Capital Riesgo (ECR). La armonización de la regulación que afecta a los gestores de los vehículos de inversión alternativa (AIFMD)⁶⁶ en 2011, unida a las recientes iniciativas normativas para dar acceso a los inversores minoristas a dichos productos como alternativa a los vehículos de inversión colectiva tradicionales armonizados (UCITS), ha supuesto un incremento muy relevante de estos vehículos de inversión colectiva alternativos, así como la aparición de figuras europeas especiales como son los Fondos de capital riesgo europeos (FCRE), los Fondos de emprendimiento social europeos (FESE) y los Fondos de Inversión a Largo Plazo Europeos (FILPE).

El ordenamiento español, que ya ha incorporado regulatoriamente dichas figuras a la Ley 22/2014, debería dotar a todas ellas de un régimen fiscal favorable y armonizado. Los regímenes fiscales de los países de nuestro entorno son especialmente favorables con los vehículos de inversión colectiva, sin establecer distinciones relevantes en función de su política de inversión como sí hace la normativa española. Si no se establece un régimen fiscal favorable, los vehículos españoles que se constituyan con formas jurídicas distintas a las IIC o ECR, tales como los citados FILPE, los FCRE, los FESE u otras figuras encuadradas como Entidades de Inversión Colectiva de tipo cerrado, perderán atractivo y competitividad con sus pares europeos, lo cual incrementará la deslocalización del ahorro privado español en favor de otros países de la UE.

Por otro lado, sería conveniente aplicar el mismo régimen de traspasos que hoy se aplica a las Instituciones de Inversión Colectiva tradicionales a las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre, lo que incrementaría las alternativas disponibles para el ahorro privado. Hoy en día, vehículos de creciente popularidad como las Sociedades de Inversión Libre (SIL) son solo aptas para el régimen de diferimiento como vehículos de salida, salvo que cuenten con al menos 500 accionistas.

La aplicación del régimen fiscal de las Entidades de Capital Riesgo (ECR) a todas sus inversiones se justifica porque al no aplicarse este régimen, los gestores de ECR no solicitan el desembolso de los compromisos hasta que pueden materializarse en inversiones en activos computables. Si por el contrario el régimen fiscal favorable se ampliase a todas las inversiones realizadas por la ECR se favorecería en desembolso de los compromisos de inversiones para invertir en activos cotizados como método de gestión de la liquidez de la ECR.

⁶⁶ Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 8 de junio de 2011 relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) no 1060/2009 y (UE) no 1095/2010

Fiscalidad de los activos digitales

Marco regulatorio de referencia español

Los activos digitales se están convirtiendo en una industria relevante con un gran potencial de crecimiento y de atracción de nuevos actores en la industria financiera.

En España no existe un régimen fiscal específico para la industria de los activos digitales, aplicándose las reglas generales de fiscalidad.

En concreto, en relación con la tributación de los propios activos digitales, la única especificidad que existe son los criterios emitidos por la DGT en relación con el IRPF y el IVA a través de consultas vinculantes y los modelos tributarios de comunicación de información fiscal por parte de emisores, proveedores y usuarios que están en proceso de aprobación.

La carencia de regulación específica, y en particular de incentivos fiscales, sitúa a España en una posición de desventaja, puesto que provoca que los emisores y proveedores de servicios relacionados con la industria de los activos digitales (p.ej. su custodia) busquen jurisdicciones con una regulación fiscal más incentivadora.

El hecho de que la regulación MiCA ya aprobada recoja y reconozca un mecanismo de aprobación de los proveedores que según la normativa nacional hayan obtenido una "autorización local" para prestar servicios sobre criptoactivos, estableciendo asimismo un régimen transitorio de posibilidad de operar sin licencia MiCA para los que lo hagan con una local, debería aprovecharse y acompañarse de un régimen fiscal específico, de modo que España pueda situarse como una jurisdicción atractiva en esta fase de desarrollo de la industria que atraiga a emisores y proveedores; integrando en nuestro país esta nueva realidad.

Situación comparada

Tabla 14 - Análisis comparado: Fiscalidad de los activos digitales

| País | Incentivos fiscales para activos digitales | Comentario |
|--|--|--|
|  España | No | En España no existe un régimen fiscal especial específico para los activos digitales. |
|  Francia | No | En general tributan como los activos financieros. |
|  Alemania | No | No existen incentivos fiscales específicos para las inversiones en activos digitales. No obstante, los activos digitales pueden recibir un trato favorable en la medida en que podrían considerarse como "commodities" y las plusvalías podrían quedar exentas de impuestos tras un periodo de tenencia de un año para personas físicas. |
|  Italia | No | |

| País | Incentivos fiscales para activos digitales | Comentario |
|--|--|------------|
|  Países Bajos | No | |
|  Irlanda | No | |
|  Luxemburgo | No | |
|  Reino Unido | No | |
|  Suecia | No | |
|  Suiza | No | |

Fuente: Elaboración propia

Áreas de mejora y propuestas

Más allá de las obligaciones de comunicar información que están en proceso de aprobarse, a los efectos de desarrollar en España el sector de los activos digitales y, en concreto, aumentar la custodia de activos digitales en España, se propone establecer, en paralelo a las obligaciones de comunicación de información, un régimen fiscal incentivador que atraiga a empresas del sector de activos digitales a España y permitan desarrollar la industria en nuestro país.

Lo anterior cobra especial relevancia debido a que actualmente la mayor parte de los países de nuestro entorno no tienen implementados incentivos fiscales relevantes para esta industria, por lo que es una oportunidad para España adelantarse en esta materia a las principales plazas financieras europeas.

Tratamiento fiscal de compañías e inversores en PYMES cotizadas (i.e. start-ups)

Marco regulatorio de referencia español

La Ley 28/2022, de 21 de diciembre, de fomento del ecosistema de las empresas emergentes (en adelante, "ley de start-ups") recientemente publicada ha establecido, entre otros, un marco fiscal específico para las empresas emergentes.

Entre otros aspectos se establecen:

- Tipos impositivos reducidos para la empresa (15%).

- Un tratamiento fiscal favorable a las “*stock options*” (opciones sobre acciones).
- Un tratamiento fiscal favorable en el IRPF para los socios fundadores y los inversores de la fase inicial.
- Un tratamiento favorable al *carried interest* que se califica como rendimiento del trabajo integrable al 50% sin límite cuantitativo.

Sin embargo, la aplicación de los incentivos fiscales regulados en la normativa no aplica si las empresas emergentes pasan a cotizar en el mercado bursátil principal (regulado) o a negociar en un Sistema Multilateral de Negociación o SMN (eg. BME Growth) lo que puede desincentivar la salida a mercados de dichas empresas.

Sí se ha establecido una deducción en cuota en el IRPF por inversiones en BME Growth en algunas Comunidades Autónomas (i.e. Madrid, Galicia).

Situación comparada

Tabla 15 - Análisis comparado: tratamiento fiscal de compañías e inversores en PYMES cotizadas

| País | Fiscalidad de Start-ups en PYMES cotizadas | Comentario |
|---|--|--|
|  España | No | El régimen de start-ups desincentiva dar el salto a la negociación. |
|  Francia | Sí | Incentivo para personas físicas que mantengan la inversión durante un determinado periodo. Deducciones y exenciones. |
|  Alemania | No | |
|  Italia | Si | Incentivos fiscales para los inversores fiscales en start-ups innovadoras que no coticen en mercados regulados (i.e. deducciones). |
|  Países Bajos | No | Sujeto a ciertos requisitos específicos, las inversiones de capital riesgo aportado a empresas de nueva creación puede ser parcialmente deducible fiscalmente, tanto para empresas cotizadas (en mercados regulados o alternativos) como no cotizadas. |
|  Irlanda | No | |

| País | Fiscalidad de Start-ups en PYMES cotizadas | Comentario |
|--|--|--|
|  Luxemburgo | No | Existe una propuesta de modificación normativa para incluir incentivos fiscales por inversiones sostenibles, emprendimiento digital, I+D, transformación digital y medioambientales. |
|  Reino Unido | No | Solo existe exención para "stamp duty" para inversiones de empresas negociadas en mercados alternativos. |
|  Suecia | Sí | |
|  Suiza | No | |

Fuente: Elaboración propia

Áreas de mejora y propuestas

A los efectos de acompañar a las empresas hasta su máximo potencial, se debería **plantear mantener la aplicación de los incentivos fiscales de la ley de "startups" también cuando las empresas empiecen a negociar en un Sistema Multilateral de Negociación (SMNs como por ejemplo BME Growth** que están especialmente diseñados para empresas de pequeña y mediana dimensión en crecimiento) debiéndose modificar el artículo 68 de la Ley del IRPF al respecto.

A mayores, creemos que una medida incentivadora para potenciar los SMNs especializados en empresas de pequeña y mediana dimensión (ej. BME Growth) podría consistir en que los citados beneficios fiscales para las empresas emergentes fuesen de aplicación para cualquier inversor en otro tipo de entidades que pasasen a negociarse en dicho mercado alternativo (e.g. a través de ampliaciones de capital u ofertas públicas de venta).

A este respecto, llamar la atención que algunas de las jurisdicciones comunitarias incentivan la inversión en start-ups aun cuando las mismas están negociadas en SMNs (p.ej. Francia, Italia y Suecia).

Por otro lado, algunas Comunidades Autónomas españolas, Madrid o Galicia como se ha señalado, sí establecen deducciones autonómicas por inversiones en mercados alternativos españoles, por lo que existen antecedentes en España sobre estas medidas.

Impuesto sobre las Transacciones Financieras

Marco regulatorio de referencia español

El 16 de enero de 2021 entró en vigor el Impuesto sobre las Transacciones Financieras ("ITF") en España.

El impuesto se configura como un tributo de naturaleza indirecta cuyo hecho imponible grava la adquisición onerosa de acciones representativas del capital de sociedades de

nacionalidad española, con independencia de la residencia de las personas o entidades que intervengan en la operación, cuando se cumplan las siguientes condiciones:

Que las acciones de la sociedad estén admitidas a negociación en un mercado regulado español, o de otro Estado de la Unión Europea, o en un mercado considerado equivalente de un tercer país, con independencia de que la transacción se ejecute o no en un centro de negociación.

Que el valor de capitalización bursátil de la sociedad sea, a 1 de diciembre del año anterior a la adquisición, superior a 1.000 millones de euros.

La relación de sociedades españolas con un valor de capitalización bursátil a 1 de diciembre de cada año superior a 1.000 millones de euros se publica en la Sede electrónica de la Agencia tributaria antes del 31 de diciembre de cada año.

Según lo señalado, el impuesto se exigirá con independencia de que las referidas adquisiciones se ejecuten en un mercado regulado, o bien en cualquier otro mercado o en un Sistema Multilateral de Negociación o en un sistema organizado de contratación o por un internalizador sistemático o bien mediante acuerdos directos entre los contratantes al margen de un centro de negociación.

El impuesto afecta asimismo a:

- Las adquisiciones onerosas de los valores negociables constituidos por certificados de depósito representativos de las acciones antes indicadas, sujeto a determinadas exenciones.
- Las adquisiciones de las acciones antes indicadas (o los referidos valores negociables constituidos por certificados de depósito) que deriven de la ejecución o liquidación de obligaciones o bonos convertibles o canjeables por tales acciones. También están sujetas las adquisiciones de acciones que se originen como consecuencia del ejercicio o liquidación de instrumentos financieros derivados, como son las opciones o futuros sobre acciones, así como de cualquier instrumento financiero, o determinados contratos financieros previstos en la normativa del mercado de valores, cuando originen para su contratante la adquisición de las acciones subyacentes.

El tipo impositivo del impuesto es del 0,2%.

La adopción unilateral por España del ITF crea distorsiones en la negociación de las acciones españolas gravadas frente a empresas homólogas de jurisdicciones que no tienen un impuesto similar al ITF.

Asimismo, la estructura del impuesto perjudica más a los inversores a largo plazo que no operan con frecuencia frente a los inversores de alta frecuencia que realizan operaciones intradías (el impuesto prevé un régimen de cálculo especial de neteo para las operaciones intradía, sujeto al cumplimiento de determinados requisitos).

Situación comparada

A raíz de la crisis financiera de 2008 y en el marco del debate suscitado acerca de la fiscalidad del sector financiero, en septiembre de 2011 la Comisión Europea presentó la Propuesta de Directiva del Consejo, de 28 de septiembre de 2011, relativa a un sistema común del impuesto sobre las transacciones financieras y por la que se modificaba la Directiva

2008/7/CE, para introducir un Impuesto sobre las Transacciones Financieras en los 27 Estados miembros de la UE (“propuesta de Directiva UE del ITF de 2011”).

El objetivo de dicha propuesta de Directiva era proceder a una implementación coordinada y armonizada de un Impuesto sobre las Transacciones Financieras por parte de todos los Estados miembros. La Comisión consideraba que una aplicación unilateral de dicho gravamen por parte de algunos Estados miembros podría dar lugar a desplazamientos de actividad desde los Estados con mayores tipos impositivos a aquellos con menor carga tributaria.

En mayo de 2012, el Parlamento Europeo emitió un dictamen favorable a la aplicación de un Impuesto sobre las Transacciones Financieras en la UE, sugiriendo, asimismo, algunas modificaciones con respecto a la propuesta inicial de la Comisión.

No obstante, la ausencia de un acuerdo a favor del establecimiento de un Impuesto sobre las Transacciones Financieras común en el conjunto de la UE en el corto plazo hizo finalmente decaer la propuesta de Directiva UE del ITF de 2011.

Como consecuencia de lo anterior, se crea un procedimiento de cooperación reforzada para la implantación de un Impuesto sobre las Transacciones Financieras común, de cual forman parte 11 estados entre ellos España, pero cuya aplicación ya no se referiría al conjunto de la Unión Europea, sino solamente a los territorios nacionales respectivos de los Estados Miembros que participan en el procedimiento de cooperación reforzada.

Sin embargo, hasta la fecha dicho procedimiento no ha alcanzado un acuerdo, y España (como Francia e Italia) ha adoptado el impuesto de forma unilateral.

Esto provoca que se cree una desventaja competitiva para los principales valores cotizados españoles respecto de aquellos países que no tienen ITF, perjudicando el volumen de negociación en los mercados de valores de las entidades españolas y el número de emisores presentes en nuestro país.

Áreas de mejora y propuestas

Eliminación del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) en la medida en que se ha adoptado de forma unilateral por España y no de forma común por la Unión Europea, lo que coloca en una peor posición a las sociedades españolas cuyas acciones están sujetas al ITF, respecto de sus homólogas correspondientes a jurisdicciones que no han adoptado el ITF.

Incentivos fiscales sobre otros vehículos de Inversión

Marco regulatorio de referencia español

Actualmente los principales vehículos de inversión con regímenes fiscales incentivadores existentes en nuestra regulación son las IICs y las Entidades de Capital Riesgo (tributación del 1% para las IICs y exención del 99% para las rentas positivas obtenidas por las Entidades de Capital Riesgo).

A este respecto solo las primeras, las IICs, incluyen en sus portafolios de inversión activos financieros cotizados.

No obstante, respecto a instrumentos de inversión no cotizados recientemente se han regulado a nivel comunitario y español (a través de la “Ley crea y crece”), los FILPE que, de

acuerdo con las recientes modificaciones regulatorias introducidas por la UE, pueden invertir en valores bursátiles de una capitalización de hasta 1.500 millones €.

Sin embargo, en España, la normativa del Impuesto sobre Sociedades no regula específicamente un régimen fiscal especial para los FILPE. A este respecto, si bien el régimen fiscal de las Entidades de Capital Riesgo se limita a las mismas, alguna interpretación doctrinal de la Dirección General de Tributos ha permitido en el pasado su aplicación a otras entidades reguladas por la Ley 22/2014, que estrictamente no eran entidades de capital riesgo, como son los Fondos de Capital Riesgo Europeos (FCRE). No obstante, en el presente caso, sin modificación normativa o pronunciamiento expreso de la Dirección General de Tributos, no tendríamos certeza total de que sobre los FILPE se pudiese aplicar el citado régimen especial.

Por ejemplo, en los Territorios forales de Bizkaia y Álava, se ha regulado un régimen fiscal para dicho vehículo similar al de las IICs, es decir, tributación al 1% en el Impuesto sobre Sociedades.

Para vehículos de inversión cotizados, tras la modificación el régimen fiscal de las SOCIMIs, rebajando los incentivos y el endurecimiento de los requisitos relativos a la inversión mínima de los accionistas de las SICAVs, se ha reducido el atractivo de los vehículos de inversión cotizados españoles.

Es ilustrativo el ejemplo de las SOCIMIs cuya tributación incentivadora (i.e. diferimiento de rentas) basada en que son puros vehículos de inversión y sus accionistas ya tributaban al recibir los dividendos se ha visto afectada negativamente con la modificación que se aplica desde 2021, un tipo impositivo del 15% sobre los resultados que no se hayan distribuido en forma de dividendos. Esta modificación supone una pérdida de competitividad principalmente a la hora de compararse con otros mercados europeos que también incentivan esta figura.

Situación comparada

Tabla 16 – Análisis comparado: incentivos fiscales sobre otros vehículos de inversión

| País | Incentivos fiscales sobre otros vehículos de inversión: SOCIMI / REIT | Incentivos fiscales sobre otros vehículos de inversión: FILPE y otros | Comentario |
|--|---|---|--|
|  España | Si | No | En España existen diferentes vehículos que articulan y canalizan la inversión en empresas cotizadas, sin embargo, sus regímenes fiscales han perdido atractivo |
|  Francia | Sí | No | Además de las IICs y los vehículos de capital riesgo, en Francia se mantienen los incentivos fiscales para las REITs. |
|  Alemania | Sí | No | Para el caso de los REITs. |

| País | Incentivos fiscales sobre otros vehículos de inversión: SOCIMI / REIT | Incentivos fiscales sobre otros vehículos de inversión: FILPE y otros | Comentario |
|--|---|---|--|
|  Italia | Sí | Sí | Incentivos para REITs. Incentivos para personas físicas que inviertan en FILPEs. |
|  Países Bajos | No | No | |
|  Irlanda | Sí | No | |
|  Luxemburgo | Sí | No | En relación con el régimen fiscal aplicable a los FILPE, actualmente existe un proyecto de ley sobre la modernización de ciertos regímenes aplicables a fondos de Luxemburgo (por ejemplo, RAIF, SIF) por el cual en la medida en que los fondos califiquen como FILPEs, estarían exentos del impuesto de suscripción. |
|  Reino Unido | Si | No | Exención para REITs. |
|  Suecia | No | No | |
|  Suiza | No | N/A | |

Fuente: Elaboración propia

Áreas de mejora y propuestas

Al igual que existe un régimen fiscal específico para las Entidades de Capital Riesgo o para las IICs, se propone:

En este terreno nos alineamos con la propuesta que hace INVERCO desde hace tiempo relativa a incentivar la inversión indirecta en PYMEs españolas a través de Fondos de Inversión. En otras jurisdicciones disponen de vehículos específicos (p.ej. en Francia, Italia o UK) para la inversión que han resultado ser motores de capital para los mercados nacionales.

También sería coherente en esta línea de actuación ampliar a todo el territorio nacional los incentivos a la inversión directa en ampliaciones de capital de pymes negociadas en SMNs que ya se aplican con bastante éxito en algunas Comunidades Autónomas de nuestro país (Madrid, Cataluña /o Galicia).

Establecer un régimen fiscal beneficioso y competitivo para vehículos de inversión cotizados o para vehículos de inversión que no coticen pero que inviertan en Bolsa Española.

Un ejemplo, podría ser establecer un régimen fiscal incentivador para los FILPE que pueden invertir en Bolsa, y son aptos para inversores minoristas. En particular, podría plantearse que los FILPE tributen al 1% como es el caso de las IICs, o en su caso, modificar el régimen fiscal de las entidades de capital riesgo para recoger a estos vehículos.

Adicionalmente podría valorarse mantener los incentivos fiscales de la ley de “start-ups” para las inversiones indirectas que se realicen en compañías emergentes negociadas en BME Growth a través de un vehículo de inversión.

Reestablecer el régimen fiscal previo de las SOCIMIs para que la figura española sea competitiva con los vehículos regulados en los países de nuestro entorno.

Finalmente, y en línea con otros países europeos como Suecia o Estados Unidos, podría valorarse la creación de un producto o **vehículo de inversión individual en forma de “cuenta de inversión” o “fondo paraguas” que permita traspasos entre activos elegibles que deberían de definirse.**

A este respecto, la operativa se llevaría a cabo a través de una entidad financiera mediante la cual se materializarían las órdenes de adquisición, suscripción y reembolso de activos como acciones, renta fija a corto, medio y largo plazo, cuentas de ahorro, fondos de inversión, ETFs, Certificados de Inversión, ETPs, Seguros de vida/ahorro, etc.

El régimen fiscal propuesto para este vehículo debería ser similar al de los Fondos de Inversión con diferimiento fiscal por reinversión, es decir que las transmisiones de activos elegibles que formen parte del citado vehículo no tributasen en la medida que lo obtenido como resultado de las mismas se reinvirtiese en otros activos elegibles dentro del mismo. Por lo tanto, la tributación se trasladaría al momento en el que el inversor cancelase todo o parte de su posición en el citado “fondo paraguas” o “cuenta de inversión”.

Incentivos fiscales a la financiación mediante recursos propios

Marco regulatorio de referencia español

En España hay un problema tradicional que es la falta de neutralidad fiscal en la financiación empresarial a través de recursos propios respecto a la realizada a través de recursos ajenos o endeudamiento (la remuneración de la financiación ajena genera gastos financieros fiscalmente deducibles en el Impuesto sobre Sociedades, frente a la no deducibilidad de los dividendos satisfechos a los accionistas).

Dicha asimetría en el tratamiento fiscal entre deuda y capital podría incrementar la vulnerabilidad financiera de las entidades, Adicionalmente, también ha podido provocar falta de atractivo para la cotización de empresas en las Bolsas y- un menor recurso a las ampliaciones de capital.

La propuesta de Directiva conocida por las siglas DEBRA (Debt Equity Bias Reduction Allowance) pretende corregir este escenario favoreciendo fiscalmente la financiación en forma de capital propio de las empresas mediante un mecanismo basado en el uso de intereses notacionales. Un incentivo fiscal consistente en la reducción de la base imponible del Impuesto sobre Sociedades por un importe calculado como un porcentaje (tipo de interés notacional compuesto por el tipo de interés libre más una prima de riesgo) sobre el incremento de los fondos propios, limitado para cada año al 30% del EBITDA, y por otro lado, una limitación del 15% de la deducibilidad del gasto financiero neto (adicional a la que se regula

actualmente en la normativa del Impuesto sobre Sociedades), considerándose como gasto no deducible el importe mayor resultante del cálculo de ambos preceptos.

Si bien a priori se esperaba que la Directiva estuviese operativa ya en 2024, se ha dilatado el trámite parlamentario de aprobación de la Directiva por los países miembros, sin que exista un plazo concreto para su implementación.

Áreas de mejora y propuestas

Teniendo en cuenta el estancamiento en la aprobación de la Propuesta de Directiva DEBRA, una medida adecuada para reducir la asimetría existente en el tratamiento fiscal entre la financiación ajena y la financiación propia de las empresas, con el objeto de reducir la vulnerabilidad financiera y fomentar el acceso a los mercados de capitales (e.g. salidas a bolsa), sería la implementación en la normativa del Impuesto sobre Sociedades español de las medidas que actualmente se recogen en la citada Propuesta de Directiva.

En particular, i) la introducción de un incentivo fiscal consistente en la reducción de la base imponible del Impuesto sobre Sociedades por un importe calculado como un porcentaje (tipo de interés nominal compuesto por el tipo de interés libre más una prima de riesgo) sobre el incremento de los fondos propios, limitado para cada año al 30% del EBITDA, y ii) el establecimiento de una limitación adicional del 15% al gasto financiero neto de las empresas.

Incentivos fiscales a la inversión en Renta Variable española por sujetos pasivos del IRPF

Marco regulatorio de referencia español

La normativa del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas no permite corregir la doble imposición económica sobre los dividendos procedentes de acciones cotizadas.

Llamar la atención que, en el pasado, la normativa del IRPF permitía dicha corrección mediante diferentes métodos. Uno de ellos era mediante un sistema de imputación del dividendo por el íntegro tributando al marginal de la escala, y posterior deducción en cuota.

En la práctica, y comparándolo con la tributación actual de las citadas rentas en la base imponible del ahorro, los principales beneficiados por el sistema anterior eran rentas medias y rentas bajas, que sí podían corregir la doble imposición (no pudiéndolo hacer mediante el sistema actual de tributación). Por el contrario, las rentas altas tributaban efectivamente en base a su tipo marginal final en el IRPF, por lo que, a efectos comparativos, la tributación es similar en su caso bajo los dos sistemas.

Adicionalmente, con posterioridad se reguló una exención fija por importe de 1.500 euros que permitía corregir parte de la doble imposición sufrida.

Es decir, al menos por lo que respecta a rentas medias y medias-bajas, tras la modificación normativa, ha podido generarse cierta desincentivación a la inversión en renta variable cotizada.

Áreas de mejora y propuestas

Una medida incentivadora para atraer ahorro familiar hacia la renta variable cotizada de forma directa, y no a través de vehículos de inversión, sería la inclusión de nuevo en la normativa del IRPF de mecanismos para corregir la doble imposición económica respecto de

los dividendos percibidos, bien mediante un sistema de imputación y deducción en cuota, bien mediante un sistema de exención de un determinado importe fijo.

Incentivos fiscales para la canalización de ahorro hacia Renta Fija cotizada española por sujetos pasivos del IRPF

Marco regulatorio de referencia español

De acuerdo con lo establecido en la normativa el IRPF, se consideran rendimientos de capital mobiliario las rentas derivadas la transmisión, reembolso, amortización, canje o conversión de valores.

Por tanto, en aquellos supuestos de inversión en deuda convertible en acciones, la tributación del inversor sujeto pasivo del IRPF se producirá en el citado momento, computándose como rendimiento la diferencia entre el valor de conversión o canje del instrumento y su valor de adquisición o suscripción.

Aquellos inversores que busquen inversiones a medio largo plazo, quizás podrían decantarse por productos con una fiscalidad más favorable como los fondos de inversión, que permiten diferir el pago de impuestos cuando reembolsan sus posiciones mediante el régimen de traspasos exentos que se regula en la normativa del IRPF.

Áreas de mejora y propuestas

Un medida claramente incentivadora para la canalización directa del ahorro familiar hacia la renta fija cotizada, e indirectamente, hacia la renta variable cotizada podría ser el establecimiento de un régimen de diferimiento fiscal en el IRPF, similar al que existe para fondos de inversión (traspasos), en los supuestos de conversión o el canje de obligaciones convertibles o canjeables en acciones, difiriendo la renta hasta el momento de la venta de las acciones recibidas como consecuencia de la conversión o canje.

5.4 Anexo 4: Análisis de activos digitales

Preparación para la regulación europea de los criptoactivos: el Reglamento MiCA

Marco regulatorio de referencia español

Con carácter previo es imprescindible aclarar que actualmente el ordenamiento jurídico español no regula la prestación de servicios sobre criptoactivos⁶⁷, ni tampoco establece un proceso de autorización, ni la necesidad de obtener una licencia para la prestación de este tipo de servicios. En otras palabras, la prestación de servicios sobre criptoactivos en España a la fecha de emisión de este informe no queda sujeta a la consideración de “actividad regulada”, con los riesgos y las implicaciones que ello conlleva.

⁶⁷ Toda referencia en el presente informe al término “criptoactivos”, se entenderá hecha, únicamente, a los criptoactivos bajo el alcance del Reglamento MiCA. En consecuencia y a efectos meramente aclaratorios, quedarán excluidos los instrumentos financieros tradicionales representados mediante tecnología de registro distribuido, cuya regulación cae bajo la vigente normativa europea y nacional en materia de servicios financieros.

Así, salvo que esta materia sea objeto de regulación local con carácter inminente, no será hasta la futura entrada en vigor del Reglamento MiCA⁶⁸ cuando en España se requiera la obtención de una licencia / autorización administrativa para la prestación de determinados servicios sobre criptoactivos, tales como la actividad de plataformas de intercambio de criptomonedas (“exchange”) o la custodia de estas.

Sin perjuicio de lo anterior, existen determinados aspectos relacionados con la prestación de servicios sobre criptoactivos en España que sí han sido objeto de regulación, bien sea por transposición de normativa europea⁶⁹ o por iniciativa nacional. En particular, en España se han regulado los siguientes extremos que pasamos a describir a continuación:

- **Cumplimiento de la normativa de blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo (“PBC – FT”)**: en virtud del Real Decreto-ley 7/2021⁷⁰, se ha modificado la Ley 10/2010⁷¹, a los efectos de, entre otras cuestiones, incluir a los proveedores de servicios de cambio de moneda virtual por moneda fiduciaria y de custodia de monederos electrónicos como sujetos obligados (artículo 2.1.z) de la Ley 10/2010). Así, los proveedores de estos servicios deben cumplir con los requisitos y obligaciones dispuestos en la normativa de PBC – FT, entre los que destacan la obligación de disponer de medios y procesos que permitan la identificación de la identidad de sus clientes o la confección de un manual de PBC – FT, que debe cumplir con un contenido mínimo.
- **Registro de proveedores de servicios de cambio de moneda virtual por moneda fiduciaria y de custodia de monederos electrónicos**: asimismo, en virtud del Real Decreto-ley 7/2021, se ha modificado la vigente disposición adicional segunda de la Ley 10/2010, la cual establece que los operadores mencionados en el punto “i)” anterior deben inscribirse en el denominado: “registro de proveedores de servicios de cambio de moneda virtual por moneda fiduciaria y de custodia de monederos electrónicos”. Dicho registro depende del Banco de España.
- Para proceder a la inscripción en dicho registro, se deben cumplir con una serie de requisitos, como los relativos a honorabilidad e idoneidad, disponer de órganos adecuados en materia de PBC – FT, así como aportar el manual de PBC – FT y el documento de análisis de riesgos.

⁶⁸ REGLAMENTO (UE) 2023/1114 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 31 de mayo de 2023 relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.o 1093/2010 y (UE) n.o 1095/2010 y las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/1937

⁶⁹ Directiva 2018/843, de 30 de mayo de 2018, por la que se modifica la Directiva (UE) 2015/849 relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo, y por la que se modifican las Directivas 2009/138/CE y 2013/36/UE.

⁷⁰ Real Decreto-ley 7/2021, de 27 de abril, de transposición de directivas de la Unión Europea en las materias de competencia, prevención del blanqueo de capitales, entidades de crédito, telecomunicaciones, medidas tributarias, prevención y reparación de daños medioambientales, desplazamiento de trabajadores en la prestación de servicios transnacionales y defensa de los consumidores.

⁷¹ Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo.

- **Publicidad sobre criptoactivos:** El Real Decreto-ley 5/2021⁷² ha introducido un nuevo artículo 240 bis⁷³ en el anterior Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores⁷⁴, que habilitaba a la CNMV⁷⁵ a desarrollar, mediante Circular, los mecanismos y procedimientos a aplicar sobre las actividades publicitarias sobre criptoactivos.
- Con la entrada en vigor de la Circular 1/2022⁷⁶, se han establecido determinadas normas, principios y criterios a los que debe sujetarse la actividad publicitaria cuando se presenten los criptoactivos como objeto de posible inversión. La mencionada Circular se limita exclusivamente a establecer ciertas normas sobre la actividad publicitaria, pero no contiene disposiciones que regulen los criptoactivos en sí mismos, ni los proveedores de servicios de criptoactivos. Asimismo, excluye expresamente a los criptoactivos que tengan la consideración de instrumentos financieros o aquellos que, por su propia naturaleza, no pueden tener la consideración de inversión, como sería el caso de los denominados *utility tokens*⁷⁷.

Dos cuestiones regulatorias que merecen la pena destacar, dada su relevancia, son las siguientes: (i) la autorización por la CNMV concedida a BME Clearing (en su calidad de entidad de contrapartida central -ECC-) para la compensación de futuros sobre criptodivisas destinados a inversores profesionales⁷⁸. Se trata de un hito muy remarcable, en la medida que BME Clearing será la primera ECC europea autorizada para la compensación de este tipo de instrumentos financieros complejos; y (ii) la decisión de reducir el régimen transitorio previsto en MiCA de 18 meses a 12 meses⁷⁹.

Situación comparada

En diciembre de 2019, las instituciones de la Unión Europea sometieron a consulta pública una iniciativa legislativa dirigida a crear un marco regulatorio para los criptoactivos que se hallen fuera del alcance de la legislación europea aplicable a los servicios financieros⁸⁰.

En septiembre de 2020, con la publicación del primer texto de la propuesta de Reglamento relativo a los mercados de criptoactivos, arrancó un largo proceso legislativo que culminó⁸¹ el pasado 9 de junio de 2023 con la publicación en el Diario Oficial de la UE del texto del

⁷² Real Decreto-ley 5/2021, de 12 de marzo, de medidas extraordinarias de apoyo a la solvencia empresarial en respuesta a la pandemia de la COVID-19.

⁷³ Actualmente, artículo 247 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

⁷⁴ Aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.

⁷⁵ Comisión Nacional del Mercado de Valores

⁷⁶ Circular 1/2022, de 10 de enero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, relativa a la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión.

⁷⁷ Norma 3.2 de la Circular 1/2022.

⁷⁸ La CNMV autoriza a BME Clearing la compensación de futuros ligados a criptodivisas destinados a inversores profesionales. 7 de septiembre de 2023. <https://www.cnmv.es/WebServices/VerDocumento/Ver?t=%7B88086c57-a335-433e-b1b6-b5376953ac1b%7D>

⁷⁹ 20231026_ndp_reglamento MiCA_adelanto 6 meses aplicación.pdf (mineco.gob.es)

⁸⁰ https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12089-Directive-regulation-establishing-a-European-framework-for-markets-in-crypto-assets_en

⁸¹ Señalar que está pendiente de desarrollo la respectiva normativa de segundo y tercer nivel

Reglamento MiCA⁸², tras la votación favorable por el Pleno del Parlamento Europeo del texto definitivo del Reglamento MiCA.

A la luz de lo anterior, y al igual que ocurre en el ámbito local, es notoria por el momento la ausencia de un marco normativo armonizado a nivel europeo. No obstante, es necesario subrayar que distintas jurisdicciones europeas, como Alemania, Francia o Suiza, en un intento por hacer frente a los correspondientes riesgos que la operativa sobre criptoactivos conlleva y dotar a sus mercados nacionales de mayor seguridad, ya han adoptado iniciativas legislativas nacionales para regular la prestación de determinados servicios sobre criptoactivos, desarrollando regímenes de autorización y licencia que buscan ser un espejo de los requisitos previstos en el Reglamento MiCA.

Este hecho ha propiciado que las mencionadas jurisdicciones se posicionen como referentes europeos en este tipo de actividades, cada vez más relevantes, atrayendo inversión, talento e innovación.

Como ilustración de lo anterior, Börse Stuttgart Digital Exchange, el sistema multilateral de negociación para activos digitales del grupo de la bolsa de valores de Stuttgart (Börse Stuttgart), anunció el 30 de marzo de 2023 que empezaría a ofrecer servicios de custodia de criptoactivos, al haber obtenido una licencia como custodio de criptoactivos de la Autoridad Federal de Supervisión Financiera alemana (BaFin)⁸³.

Además, estas jurisdicciones y los proveedores autorizados al amparo de su normativa local se beneficiarán del régimen transitorio y procedimiento simplificado previsto bajo el Reglamento MiCA, tal y como se expone más adelante.

Asimismo, otros países han manifestado su intención de adelantarse a la entrada en vigor del Reglamento MiCA, como es el caso de Italia⁸⁴.

Por último, el resto de los países europeos no han realizado avances significativos en la regulación de este tipo de servicios, tal y como es el caso de España. Bien es cierto que el pasado 7 de septiembre BME Clearing, la Entidad de Contrapartida Central (CCP) en España, ha recibido la autorización regulatoria por parte de la CNMV para hacer compensación de futuros sobre bitcoin y Ethereum denominados en dólares bajo la regulación europea. Con este paso se incorpora a nuestro país un nuevo segmento para derivados de activos digitales dirigido a inversores institucionales que introduce activos digitales en un entorno seguro y altamente regulado, lo cual mejorará la negociación, compensación y liquidación en efectivo de los futuros de activos digitales. Sin duda, a nuestro juicio, un paso en la dirección estratégica adecuada para nuestra economía.

⁸² <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=OJ:L:2023:150:TOC>

⁸³ <https://www.boerse-stuttgart.de/-/media/files/gruppe-boerse-stuttgart/pressemitteilungen/en/2023/230330-mr-boerse-stuttgart-digital-crypto-custody-licence.ashx?la=en&hash=493B74F3E3996EA0DC0F8EF3AFDDB005>

⁸⁴ Ver página 9 del discurso realizado por D. Ignazio Visco, Gobernador del Banco de Italia <https://www.bis.org/review/r230206a.pdf>

Tabla 17 – Situación comparada: Futura regulación europea de los criptoactivos: El reglamento MiCA

| País | Pre-adopción MiCA ⁸⁵ | Comentario |
|---|---------------------------------|---|
|  España | No | España no <u>dispone de un régimen de autorización y licencia para la prestación de servicios sobre criptoactivos</u> , únicamente ha implementado la Quinta Directiva de la UE sobre la lucha contra el blanqueo de capitales (5MLD) y la CNMV publicó la circular 1/2022 sobre normas, principios y criterios a los que debe sujetarse la actividad publicitaria cuando se presenten los criptoactivos como objeto de posible inversión. |
|  Francia | Sí | Francia cuenta con un marco regulatorio sólido para las criptomonedas y con una supervisión efectiva sobre actividades relacionadas. Francia ya cuenta con regulaciones específicas para la prestación de servicios de criptoactivos y la obtención de autorización y licencias (Artículo L. 54-10-3 del Código monetario y financiero francés MFC) e incluso para garantizar una transición fluida del vigente régimen francés al régimen MiCA, se aprobó la legislación específica el pasado 9 de marzo de 2023 ⁸⁶ . |
|  Alemania | Sí | Alemania cuenta con regulaciones específicas para la prestación de servicios de criptoactivos y un proceso para obtener la autorización y licencia por parte de BaFin (Autoridad supervisora federal de finanzas) al amparo de un marco regulatorio financiero ya establecido. |
|  Italia | No | Actualmente Italia no tiene un régimen regulatorio para la autorización y licencia para la prestación de servicios cripto. Sin embargo, recientemente han anunciado que entre sus planes está adelantarse a MiCA, aunque no haya ninguna propuesta formal al respecto. |
|  Países Bajos | No | Países Bajos no dispone en su regulación de un régimen para la autorización y licencia para la prestación de servicios cripto. Únicamente ha incorporado la 5MLD en su legislación. |
|  Irlanda | No | Irlanda no dispone en su regulación de un régimen para la autorización y licencia para la prestación de servicios sobre criptoactivos. Únicamente ha implementado la 5MLD. |
|  Luxemburgo | No | Luxemburgo no dispone en su regulación de un régimen para la autorización y licencia para la prestación de servicios sobre criptoactivos. Únicamente tiene incorporado la 5MLD y existe un proyecto de ley para incluir DLT en instrumentos financieros. |

⁸⁵ Aunque Reino Unido y Suiza no forman parte de la UE y, en consecuencia, no les resulta de aplicación el Reglamento MiCA, se ha indicado que “Sí”, en el sentido de que ambos países se han adelantado a regular los servicios sobre criptoactivos, estableciendo un régimen de autorización y licencia para la prestación de dichos servicios.

⁸⁶ Ley 2023-171, de 9 de marzo de 2023 sobre disposiciones diversas para la adaptación al derecho de la Unión Europea en las áreas de economía, salud, trabajo, transporte y agricultura (<https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000047281777>)

| País | Pre-adopción MiCA ⁸⁵ | Comentario |
|--|---------------------------------|---|
|  Reino Unido | Sí | Reino Unido cuenta con regulaciones específicas para los servicios sobre criptoactivos y un proceso para obtener la autorización y licencia por parte de la FCA (autoridad financiera del Reino Unido). |
|  Suecia | No | Suecia no dispone en su regulación de un régimen para la autorización y licencia para la prestación de servicios sobre criptoactivos. Únicamente ha implementado la 5MLD. |
|  Suiza | Sí | Suiza es una de las jurisdicciones más avanzadas en esta materia, al contar con regulaciones específicas para la prestación de servicios sobre criptoactivos y un proceso de autorización y licencia por parte de FINMA (autoridad Suiza Supervisora del mercado financiero). |

Fuente: Elaboración propia

Áreas de mejora y propuestas

A efectos de identificar áreas de mejora y potenciales medidas, es importante tener en consideración tres elementos clave sobre la aplicación del Reglamento MiCA:

- **Aplicación y entrada en vigor en el medio plazo.** Se prevé un plazo de entre doce⁽¹²⁾ y dieciocho⁽¹⁸⁾ meses para su aplicación, a contar desde su entrada en vigor que se produjo el 30 de junio de 2023⁸⁷.
- **Régimen transitorio**⁸⁸. Aquellos proveedores de servicios de criptoactivos que dispongan de una autorización nacional para prestar alguno de los servicios sobre criptoactivos regulados en el Reglamento MiCA, podrán continuar con su actividad bajo dicha autorización durante un periodo máximo de dieciocho meses después de la fecha de aplicación del Reglamento MiCA.
- **Procedimiento simplificado**⁸⁹. Igualmente, aquellos proveedores de servicios de criptoactivos que dispongan de una autorización nacional y soliciten una autorización al amparo del Reglamento MiCA dentro de los primeros dieciocho meses desde su aplicación, podrán acogerse a un procedimiento simplificado.
- Visto lo anterior y teniendo en cuenta que el Reglamento MiCA se ha publicado en el Diario Oficial de la Unión Europea el 9 de junio de 2023 y que, por lo tanto, su entrada en vigor ha sido el 30 de junio de 2023, su aplicación plena sería 18 meses después, el 30 de diciembre de 2024 y los proveedores de servicios de criptoactivos en posesión de una autorización nacional para la prestación de los servicios previstos en el Reglamento MiCA podrían beneficiarse del régimen transitorio y del régimen simplificado hasta el 30 de junio de 2026, salvo que los Estados miembros decidan reducir el régimen transitorio (como sería el caso de España).

Esto significa, en términos generales, que los proveedores autorizados en los estados miembros que cuenten con legislación local se encontrarán en una mejor posición para

⁸⁷ Artículo 149 del Reglamento MiCA.

⁸⁸ Artículo 143.3 del Reglamento MiCA.

⁸⁹ Artículo 143.6 del Reglamento MiCA.

continuar desarrollando este tipo de actividades, sin impactos relevantes en su modelo de negocio, tras la entrada en vigor del Reglamento MiCA. Esto hace que los mencionados estados miembros cuenten con una ventaja competitiva relevante con respecto al resto.

Al margen de los criptoactivos, dentro del mundo de los activos digitales, existe un ámbito en el cual la aplicación de la tecnología de registro distribuido (DLT por sus siglas en inglés) resulta muy prometedora. Dicho ámbito es el de los mercados de capitales.

Actualmente, en la Unión Europea ya se reconoce expresamente que los instrumentos financieros representados en DLT tienen la misma consideración como instrumento financiero que los representados en anotaciones en cuenta o en títulos. Este proceso de representación es lo que se conoce comúnmente como “tokenización”. En este caso, la tokenización de instrumentos financieros. La tokenización supone la representación digital de bienes y derechos en una cadena de bloques mediante tokens. Estos tokens representan la propiedad (en el caso de instrumentos financieros emitidos nativamente en una DLT) o derechos sobre un activo subyacente. Esta transformación facilita la compra y venta en plataformas DLT (sistemas de negociación), aumentando la posible liquidez y accesibilidad de ciertos activos.

Lo anterior es posible en la Unión Europea gracias a la entrada en vigor el pasado mes de marzo de 2023 del Reglamento de Régimen Piloto (el “**Régimen Piloto**”⁹⁰).

El Régimen Piloto debemos enmarcarlo dentro del conocido como “Paquete de Medidas de Finanzas Digitales”. El paquete pretende crear unos mercados europeos más competitivos que ofrezcan a los inversores productos financieros innovadores, garantizando al mismo tiempo la seguridad de los inversores y fomentando un mercado único digital de las finanzas.

Precisamente, el Régimen Piloto es un componente destacado de este paquete. El objetivo del Régimen Piloto es poner a prueba el desarrollo de infraestructuras de mercado (sistemas multilaterales de negociación y sistemas de liquidación, incluso una combinación de ambos en una sola entidad⁹¹) para la negociación, liquidación y registro de instrumentos financieros basados en DLT, con el propósito de crear una especie de entorno regulado en el cual probar las presumibles eficiencias de la DLT, mejorando así la funcionalidad, fiabilidad y competitividad de los mercados europeos. Es por ello por lo que, el Régimen Piloto supone un punto de inflexión hacia la integración de la DLT en los mercados.

Una de las cuestiones más interesantes por explorar del Régimen Piloto es la posibilidad de combinar un sistema de negociación y liquidación⁹². Esta nueva infraestructura de mercado

90 Reglamento 2022/858 de 30 de mayo de 2022 sobre un régimen piloto de infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado y por el que se modifican los Reglamentos 600/2014 y 909/2014 y la Directiva 2014/65/UE.

91 Bajo la vigente normativa de servicios financieros, una misma entidad no puede ofrecer servicios de negociación y post-contratación. El Régimen Piloto introduce una figura novedosa, precisamente gracias que lo habilita la DLT, al crear una nueva infraestructura de mercado que combina la negociación y liquidación de valores. El denominado: sistema de negociación y liquidación basado en DLT (SNL en DLT).

92 En el punto (14) del considerando del Reglamento de Régimen Piloto se expone la justificación del porqué se permite esta excepción, señalando, precisamente, los beneficios potenciales que puede aportar.

puede representar múltiples beneficios. Entre ellos, los que más se suelen mencionar son los siguientes:

- En primer lugar, la eficiencia operativa puede verse incrementada mediante la fusión de estas dos infraestructuras de mercado, lo que facilitaría y aceleraría las operaciones.
- En segundo lugar, la fusión de estos sistemas puede minimizar el riesgo de contraparte, el cual surge del lapso entre la realización y la liquidación de una operación. Ello no solamente se debe a la combinación de dos infraestructuras de mercado en una, sino gracias a las mejoras en la liquidación de valores, mediante lo que se conoce como “intercambios atómicos” que permiten que la entrega contra pago se realice casi simultáneamente. Al acortar este intervalo, se reduce la probabilidad de incumplimiento por parte de alguna de las entidades involucradas.
- Tercero, la operación unificada de estos sistemas bajo una sola entidad podría resultar en una disminución de costos, beneficiándose de economías de escala y la eliminación de procesos.

Finalmente, un sistema integrado mejoraría la transparencia, al facilitar la supervisión regulatoria y el cumplimiento de obligaciones de *reporting* en tiempo real, incluso de manera directa por el propio regulador, llegando eventualmente a eliminar una laboriosa tarea como es la reconciliación de datos, ya que el propio regulador extraería los datos de manera directa desde la DLT y con el añadido de la seguridad que ofrece una DLT sobre la integridad de los datos en ella representados. La posibilidad de tokenizar activos tradicionales es muy amplia y no se limita solo a valores negociables o instrumentos financieros. Incluso el Banco de Pagos Internacionales (“**BIS**”) está estudiando sobre la posibilidad de tokenizar los depósitos bancarios⁹³. De hecho, se requiere una forma de dinero digital tokenizado que sea confiable, emitido por una entidad regulada y supervisada (como las entidades de crédito), que permita desbloquear la pata de la liquidación en efectivo en una operación de valores tokenizados, para que los beneficios en la liquidación contra pago casi instantánea mediante DLT sean una realidad.

Resultan remarcables los esfuerzos realizados en España en materia de tokenización, ya que no solamente se ha modificado la Ley 6/2023 para reflejar el reconocimiento jurídico de los instrumentos financieros representados en DLT, sino que se ha dotado de un verdadero marco jurídico para estos instrumentos financieros en DLT, reconociendo la posibilidad de crear derechos reales, embargos, ejecuciones judiciales sobre los mismos, así como un régimen de oponibilidad frente a tercero. Todo ello con la finalidad de crear seguridad jurídica.

Incluso se ha ido más allá y se han modificado otras normas como la Ley de Sociedades de Capital, adecuando la posibilidad de representar las acciones de una sociedad anónima en DLT o el régimen de emisión de bonos mediante DLT por una sociedad mercantil. Asimismo, se ha modificado la Ley de Enjuiciamiento Civil para reconocer el valor de título ejecutivo a los certificados emitidos por la entidad responsable de la inscripción y registro de los valores representados en DLT (entidad conocida bajo las siglas de “ERIR”).

⁹³ <https://www.bis.org/publ/bisbull73.htm>

Todo ello podría llegar a permitir el desarrollo de nuevos modelos de negocio y servicios. España, siguiendo el ejemplo de otras jurisdicciones europeas, debe aprovechar esta oportunidad y el marco regulatorio en desarrollo en Europa para posicionarse dentro de los mercados europeos como una jurisdicción de referencia en materia de tokenización de instrumentos financieros, así como para los proveedores de servicios sobre criptoactivos, aprovechando que la seguridad regulatoria siempre es un vector que atrae capital y talento a una economía.

- **Agilizar los mecanismos de colaboración y promoción de los operadores de mercado y las autoridades para desarrollar en la práctica iniciativas innovadoras.** Se trata de favorecer y simplificar los pasos para poner en marcha proyectos piloto o iniciativas que permitan alcanzar un conocimiento más preciso de las nuevas tecnologías aplicadas al mercado español con objeto de estar posicionados mejor y a tiempo para ofrecer nuevos servicios a la comunidad financiera nacional e internacional.
- Por otro lado, en España el único supervisor que tiene contacto con los proveedores de criptoactivos actualmente obligados a registrarse, es el Banco de España. A expensas de los nuevos requerimientos de información y procedimientos que hubiera que hacerse a dichos proveedores para recibir las autorizaciones pertinentes para ser supervisados en el futuro por la CNMV, convendría establecer un procedimiento para no imponerles a estas cargas administrativas duplicadas en este traspaso. Es decir, evitar que los nuevos requisitos ejerzan de desincentivo en el ejercicio de la actividad por sobrecarga e imposición repetida de condiciones previamente ya acreditadas.
- **Agilizar la creación de estructuras para aprovechar el régimen simplificado de MiCA.** Promover la creación de la normativa nacional que desarrolle e implemente un régimen de autorización y licencia para la prestación de los servicios sobre criptoactivos previstos en el Reglamento europeo MiCA (Market In Crypto Assets), para aprovechar la existencia del régimen simplificado y así, atraer a los prestadores de estos servicios a España.
- **Establecer un régimen fiscal incentivador para actividades de activos digitales** en España, lo que facilitaría el desarrollo de una industria local de referencia en el ámbito de la financiación, la negociación y la custodia de este tipo de instrumentos financieros.

6 Apéndice

6.1 Alcance del análisis

El análisis realizado compara los mercados de capitales españoles con los de otros **siete países europeos** (Alemania, Francia, Italia, Países Bajos, Irlanda, Luxemburgo y Suecia) que además se encuentran bajo el mismo marco normativo europeo y además con **tres mercados a nivel internacional** (Estados Unidos, Reino Unido y Suiza). Las razones por las cuáles se han considerado esta selección de países en el análisis realizado son las siguientes:

- **Comparativa con economías similares** (Alemania, Francia, Italia y Países Bajos): países europeos con un tamaño similar al español en términos de PIB.
- **Mercados de referencia europeos:** (Suecia, Irlanda y Luxemburgo): países europeos de menor tamaño con algunos mercados de capitales de referencia.
- **Mercados de referencia globales** (Estados Unidos, Reino Unido y Suiza): países internacionales referencia en mercados de capitales.

La siguiente tabla muestra el alcance de los mercados específicos en cada país que se han tenido en cuenta en el análisis cuantitativo realizado en el capítulo de diagnóstico, así como en el resto del documento.

Gráfica29 28 - Alcance del análisis de los mercados de capitales

| Mercado |  España |  Alemania |  Francia |  Italia |  Países Bajos |  Irlanda |  Luxemburgo |  Suecia |  Suiza |  Reino Unido |  Estados Unidos |
|--|--|---|--|--|--|---|---|---|---|---|--|
|  Renta variable | <ul style="list-style-type: none"> • Mercado continuo • BME Growth | <ul style="list-style-type: none"> • Deutsche Börse (XETRA) | <ul style="list-style-type: none"> • Euronext Paris • Euronext Growth • Euronext Access | <ul style="list-style-type: none"> • Euronext Milan • Euronext Growth Milan • Professional Segment • Euronext STAR Milan • Euronext MIV Milan | <ul style="list-style-type: none"> • Euronext Amsterdam | <ul style="list-style-type: none"> • Irish Stock Exchange • Euronext Dublin • Euronext Growth Dublin | <ul style="list-style-type: none"> • Luxembourg Stock Exchange (LuxSE) | <ul style="list-style-type: none"> • Nasdaq Nordic & Baltics Regulated Market • Nasdaq Nordic & Baltics First North | <ul style="list-style-type: none"> • SIX Swiss Exchange | <ul style="list-style-type: none"> • LSE AIM • LSE Main Market | <ul style="list-style-type: none"> • NYSE • NYSE American • Nasdaq |
|  Renta fija | <ul style="list-style-type: none"> • AIAF • MARF • SENAF | <ul style="list-style-type: none"> • Deutsche Börse • Berlin Börse • Düsseldorf Börse • Hamburg Börse • Hannover Börse • Stuttgart Börse • Eurex | <ul style="list-style-type: none"> • Euronext Paris • Euronext Growth • Euronext Access | <ul style="list-style-type: none"> • MOT • ExtraMOT • Bond-X | <ul style="list-style-type: none"> • Euronext Amsterdam | <ul style="list-style-type: none"> • Euronext Dublin | <ul style="list-style-type: none"> • Bourse de Luxembourg • Euro MTF • LuxSE SOL | N/A | N/A | N/A | N/A |
|  Certificados de inversión | <ul style="list-style-type: none"> • SIBE | <ul style="list-style-type: none"> • Bolsa de Stuttgart | <ul style="list-style-type: none"> • Euronext Paris | <ul style="list-style-type: none"> • SeDex | <ul style="list-style-type: none"> • Euronext Amsterdam (AEX) | N/A | N/A | <ul style="list-style-type: none"> • Nasdaq Stockholm - Derivatives Market | <ul style="list-style-type: none"> • SIX Swiss Exchange | <ul style="list-style-type: none"> • London Stock Exchange (ORB) | N/A |
|  ETFs | <ul style="list-style-type: none"> • SIBE | <ul style="list-style-type: none"> • Xetra | <ul style="list-style-type: none"> • Euronext Paris NextTrack | <ul style="list-style-type: none"> • ETF plus | <ul style="list-style-type: none"> • Euronext Amsterdam | <ul style="list-style-type: none"> • Euronext Dublin | <ul style="list-style-type: none"> • Luxembourg Stock Exchange | <ul style="list-style-type: none"> • Nasdaq Stockholm - Main Market, First North | <ul style="list-style-type: none"> • SIX Swiss Exchange | <ul style="list-style-type: none"> • London Stock Exchange | <ul style="list-style-type: none"> • NYSE Arca • NASDAQ ETF Market |
|  Derivados | <ul style="list-style-type: none"> • MEFF | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
|  Activos digitales | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |

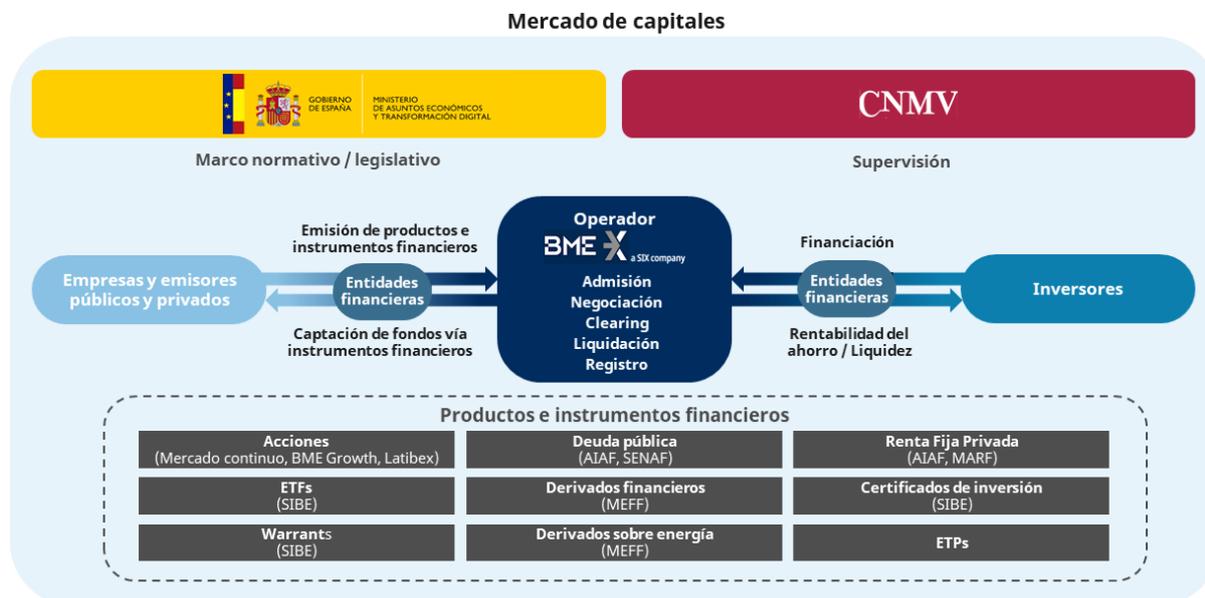
Fuente: Elaboración propia

6.2 Agentes involucrados en los mercados de capitales en España

Habiendo establecido la importancia cardinal de los mercados de capitales en la economía y su impacto en la sociedad, es necesario identificar y comprender el papel que juegan cada uno los agentes principales que influyen y dan forma a su funcionamiento.

El siguiente ilustrativo identifica a los principales agentes que son esenciales para el funcionamiento eficiente y equilibrado del mercado de capitales en España.

Gráfica30 29 - Mapa relacional de los agentes en el mercado de capitales en España



Fuente: Elaboración propia

El **principal operador del mercado de capitales** (en el caso de España, Bolsas y Mercados Españoles, **BME**) representa el eje fundamental de la infraestructura financiera y operativa del mercado de capitales. Es el agente que facilita la infraestructura de los diferentes mercados en los cuáles se encuentran los diferentes instrumentos financieros (renta variable, renta fija, derivados, etc.) y que funciona como intermediario entre emisores e inversores.

Los **emisores**, principalmente **empresas privadas en busca de financiación**, son la razón de ser de los mercados de capitales. Mediante la emisión de instrumentos financieros en los distintos mercados, las empresas obtienen los recursos necesarios para sufragar los proyectos que les permitan crecer, expandirse y ser más competitivos respecto a sus competidores.

Los **inversores**, tanto **minoristas como institucionales**, son actores vitales en este ecosistema ya que acuden a los mercados a proporcionar el capital necesario que las empresas necesitan con el objetivo de rentabilizar su ahorro.

En España, el **Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital** como **agente regulador** y la **Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV**, como **agente supervisor y también regulador**, tienen roles críticos sobre el mantenimiento de la integridad del mercado, protección a los inversores y fomento de la competencia justa, creando un entorno de inversión seguro y confiable. Su labor es esencial al garantizar un mercado de valores eficiente y transparente, que inspire confianza y atraiga inversiones tanto nacionales como extranjeras.

Por último, la figura del **depositario/clearing** (en el caso de España, **Iberclear**) asegura la eficiencia y seguridad de las transacciones en los mercados de capitales, así como el proceso de liquidación y registro de las operaciones, garantizando que cada transacción se realice de

manera segura y eficiente, fortaleciendo la confianza en el sistema y en su funcionamiento global.

6.3 Fuentes de información

Para la elaboración de los análisis presentados en este informe se han tomado datos e información de bases de datos e información de acceso público complementados con datos extraídos de bases de datos privadas del Grupo BME. Las siguientes tablas contienen una lista exhaustiva de las fuentes de información que han sido consultadas agrupadas según la tipología de las mismas:

Tabla 18 - Desglose de las fuentes de información utilizadas en el informe

| Listado de los principales Mercados de los países analizados | |
|--|---|
| Bolsas y Mercados Españoles (ESP) | Borsa italiana (ITA) |
| Börse Stuttgart (ALE) | Deutsche Börse (ALE) |
| Euronext (FRA; IRL; HOL) | London Stock Exchange (RU) |
| Luxembourg Stock Exchange (LUX) | Nasdaq (EE.UU.) |
| Nasdaq Nordic (SUE) | New York Stock Exchange (EE.UU.) |
| SIX Swiss Stock Exchange (SUI) | XETRA (ALE) |
| Bases de datos públicas de agencias gubernamentales | |
| Banco de España | Banco Nacional de Suiza |
| Reserva Federal de Estados Unidos | Comisión Nacional del Mercado de Valores |
| Estadísticas oficiales de fuentes públicas oficiales | |
| Eurostat | Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) |
| Oficina de estadísticas nacionales del Reino Unido | Oficina estadounidense de estadísticas laborales |
| Bases estadísticas de las federaciones de los mercados de capitales | |
| Federación Mundial de Bolsas de Valores (WFE) | Federación Europea de Bolsas de Valores (FESE) |
| Información y datos de instituciones privadas reconocidas | |
| Morgan Stanley Capital Investment (MSCI) | Spaincap |
| STOXX | |
| Plataformas de acceso privado | |
| Refinitiv Workspace | Pitchbook |
| Statista | |

6.4 Índice de Gráficas

| | |
|---|-----|
| Gráfica 1 - Indicadores de convergencia macroeconómicos | 8 |
| Gráfica 2 - Tamaño de las empresas y productividad | 9 |
| Gráfica 3 - Volumen de inversión en I+D total por país | 9 |
| Gráfica 4 - Financiación de las empresas no financieras en forma de capital cotizado y no cotizado | 10 |
| Gráfica 5 - Evolución de los principales índices bursátiles | 12 |
| Gráfica 6 - Evolución de la capitalización bursátil sobre el PIB | 12 |
| Gráfica 7 - Evolución de la capitalización bursátil nacional sobre la capitalización mundial total | 13 |
| Gráfica 8 - Evolución de la capitalización bursátil nacional sobre capitalización de los países EMEA total | 13 |
| Gráfica 9 - Peso relativo de la capitalización bursátil española en distintos índices de referencia de renta variable | 14 |
| Gráfica 10 - Peso de la cartera de renta variable española de los Fondos y SICAVS | 14 |
| Gráfica 11 - Capital obtenido a través de salidas a Bolsa en cada mercado..... | 15 |
| Gráfica 12 - Evolución del número de empresas cotizadas en BME (Mercado continuo y BME Growth)..... | 16 |
| Gráfica 13 - Salidas a Bolsa y exclusiones del mercado continuo de BME | 16 |
| Gráfica 14 - Evolución del número de SICAVs en España y capitalización bursátil total | 17 |
| Gráfica 15 - Número de SOCIMIs domiciliadas en España según el mercado donde cotizan | 17 |
| Gráfica 16 - Evolución de las SPACs admitidas a cotización en los mercados globales | 18 |
| Gráfica 17 - Evolución de las emisiones de renta fija por parte de emisores españoles | 18 |
| Gráfica 18 - Evolución del número de emisores españoles y volumen de financiación en el MARF | 19 |
| Gráfica 19 - Volumen de opciones y futuros negociados en España | 19 |
| Gráfica 20 - Volumen de certificados de inversión listados por mercado | 20 |
| Gráfica 21 - Número de ETPs cotizados por país | 20 |
| Gráfica 22 - Activos bajo gestión y número de ETFs cotizados por mercado | 21 |
| Gráfica 23 - Evolución de los activos bajo gestión y número de ETFs cotizados en España..... | 21 |
| Gráfica 24 - Distribución de los activos financieros de los hogares | 22 |
| Gráfica 24.1 - Comparativa del ahorro financiero | 22 |
| Gráfica 25 - Resumen del análisis regulatorio comparado | 24 |
| Gráfica 26 - Análisis de la dotación de las autoridades de los mercados de capitales | 27 |
| Gráfica 27 - Resumen del análisis fiscal comparado | 28 |
| Gráfica 28 - Alcance del análisis de los mercados de capitales..... | 129 |

Gráfica 29 - Mapa relacional de los agentes en el mercado de capitales en España 130

6.5 Índice de Tablas

| | |
|---|-----|
| Tabla 1 - Situación Comparada: la regulación europea de los criptoactivos antes del reglamento MiCA | 23 |
| Tabla 2 - Situación comparada: Medidas específicas adoptadas para fomentar la incorporación de las empresas a los mercados de capitales españoles | 63 |
| Tabla 3 - Situación comparada: obligación de pasar de un Sistema Multilateral de Negociación (SMN) al mercado regulado..... | 71 |
| Tabla 4 - Situación comparada: vehículos de inversión orientados a la inversión en pequeñas y medianas empresas nacionales cotizadas | 75 |
| Tabla 5 - Situación comparada: posibilidad del DCV español de ofrecer la custodia y liquidación de Eurobonos | 79 |
| Tabla 6 - Situación comparada: la operativa del préstamo de valores por las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) españolas | 82 |
| Tabla 7 - Situación comparada: fomento de la cultura de mercado | 84 |
| Tabla 8 - Situación comparada: restricciones a la inversión extranjera en empresas | 88 |
| Tabla 9 - Análisis comparado: Activos Financieros con rendimiento implícito (e.g. Certificados de Inversión cotizados, ETPs) | 93 |
| Tabla 10 - Análisis comparado: Renta Fija; Activos Financieros con rendimiento implícito y explícito | 96 |
| Tabla 11 - Análisis comparado: incentivos fiscales para No Residentes en renta variable española | 100 |
| Tabla 12 - Análisis comparado: procedimiento de devolución retenciones dividendos renta variable española | 104 |
| Tabla 13 - Análisis comparado: fiscalidad de las Instituciones de Inversión Colectiva | 106 |
| Tabla 14 - Análisis comparado: Fiscalidad de los activos digitales | 110 |
| Tabla 15 - Análisis comparado: tratamiento fiscal de compañías e inversores en PYMES cotizadas | 112 |
| Tabla 16 - Análisis comparado: incentivos fiscales sobre otros vehículos de inversión..... | 116 |
| Tabla 17 - Situación comparada: Futura regulación europea de los criptoactivos: El reglamento MiCA | 124 |
| Tabla 18 - Desglose de las fuentes de información utilizadas en el informe | 131 |

6.6 Índice de KPIs

| | |
|--|----|
| KPI 1 – Indicadores de convergencia macroeconómicos | 43 |
| KPI 2 – Tamaño medio de las empresas y productividad | 44 |
| KPI 3 – Volumen de inversión en I+D por país..... | 44 |
| KPI 4 – <i>Breakdown</i> de la financiación de las empresas..... | 45 |
| KPI 5 – Evolución de los principales índices bursátiles..... | 46 |
| KPI 6 – Evolución de la capitalización bursátil sobre el PIB | 47 |
| KPI 7 – Evolución de la capitalización bursátil nacional sobre capitalización mundial total | 47 |
| KPI 8 – Evolución de la capitalización bursátil nacional sobre capitalización de los países EMEA total | 48 |
| KPI 9 – Evolución de la proporción de empresas españolas en el EURO STOXX 50 | 48 |
| KPI 10 – Evolución de la proporción de empresas españolas en el Top 100 Global | 49 |
| KPI 11– Evolución de la proporción de empresas españolas en el índice MSCI Blue Book Developed Markets..... | 49 |
| KPI 12- Peso relativo de la capitalización bursátil española en distintos índices de referencia de renta variable..... | 50 |
| KPI 13 – Peso de la cartera de renta variable española de los Fondos y SICAVs | 50 |
| KPI 14 – Activos bajo gestión de fondos respecto PIB de inversión por país | 51 |
| KPI 15 – Evolución del número de IPOs y volumen captado en los mercados españoles y globales | 51 |
| KPI 16 – Evolución del número de empresas cotizadas en BME (Mercado continuo y BME Growth) | 52 |
| KPI 17 – Salidas a Bolsa y exclusiones del mercado continuo de BME | 53 |
| KPI 18 - Evolución del número de SICAVs en España y capitalización bursátil total..... | 53 |
| KPI 19 – Número de SOCIMIs domiciliadas en España según el mercado donde cotizan | 54 |
| KPI 20 – Evolución de las SPACs admitidas a cotización | 54 |
| KPI 21 – Evolución de las emisiones de renta fija por parte de emisores españoles | 55 |
| KPI 22 – Evolución del número de emisores españoles y volumen de financiación en el MARF.. | 55 |
| KPI 23 – Volumen de productos derivados negociados..... | 56 |
| KPI 24 – Volumen de certificados de inversión listados por mercado | 56 |
| KPI 25 – Número de ETPs cotizados por país | 57 |
| KPI 26 – Activos bajo gestión y número de ETFs cotizados por mercado | 57 |
| KPI 27 – Evolución de los activos bajo gestión y número de ETFs cotizados en España | 58 |
| KPI 28 – Desglose del ahorro financiero de las familias / inversión personal | 58 |
| KPI 29 – Análisis de la dotación de las autoridades de los mercados de capitales..... | 59 |

| | |
|---|----|
| KPI 30 – Evolución del número de operaciones y de volumen captado mediante salidas a Bolsa y otras fuentes de alternativas de financiación..... | 59 |
| KPI 31 – Inversión extranjera en empresas cotizadas vs. no cotizadas..... | 60 |
| KPI 32 – Concentración de la capitalización bursátil en el Top 5 empresas | 61 |
| KPI 33 – Distribución de la deuda pública por tipo de tenedor en países europeos..... | 61 |

6.7 Glosario y acrónimos

Glosario de términos

| Término | Definición |
|------------------------------------|---|
| BME Growth | Es el mercado para Pymes de BME. Una plataforma que permite a las pequeñas y medianas empresas en crecimiento acceder los mercados de capitales |
| Capital captado | Recursos económicos que aportan inversores a una empresa para convertirse sus propietarios o ampliar su participación en la misma. Si esta es cotizada pueden conseguirse en el proceso de salida a Bolsa y/o mediante ampliaciones de capital previas o posteriores a ese momento |
| Capitalización bursátil | Valor de mercado que obtiene una compañía cotizando sus acciones o participaciones de propiedad en mercados de valores públicos como las Bolsas |
| Depositario / clearing | Entidad responsable de liquidar las transacciones en los mercados de capitales, así como de custodiar y garantizar la seguridad de los valores involucrados. En España, dicha entidad es Iberclear |
| Dividendos | Distribución de parte de los beneficios de una empresa a sus accionistas |
| Dual listing | Situación en la que una empresa cotiza en dos Bolsas distintas simultáneamente |
| Emisores | Las empresas o entidades que emiten valores para recaudar o captar fondos. Los principales están presentes en los mercados públicos de valores como las Bolsas |
| ETC | Vehículos de inversión que replican el comportamiento de una sola materia prima |
| ETF | Fondos cuya cartera replica un índice (de renta variable, renta fija, materias primas, etc.) y cotizan en bolsa |
| ETN | Instrumento de deuda senior subordinada emitida por una entidad financiera con el objetivo de replicar la evolución de un valor o un índice subyacente. A diferencia de otros ETPs, es una nota y no posee ninguno de los valores que replica |
| ETP | Los fondos de productos cotizados son vehículos de inversión de gestión pasiva que imitan el rendimiento de una selección de activos relacionados |
| EURO STOXX 50 | Índice bursátil de la compañía Stoxx que incluye a 50 de las más negociadas y mayores empresas por capitalización bursátil de la zona euro |
| FILPE | Fondos de inversión a largo plazo europeos proporcionan financiación de carácter duradero para diferentes proyectos de infraestructuras, para empresas no cotizadas o pequeñas y medianas empresas cotizadas que emiten instrumentos de capital o de deuda para los cuales no existe un comprador o compradora fácilmente identificable |
| IBEX 35 | Índice bursátil que incluye 35 de las compañías más líquidas y de mayor tamaño que cotizan en la Bolsa española |
| IPO/OPVs | Operación mediante la cual muchas empresas inician su andadura bursátil mediante la venta de todo o parte de sus acciones a un grupo más o menos amplio de nuevos inversores |
| Mercado de capitales | Mercado financiero en el que empresas y ahorradores encuentran satisfacción a sus necesidades de financiación e inversión intercambiando dinero e instrumentos de inversión materializados en títulos-valores |
| MiCA | La regulación MiCA (<i>Market in Crypto-Assets</i>) es un marco regulatorio propuesto por la Comisión Europea que tiene como objetivo proporcionar una mayor claridad legal y seguridad para las operaciones de criptoactivos en la Unión Europea. Esta normativa abarca una amplia gama de aspectos, desde requisitos de transparencia y operaciones hasta medidas de protección del consumidor. |
| Productos de Renta fija | Instrumentos financieros emitidos por empresas o entidades para captar financiación ajena a cambio de una promesa de rentabilidad fija a corto, medio y/o largo plazo |
| Productos de Renta variable | Instrumentos financieros emitidos por empresas o entidades cuya rentabilidad está sujeta a las variaciones de los mercados. El más popular son las acciones que representan una parte de la propiedad de una empresa |
| SICAVs | Vehículos de inversión colectiva con personalidad jurídica (sociedades anónimas) con un capital mínimo de 2.400.000 euros y un número mínimo de accionistas de 100, en los que los inversores aportan su dinero para que sea gestionado de forma conjunta |
| SOCIMIs | Sociedades anónimas cotizadas cuya actividad principal es la adquisición, promoción y rehabilitación de activos de naturaleza urbana para su arrendamiento, bien directamente o bien a través de participaciones en el capital de otras SOCIMIs |
| SPACs | Compañías cotizadas creadas específicamente para recaudar capital con el objeto de adquirir una empresa ya existente y facilitar su desembarco en los mercados de valores públicos (Bolsas) |

Acrónimos

| | | | |
|------------------------|--|-----------------|---|
| AIM | <i>Alternative Investment Market</i> | LIRNR | Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes |
| AuM | Activos bajo gestión | LIRPF | Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades |
| BaFin | Autoridad Federal de Supervisión Financiera alemana | LIS | Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades |
| BME | Bolsas y Mercados Españoles | LMV | Ley del Mercado de Valores |
| CMU | <i>Capital Markets Union</i> | M&A | <i>Mergers & Acquisitions</i> |
| CNMV | Comisión Nacional del Mercado de Valores | MARF | Mercado Alternativo de Renta Fija |
| CSDR | <i>Central Securities Depositories Regulation</i> | MiCA | <i>Markets in Crypto Assets</i> (Mercados en Criptoactivos) |
| DCV | Depositario Central de Valores | MiFID II | <i>Markets in Financial Instruments Directive II</i> |
| DGT | Dirección General de Tributos | OAM | Organismo Autónomo de Mercados |
| Directiva UCITS | Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) | OECD | Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico |
| EMEA | Europa, Medio Oriente y África | OICVM | <i>Organismos de Inversión Colectiva de Valores Mobiliarios</i> |
| ESMA | <i>European Securities and Markets Authority</i> | PBC-FT | Prevención de Blanqueo de Capitales y Financiación del Terrorismo |
| ETC | Exchange Traded Commodities | PIB | Producto Interno Bruto |
| ETF | Exchange Traded Funds | PIR | <i>Piani Individuali di Risparmio</i> |
| ETN | Exchange Traded Notes | PYMES | Pequeñas y medianas empresas |
| ETP | Exchange traded Products | RIRPF | Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo, por el que |
| FCPI | <i>Fonds Communs de Placement dans l'Innovation</i> | RIS | Real Decreto 634/2015, de 10 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades |
| FIAs | <i>Fondos de Inversión Alternativos</i> | SICAV | Sociedades de Inversión de Capital Variable |
| FIL | Fondo de Inversión Libre | SMN | Sistema Multilateral de Negociación |
| FILPE | Fondos de Inversión a Largo Plazo Europeos | SOCIMI | Sociedades Anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario |
| FIP | <i>Fonds d'Investissement de Proximité</i> | SPAC | <i>Special Purpose Acquisition Companies</i> |
| I+D | Innovación y desarrollo | T2S | <i>TARGET2-Securities</i> |
| ICSD | <i>International Central Securities DEpoDepositories</i> | TS | Tribunal Supremo |
| IIC | Instituciones de Inversión Colectiva | UE | Unión Europea |
| IPO / OPV | <i>Initial Public Offering</i> (Oferta Pública de Venta) | UCITS | <i>Undertakings for Collective Investment in Transferable</i> |
| IRNR | Impuesto sobre la Renta de No Residentes | WFE | <i>World Federation of Exchanges</i> (Federación Mundial de Bolsas) |



BME

Bolsas y Mercados Españoles

Plaza de la Lealtad, 1

Palacio de la Bolsa

28014 Madrid

www.bolsasymercados.es