Informe sobre OPVs en Europa en 2020

Recomendaciones para mejorar las condiciones de los mercados europeos de OPV

Índice

Prefacio 3

Resumen ejecutivo 5

Resumen de recomendaciones 7

Introducción 10

1. Mejorar los ecosistemas de OPVs para las empresas e inversores creando un entorno regulatorio más flexible para las empresas cotizadas de pequeña y mediana capitalización 16
2. Promover la participación de los inversores en los mercados de OPV 26
3. Crear una cultura de inversión en renta variable en Europa 31
4. Mejorar los incentivos fiscales para la inversión en OPVs y la renta variable en general 33
5. Elaborar un marco reglamentario que favorezca la innovación tecnológica y pueda hacer frente a los posibles ajustes regulatorios 36
6. Importancia vital de los mercados de capitales para respaldar la transición a una economía sostenible 38
7. Información sobre el Grupo Europeo de Trabajo sobre OPVs 41
8. Visión general y evaluación de las recomendaciones proporcionadas por el Grupo Europeo de Trabajo sobre OPVs en 2015 44
9. Notas finales 54

Descargo de responsabilidad

El Informe sobre OPVs en Europa en 2020 está destinado únicamente a la información general.

Prefacio

En mi calidad de presidenta del Grupo Europeo de Trabajo sobre OPVs, quisiera dar las gracias a los coorganizadores Accountancy Europe, CFA Institute, Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD) y Federación de Bolsas de Valores Europeas (FESE), así como a los participantes del grupo de trabajo, que contribuyeron a la elaboración de un informe bien estructurado en el que se formulan importantes recomendaciones.

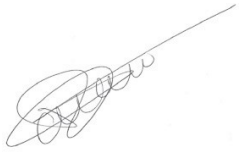
La nueva Comisión Europea se ha constituido y ha establecido un ambicioso programa de trabajo. Cuando se trata de apoyar la economía, las medidas de políticas para hacer frente a la disminución del número de ofertas públicas de venta (OPVs) en los mercados europeos deben ser de las máximas prioridades.

Este informe expone las cuestiones que están en juego, presenta recomendaciones de políticas para invertir la tendencia y se dirige a los responsables políticos, los organismos reguladores y los participantes en el mercado a nivel europeo y nacional. En concreto, ofrece aportaciones a la estrategia de la Comisión Europea sobre la financiación del mercado de capitales de las pequeñas y medianas empresas, especialmente la iniciativa de fondos públicos y privados para apoyar las OPVs.

El número de OPVs en los mercados europeos ha ido disminuyendo durante más de 20 años, con consecuencias para la sociedad. Los mercados que tienen una mayor participación en la financiación de renta variable están mejor equipados para hacer frente a las crisis económicas, crear puestos de trabajo, permitir a los inversores participar en la creación de valor de las empresas de rápido crecimiento y asignar más fondos a una economía sostenible. Por consiguiente, la economía europea debería depender menos de la financiación bancaria. Además, el entorno actual, en el que menos empresas deciden cotizar en los mercados públicos, da lugar a una menor transparencia, ya que las empresas privadas no están sujetas a los mismos requisitos de reportes.

En este informe se ofrece un panorama general de los problemas a los que se enfrentan las empresas, los inversores, las Bolsas y otras entidades participantes en el mercado al tratar de promover el acceso de las empresas a la financiación del mercado de capitales y se sugieren medidas para hacer frente a esos problemas.

Esperamos seguir trabajando en estos aspectos y estamos preparados para proporcionar asesoramiento sobre cómo mejorar las condiciones en los mercados europeos de OPVs.



Caroline Nagtegaal, Miembro del Parlamento Europeo (VVD/ Renew Europe) y presidenta del Grupo Europeo de Trabajo sobre OPVs

Resumen ejecutivo

Una oferta pública de venta (OPV) es el proceso por el cual una empresa ofrece sus acciones al público junto con una cotización de sus acciones para su cotización en una Bolsa de valores oficial. Después de la OPV, los inversores pueden comprar y vender acciones de la empresa en el mercado.

En este informe, el Grupo Europeo de Trabajo sobre OPVs plantea una serie de recomendaciones para mejorar las condiciones de los mercados europeos de OPVs. Estas recomendaciones deberían servir de inspiración a la Comisión Europea para desarrollar sus nuevas estrategias para las pymes y para la Unión de Mercados de Capitales (CMU).

El Grupo Europeo de Trabajo sobre OPVs se estableció por primera vez en 2014 con el fin concienciar de los principales obstáculos para la eficiencia de los mercados de OPVs y formular recomendaciones sobre las áreas que requieren medidas. El trabajo realizado resultó en la publicación de un informe en 2015, disponible en el sitio web de la FESE.

Seis meses después, la Comisión Europea puso en marcha el Plan de Acción de la Unión de Mercados de Capitales con el objetivo de fortalecer las inversiones a largo plazo mediante la creación de mercados de capitales más fuertes que «proporcionarían nuevas fuentes de financiación para las empresas, ayudarían a aumentar las opciones de los ahorradores y harían que la economía fuera más resiliente». El Plan de Acción contenía varias medidas para aumentar el acceso de las empresas europeas a los mercados de capitales públicos. Sin embargo, desde entonces, el número de empresas cotizadas ha disminuido en 600 y en 2018 se realizaron 50 OPVs menos que en 2015.[1] Una clara indicación de que los mercados europeos de OPVs siguen enfrentándose a varios obstáculos y de que se necesitan esfuerzos concertados tanto de los actores políticos como de la industria para invertir la tendencia negativa de los mercados europeos de OPVs.

En 2019 se volvió a poner en marcha el Grupo Europeo de Trabajo sobre OPVs para evaluar los recientes desarrollos del mercado de OPVs y revaluar las recomendaciones formuladas por el Grupo de Trabajo en 2015. El Grupo Europeo de Trabajo sobre OPVs está integrado por representantes de empresas y expertos independientes de los principales segmentos del sector financiero que intervienen en la admisión de empresas a cotización en Bolsa (véase la lista completa de entidades participantes y observadores en el capítulo 7).

En 2019, el Grupo de Trabajo se reunió en tres ocasiones y los debates celebrados dieron lugar al presente informe, en el que se proponen varias recomendaciones para mejorar los mercados europeos de OPVs.

En primer lugar, el informe se centra en cómo se puede mejorar el ecosistema de OPVs, incluida la forma de garantizar la igualdad de condiciones entre los requisitos aplicables a las empresas cotizadas y no cotizadas, que los requisitos para las empresas pequeñas sean proporcionales, que se disponga de análisis y que las medidas, como el fondo público-privado europeo, estén dirigidas a apoyar la cotización en Bolsa, tanto en los mercados principales como en los pequeños.

El informe continúa con una serie de recomendaciones para promover la participación de los inversores en los mercados de OPVs, entre ellas: garantizar el fomento del ahorro para la jubilación a través de inversiones de renta variable, tanto de inversores minoristas como institucionales, fomentar el diálogo entre las empresas y sus accionistas, y garantizar que la información sobre la empresa sea de fácil acceso.

A continuación, se consideran opciones para mejorar la cultura de inversión en renta variable de Europa a través de la educación financiera de inversores, empresas y asesores.

Estas recomendaciones deberían servir de inspiración a la Comisión Europea para desarrollar su nueva estrategia para PYMEs y las iniciativas de la Unión de Mercados de Capitales (CMU).

Otra consideración importante es la de los incentivos fiscales y la necesidad de eliminar el sesgo fiscal en favor de la deuda para fomentar las inversiones en renta variable. El Grupo de Trabajo propone medidas dirigidas a los Estados miembros y en las que la Comisión Europea desempeña un papel de concienciación. El capítulo concluye haciendo hincapié en la necesidad de no adoptar medidas que desalienten las inversiones en renta variable.

Los desarrollos tecnológicos forman parte integral de los mercados financieros y se examina la forma en que este hecho puede apoyar las oportunidades y desafíos en los mercados de OPVs. El Grupo de Trabajo recomienda aprovechar las tecnologías para, por ejemplo, mejorar el intercambio de información, la conectividad y la participación, garantizando al mismo tiempo el cumplimiento del principio «mismo negocio, mismas reglas».

El último capítulo describe el papel fundamental que desempeñan los mercados de renta variable en la transición hacia una economía sostenible.

La evolución reciente del mercado muestra el rápido aumento del interés por las inversiones sostenibles. Los datos empíricos muestran cómo los mercados de renta variable facilitan la transición a medida que los recursos se reasignan a usos más eficaces en materia de emisiones de carbono, lo que demuestra que la promoción de CMU y las finanzas sostenibles son proyectos que se refuerzan mutuamente.

Cabe señalar que, si bien los resultados del proceso del Brexit afectarán sin duda alguna a los mercados europeos de OPVs, actualmente hay poca claridad al respecto, por lo que en el presente informe no se considerarán los posibles efectos.

Los mercados de OPVs que funcionan bien respaldan la financiación de las empresas, promueven el empleo, ofrecen a los ciudadanos oportunidades de inversión eficientes para sus necesidades de jubilación y garantizan que los recursos se asignen a su uso más productivo, incluida la transición a una economía sostenible.

Por consiguiente, el Grupo Europeo de Trabajo sobre OPVs consideró necesario reunirse de nuevo para instar a los actores políticos y a las partes interesadas a adoptar medidas para reactivar los mercados europeos de OPVs. Este informe ofrece un panorama general de las cuestiones que se plantean y presenta recomendaciones sobre la manera de abordarlas.

Resumen de recomendaciones

1. Mejorar los ecosistemas de la OPV para las empresas e inversores creando un entorno regulatorio más flexible para las empresas cotizadas de pequeña y mediana capitalización

Recomendaciones	Actores principales
Adoptar requisitos proporcionales para las empresas más pequeñas	
Establecer igualdad de condiciones en los requisitos aplicables a las empresas no cotizadas y cotizadas, así como un nivel adecuado de protección para los inversores que incluya un mecanismo europeo de compensación colectiva.	Comisión Europea
Debatir la regulación financiera de la UE siguiendo una mentalidad de «trabajar primero a pequeña escala» para evitar un marco de «talla única», por ejemplo, los requisitos de las regulaciones de abuso de mercado y folleto deberían simplificarse para disminuir los costes administrativos de lanzar una OPV, garantizando al mismo tiempo que la información pertinente se divulgue de manera fiable y proporcionada.	Comisión Europea
Llevar a cabo de forma continuada evaluaciones de impacto específicas que examinen el efecto de las propuestas legislativas en las empresas cotizadas más pequeñas a lo largo del proceso legislativo.	Comisión Europea, Parlamento Europeo, Consejo
Promover los mercados de crecimiento para pymes	
Elevar el umbral de capitalización de mercado para que las empresas puedan optar a la condición de mercados de crecimiento de pymes a los 1000 millones de euros.	Comisión Europea
Permitir que segmentos especiales de los mercados secundarios oficiales se beneficien de la condición de mercados de crecimiento de pymes y simplificar el acceso tanto a los mercados de crecimiento de pymes como a los mercados secundarios oficiales.	Comisión Europea
Promover la realización de estudios sobre la renta variable de las pymes	
Abordar los efectos no deseados que MiFID II podría haber tenido en la calidad y cantidad de estudios sobre la renta variable para las pymes.	Comisión Europea
Mejorar el acceso a estudios sobre la renta variable de las pymes mediante las siguientes acciones:	
• Lanzamiento de un programa paneuropeo para cubrir los costes de la elaboración de estudios.	Comisión Europea
• Establecimiento de plataformas de fácil uso para que los analistas compartan sus informes.	Industria
• Modificación las normas de separación para permitir a los *brokers* enviar informes de análisis sobre pymes a los gestores de fondos.	Comisión Europea
Adaptar la regulación y las medidas políticas para promover la cotización en Bolsa	
Impulsar la propuesta de la Comisión Europea de un fondo público privado para OPVs que proporcione capital a las empresas y que pueda apoyar el análisis sobre la renta variable, proporcionar préstamos reembolsables y estimular la liquidez del mercado secundario.	Comisión Europea
Simplificar en mayor medida los requisitos de divulgación de las ofertas públicas secundarias en el Reglamento de Folleto.	Comisión Europea
Permitir que los propios operadores del mercado determinen el *tick size* de los incrementos de precio para las acciones de las pymes.	Comisión Europea
Revisar los acuerdos de liquidación de las acciones no líquidas según CSDR.	Comisión Europea
Prestar apoyo específico a los mercados más pequeños	
Proporcionar asistencia específica y requisitos proporcionales para que los mercados más pequeños alcancen su pleno potencial.	Comisión Europea, Estados miembros
Adoptar medidas para el desarrollo de mercados más pequeños: • Realización de una evaluación del impacto de los expedientes legislativos • Prestación de asistencia técnica para apoyar la transposición de leyes de la Unión Europea al ordenamiento nacional. • Extensión de los períodos para la transición y la aplicación de iniciativas legislativas.	Comisión Europea
Cuando corresponda, a efectos del índice, se debe considerar un planteamiento regional en lugar de clasificar los países por separado.	Industria

2. Promover la participación de los inversores en los mercados de OPVs

Recomendaciones	Actores principales
Canalizar los ahorros minoristas hacia los mercados de capitales e inversiones de renta variable y apoyar a los inversores minoristas para que destinen recursos para sus ahorros de jubilación.	Comisión Europea, Estados miembros Industria
Reconsiderar los requisitos y las prácticas de supervisión que impiden que los fondos de pensiones inviertan en renta variable o en empresas que cotizan en los mercados de crecimiento para pymes	Comisión Europea, autoridades de supervisión
Incorporar una definición de «inversores de alto patrimonio con experiencia y conocimientos» para que tengan normas de protección al inversor a medida.	Comisión Europea
Reducir los costes de renta variable en el marco de Solvencia II para eliminar un sesgo importante contra la inversión de renta variable y garantizar que los inversores institucionales puedan invertir en renta variable.	Comisión Europea
Fomentar un mejor diálogo entre las empresas europeas y sus inversores durante el proceso de OPV y la cotización en Bolsa. Se debe fomentar el uso de medios digitales a tal efecto.	Industria
Modificar la regulación para apoyar a las empresas en la organización y celebración de juntas generales anuales híbridas de accionistas.	Comisión Europea, industria
Supervisar la aplicación de SRD II para garantizar que se respetan las intenciones del colegislador.	Comisión Europea
Eliminar los obstáculos entre los emisores y los propietarios legales de las acciones. Incluir una exención general en el reglamento y la regulación en relación con la «actuación concertada» si los propietarios legales de las acciones se implican en las empresas europeas durante el proceso de oferta pública de venta y la cotización en Bolsa.	Comisión Europea
Acelerar el proyecto Punto de Acceso Electrónico Europeo en el marco de la directiva de transparencia para promover el acceso a los reportes de las empresas en la UE.	Comisión Europea

3. Crear una cultura de inversión en renta variable en Europa

Recomendaciones	Actores principales
Lanzar campañas públicas para respaldar la educación financiera de las empresas sobre la financiación e inversión en los mercados de capitales.	Industria, Estados miembros, Comisión Europea, ESMA
Promover la educación financiera de los inversores mediante programas de educación incluidos en los planes educativos nacionales.	Estados miembros
Promover la formación de los asesores financieros.	Industria

4. Mejorar los incentivos fiscales para la inversión en OPVs y la renta variable en general

Recomendaciones	Actores principales
Eliminar la discriminación fiscal de la renta variable en comparación con la deuda y adoptar medidas para favorecer, en su lugar, las inversiones en renta variable.	Estados miembros
Revisar los incentivos fiscales y reducir o eliminar los costes fiscales que puedan producirse en la etapa de OPV para empleados, directivos y propietarios.	Estados miembros
Proporcionar incentivos fiscales para fomentar la inversión en las pymes en crecimiento y simplificar los marcos para las opciones de opciones de acciones para empleados.	Estados miembros
Compartir las mejores prácticas entre los Estados miembros para promover las inversiones de renta variable.	Comisión Europea
Crear un marco robusto de la UE para la retención de impuestos.	Comisión Europea
Llevar a cabo un estudio sobre los incentivos fiscales para las pymes, en concreto cuando buscan financiación de deuda o de renta variable.	Comisión Europea
Establecer un plan paneuropeo de remisión y mediación de créditos en caso de rechazo de una solicitud de préstamo bancario de una pyme.	Comisión Europea
Evaluar las medidas de ayuda estatales, ya que la armonización de incentivos puede contribuir al incremento del ahorro transfronterizo.	Comisión Europea
Evitar la adopción de políticas fiscales que desanimen a los inversores a invertir en los mercados de capitales, como el impuesto sobre transacciones financieras.	Comisión Europea, Estados miembros

5. Elaborar un marco reglamentario que favorezca la innovación tecnológica y pueda hacer frente a los posibles ajustes regulatorios

Recomendaciones	Actores principales
Salvaguardar la igualdad de condiciones entre las actividades de obtención de capital mediante nuevas tecnologías aplicando el principio «mismo negocio, mismas reglas»	Comisión Europea
Aclarar la aplicación de la regulación financiera existente a los activos virtuales.	Comisión Europea

6. Importancia vital de los mercados de capitales para respaldar la transición a una economía sostenible

Recomendaciones	Actores principales
Desarrollar una visión financiera sostenible a largo plazo que sea proporcional al tamaño de la empresa y garantice la igualdad de condiciones entre los mercados públicos y privados.	Comisión Europea
Incentivar a los agentes del mercado hacia una orientación a largo plazo mediante las siguientes acciones: • Garantizar la proporcionalidad de los requisitos de reportes no financieros, especialmente para las empresas en fase de crecimiento. • Revaluar los factores necesarios para incentivar a las entidades participantes del mercado a evaluar riesgos a más largo plazo. • Reportes coherentes, comparables y sustanciales sobre información no financiera por parte de los emisores.	Comisión Europea
Garantizar la coordinación de las diferentes legislaciones, por ejemplo, los requisitos de reportes con las disposiciones de taxonomía y otras regulaciones.	Comisión Europea

Introducción

La importancia del buen funcionamiento de los mercados de renta variable

Para la sociedad, entre las ventajas del buen funcionamiento de los mercados de capitales se incluyen un mayor crecimiento económico, una mayor distribución de la riqueza, innovación y una economía más robusta ante las crisis. Existe una estrecha relación entre el desarrollo del mercado de capitales y los resultados y el crecimiento económicos. Considerando únicamente los mercados públicos, se estima que la relación es de 1 a 1, es decir, se estima que un mercado público que crece un tercio eleva el crecimiento económico real en un tercio.[2]

La economía europea depende en gran medida de la financiación bancaria, pero la última crisis financiera demuestra que es esencial fortalecer el capital de renta variable del sector empresarial en Europa para crear un sector privado resiliente, capaz de adaptarse con rapidez y flexibilidad a las turbulencias económicas y a los nuevos desafíos que el cambio climático y la transformación digital conllevan. El capital de renta variable tiene por naturaleza una mayor aceptación del riesgo que cualquier otro medio de financiación y esa aceptación es un requisito previo para construir una economía más innovadora en Europa.

Los mercados públicos abren la puerta a la mayor reserva de capital de renta variable y acceder a ella ofrece a las empresas oportunidades casi ilimitadas de explotar plenamente su potencial de crecimiento. Además, los mercados públicos tienen otros beneficios importantes para que las empresas lleven a cabo las siguientes acciones:

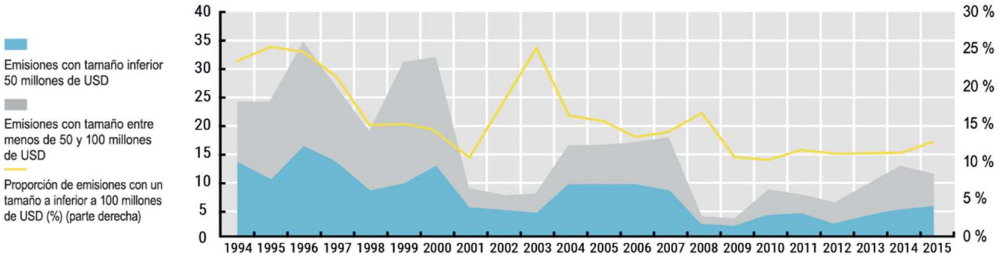
- *Financiar un crecimiento sostenible a largo plazo, preservando al mismo tiempo la independencia de la empresa y permitiendo que los propietarios originales decidan si desean mantener o transmitir el control y cuándo hacerlo.*
- *Diversificar la base de inversores.*
- *Reducir los costes generales de financiación, ya que las entidades cotizadas también suelen tener menores costes de endeudamiento.*
- *Motivar al personal, promover el compromiso y aumentar la capacidad de las empresas para atraer a jóvenes talentos (por ejemplo, mediante planes de opciones de acciones para empleados).*
- *Mejorar el perfil y la reputación de la empresa porque la cotización en un mercado regulado o en el mercado de crecimiento para pymes (pequeñas y medianas empresas) es, efectivamente, una marca de calidad que demuestra que una empresa ha alcanzado un nivel reconocido de gobernanza y transparencia.*

Los mercados públicos tienen un papel fundamental en la creación de riqueza para la sociedad. Una mayor dependencia de la financiación a través de renta variable permite que el círculo más amplio de particulares, es decir, los ciudadanos de la Unión Europea, participen y se beneficien del crecimiento del sector empresarial europeo directa o indirectamente a través de los planes de inversión colectiva, como los fondos de pensiones o los fondos de inversión. Facilitar la participación de las empresas más pequeñas y de rápido crecimiento en los mercados públicos aceleraría la creación de riqueza.

Los datos de EE. UU. muestran que las empresas cotizadas emplean alrededor de un tercio de la población y representan el 40 % del PIB.[3] Las ofertas públicas de venta (OPVs) permiten a las empresas financiar su expansión, con lo que se apoya la creación de empleo. Los datos del mercado de EE. UU. (IHS Global Insight) muestran que el 92 % del crecimiento del empleo se produce después de la OPV de una empresa.[4] En Europa, se observa que el número de empleados crece una media de un 6 % en los tres años siguientes a una OPV.[5] En concreto, las empresas que salieron a Bolsa entre 1998 y 2011 en España (tanto en el mercado principal como en el mercado alternativo bursátil) aumentaron sus índices de empleo en un 13,8 % durante el primer año de cotización en Bolsa, lo que se tradujo en un incremento del 309,5 % en el número de puestos de trabajo durante la primera década (pasando de 31 558 a 97 683 empleados).[6] De manera similar, como resultado de las cotizaciones en Nasdaq First North Growth Market entre 2006 y 2012, el número de empleados aumentó una media anual del 36,5 % después de su OPV, en comparación con el 1,5 % de las empresas no cotizadas en el mercado sueco.[7]

La UE ha observado recientemente que la sostenibilidad y la transición a una economía más segura, sin emisiones de carbono y climáticamente resiliente contribuirán a la competitividad a largo plazo de la economía europea. Si bien existe un apoyo abrumador para el cambio, se precisarán altos niveles de inversión, de los que una gran parte tendrá que ser realizada por el sector privado y, más específicamente, por las empresas. Los mercados de renta variable y los mecanismos de OPV eficientes serán de suma importancia para el éxito de un proceso de transformación tan profundo. Según las estimaciones de New Financial: «Podrían emplearse 16 billones de euros adicionales en capital a largo plazo en la economía de la UE27, más del doble de los niveles actuales, con lo que el valor medio del capital a largo plazo por hogar pasaría de los 58 000 euros actuales a 143 000 euros».[8] Sobre la base de estos beneficios, la promoción de un mercado eficiente de OPVs debería ser el núcleo de la plataforma política de la UE.

Disminución de las OPVs de pequeñas empresas en economías avanzadas



Fuente: OECD, 2016, «OECD Business and Finance Outlook» (Perspectiva empresarial y financiera de la OECD)

Vínculo estático: http://dx.doi.org/10.1787/888933362512

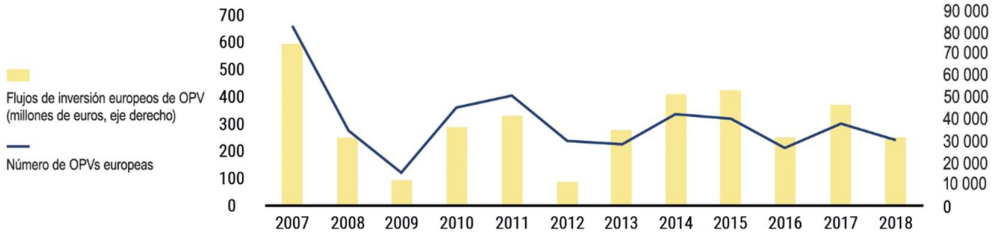
La prolongada tendencia a la disminución de OPVs en los mercados

Las OPVs en todo el mundo se han enfrentado a un declive estructural en los últimos 20 años, tanto por el número de operaciones corporativas y por los volúmenes obtenidos como por la capitalización del mercado. Por ejemplo, el número de OPV anuales en Europa disminuyó de 380 al año entre 1997 y 2007 a 220 al año entre 2008 y 2018.[9] La misma tendencia también se está produciendo en los mercados de EE. UU. (de 300 a 150 OPVs al año[10]). Un aspecto preocupante de esta tendencia es la fuerte disminución de las ofertas públicas de venta de empresas en fase de crecimiento. Entre 1994 y 2000 las OPVs más pequeñas (obtuvieron menos de 100 millones) representaron el 19 % de toda la financiación, mientras que en 2015 fue solo el 13 %.[11]

Como señaló el Grupo Europeo de Trabajo sobre OPVs ya en 2015, la reducción del número de OPVs se debe a que las empresas pequeñas deciden no entrar en el mercado. Aunque los mercados de OPVs siguen funcionando bien para las empresas grandes, cada vez son menos atractivos para las empresas pequeñas[12]. Las empresas más pequeñas y jóvenes tienen un mayor potencial de crecimiento que las empresas más grandes, lo que significa que los inversores europeos (e, indirectamente, el público en general) pierden la oportunidad de invertir en el crecimiento de estas empresas, lo que tiene un efecto adverso en la riqueza creada para la sociedad.

También cabe señalar que la tendencia es global. Datos de Estados Unidos muestran que el número de pequeñas empresas cotizadas ha disminuido en todas las industrias[13], las empresas que cotizan en Bolsa son en mayor medida no rentables[A] y es más probable que hayan sido adquiridas por una empresa más grande en los tres años posteriores a la OPV.[14] Las empresas cotizadas también son cada vez más grandes y antiguas.[15] Estas tendencias no implican que las Bolsas de valores desempeñen un papel cada vez menos importante en la financiación de la economía. Las OPVs solo representan una fracción de la financiación total en los mercados públicos de renta variable: las acciones *follow-on* (emisión de nuevas acciones por parte de empresas ya cotizadas) representan entre el 70 y el 80 % del capital generado en nuestros mercados y han crecido de forma constante en los últimos años.

Evolución de los mercados europeos de OPV entre 2007-2018



Fuente: FESE y WFE

[A] Un cambio del 58 % no rentable entre 1980-2000 al 73 % entre 2001 y 2011

¿Por qué sucede esto?

El menor peso de la financiación externa de renta variable en el balance de las empresas y la disminución del número de OPVs se debe a una combinación de factores:

- Falta de liquidez: pocos inversores institucionales están dispuestos o son capaces de invertir en empresas pequeñas en los mercados bursátiles. Los inversores minoristas están bloqueados (por la regulación y los intermediarios) para invertir en emisores pequeños.
- Regulaciones que no incentivan: aumento de la carga administrativa y financiera vinculada a la cotización en Bolsa y la oferta pública.
- Cada vez más las empresas tienden a crecer a través de fusiones y adquisiciones.
- Requisitos regulatorios de volumen de negociación mínimo para los fondos de inversión pública, que limitan su posibilidad de invertir en acciones de pequeña capitalización y microcapitalización.
- Requisitos de documentación para los gestores de fondos públicos, que les impiden realizar inversiones de pequeña capitalización o microcapitalización.
- Regulación que restringe fuertemente la posibilidad de que los inversores minoristas obtengan análisis o un asesoramiento activo sobre inversiones en una única acción.
- Menor número de análisis gratuito sobre empresas de pequeña capitalización y microcapitalización debido a la nueva estructura de la industria establecida en MiFID II que provoca que las empresas de pequeña capitalización y microcapitalización paguen cada vez más por los análisis o el acceso corporativo, ya que, de lo contrario, los gestores de fondos no reciben información sobre ellas.
- Disminución del número de gestores de fondos activos debido a MiFID II y la gran presión que ha ejercido sobre la consolidación en la industria de la gestión de fondos.
- Inseguridad sobre el éxito del proceso de la OPV, debido a los factores mencionados y, en concreto, a la disminución de los gestores de fondos activos, lo que genera preocupación por los altos costes con un beneficio incierto de una obtención de capital.
- Falta de una cultura de inversión en renta variable, que hace que los fundadores de las empresas sean reacios a abrir la estructura accionarial y a involucrar a inversores externos.
- Creciente disponibilidad de fuentes de financiación alternativas, especialmente la presencia más activa de empresas globales en el mercado de adquisiciones, ya que esto genera un menor interés en cotizar.
- Los cambios debidos al impacto regulatorio en el ecosistema que tradicionalmente atiende a los candidatos de OPV, especialmente el equipo de ventas activo de los intermediarios (los *brokers*).
- Las empresas no cotizan en Bolsa debido al escrutinio, a veces excesivo e injustificado, que las sitúa en una situación de desventaja competitiva frente a las empresas no cotizadas.
- El nivel de valoración generalmente bajo (y más bajo en comparación con Estados Unidos) de los mercados de renta variable europeos debido a todos los factores negativos relevantes mencionados en este informe.
- El nivel históricamente bajo de los tipos de interés durante el período más largo de la historia, junto con el tratamiento fiscal favorable de la deuda, son factores que contribuyen a la disminución de las OPVs, ya que facilita a las empresas la obtención de préstamos o la atracción de mentores inversores de los gestores de renta variable privada.

El impacto regulatorio adverso que desincentiva a las empresas a cotizar en Bolsa es una consideración importante

Las recientes iniciativas de regulación financiera, especialmente las emprendidas a raíz de la crisis de 2008, han tenido el efecto siguiente:

- Creación de una regulación de «talla única» para las empresas y los mercados
- Aumento de costes para todas las empresas que quieren salir a Bolsa. Como la mayoría de los costes son fijos, independientemente del tamaño de la emisión, se redujo la oferta de las empresas de pequeña y mediana capitalización, en especial debido a:
  - > *La desincentivación de la inversión en empresas pequeñas y en renta variable en general*
  - > *El cambio a la inversión pasiva con la disminución de los riesgos asumidos por los inversores mediante el uso de índices de seguimiento en lugar de utilizar fondos de inversión activos*
  - > *El desplazamiento de la economía de negociación de acciones de la inversión a largo plazo hacia una mayor negociación de acciones de empresas grandes, por lo que el proceso de OPV resulta poco atractivo para las empresas pequeñas*
  - > *La erosión de los ecosistemas locales de brokers, analistas y asesores pequeños que atienden las necesidades de las empresas e inversores pequeños. Este es el caso, por ejemplo, de MiFID, I y II, y MAR, ya que ambos han favorecido los valores de primera clase, mientras que existen evidencias que sugieren la aparición de consecuencias imprevistas para los pequeños brokers y los mercados de pymes, ya que la liquidez se ha reducido significativamente y las valoraciones de las empresas han caído.*

Costes de comenzar a cotizar y de estar cotizado

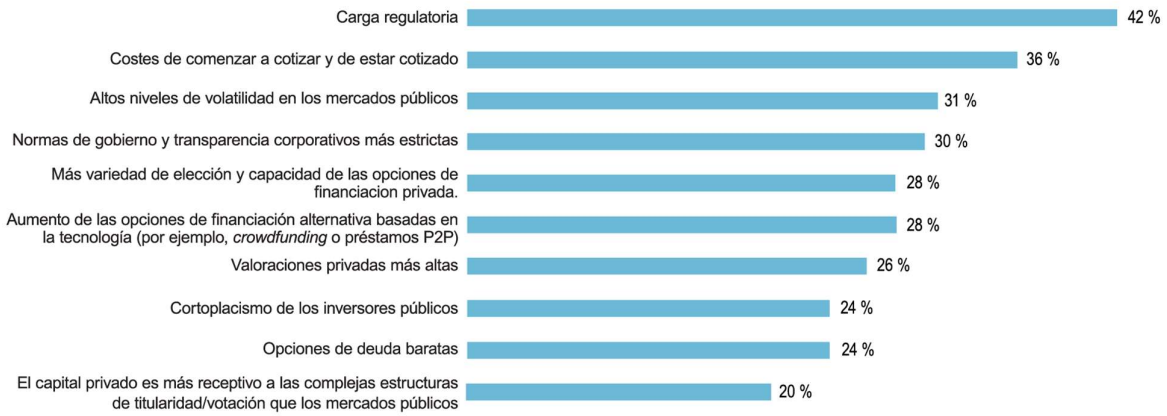
Como se muestra en el gráfico, el 36 % de los directivos indican el coste de comenzar a cotizar y de estar cotizado como una causa de la disminución de la popularidad de los mercados de renta variable. Las empresas miden los costes tanto en términos absolutos como en relación con las alternativas disponibles. El coste fijo de comenzar a cotizar incluye: honorarios bancarios, honorarios legales, asesores registrados, honorarios de auditoría, coste del folleto y material y cánones del mercado.

El coste global varía considerablemente según las empresas y los países, y depende en gran medida de la complejidad de una empresa y de la cantidad de capital que se propone obtener como parte de la OPV. La FESE ha estimado que los costes son aproximadamente:

- *Del 10 al 15 % de la cantidad obtenida de una oferta inicial de menos de 6 millones de euros.*
- *Del 6 al 10 % de menos de 50 millones de euros*
- *Del 5 al 8 % de entre 50 y 100 millones de euros*
- *Del 3 al 7,5 % de más de 100 millones de euros*

Los costes recurrentes de cotización incluyen los gastos de los asesores registrados, los servicios de *brokerage*, los cánones de cotización del mercado y, a veces, los proveedores de análisis independientes. Las empresas también tienen en cuenta los costes en términos de la complejidad del proceso, el tiempo que requiere del equipo directivo y los riesgos que conlleva el proceso.[16] Se ha destacado que los mayores costes están, en su mayoría, ocultos, incluido el coste del cumplimiento normativo. Sin embargo, el coste de cotización debe compararse con los beneficios, incluida la exposición y la posibilidad de obtener grandes cantidades de financiación mediante una emisión secundaria, en la que el coste marginal de la obtención de capital es bajo. Además, la falta de conocimiento de los beneficios de la cotización en Bolsa puede sesgar el análisis de costes-beneficios de las empresas al considerar la posibilidad de comenzar a cotizar.

¿Qué puede provocar que disminuya la popularidad de los mercados de renta variable pública?



PwC, 2019, The Economist Intelligence Unit, «Capital markets in 2030: The future of equity capital markets» (Mercados de capital en 2030: el futuro de los mercados de capital de renta variable).

La erosión de los ecosistemas de OPV

Las OPVs dependen de un complejo y delicado ecosistema de actores importantes: mercados, *brokers*, bancos, asesores, analistas, auditores, abogados, etc., que deben unirse para servir a las empresas y los hogares de diferentes maneras para beneficiar a la economía mediante la financiación del ahorro y la gestión de riesgos. Tradicionalmente, se incentivaba a los diversos actores que conforman el ecosistema de *brokers*, analistas y asesores que atienden las necesidades de las empresas e inversores pequeños para que invirtieran tiempo y recursos en la creación de la demanda de OPVs pequeñas.

Tiempo atrás, los márgenes de la negociación de las pymes eran significativamente más altos, dejando un margen de ganancia para los *brokers*. Con *tick sizes* más bajos, el margen actual de beneficios para el *broker* es menor. Lamentablemente, estos servicios están desapareciendo, lo que tiene consecuencias en el número de OPVs en Europa. Al mismo tiempo, en los mercados públicos, los inversores han pasado de las acciones a otras categorías de activos y la inversión en acciones ha pasado a ser cada vez más grande, y de inversiones activas a pasivas.

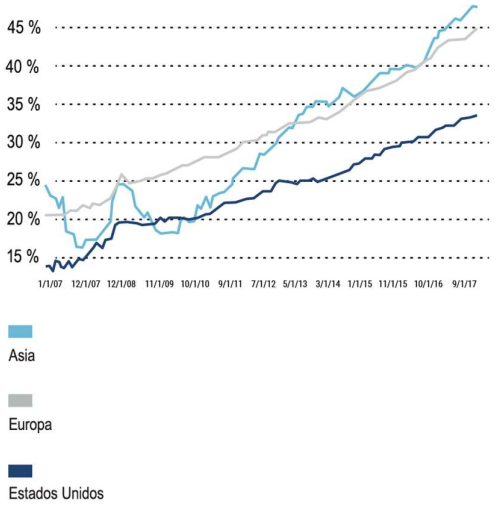
Aspectos impositivos

Las empresas miden el coste de la financiación de renta variable también en términos del tratamiento fiscal que reciben. El sesgo de la deuda-capital presente en la mayoría de los Estados miembros de la UE se basa en el hecho de que los pagos de intereses de la deuda están sujetos a desgravación fiscal, mientras que la renta variable suele estar sujeta a impuestos adicionales. Esto desincentiva a las empresas a elegir la renta variable como fuente de financiación y, en su lugar, optan por niveles más altos de deuda; estas tendencias se refuerzan en la actual circunstancia de niveles inusitadamente bajos de los tipos de interés. Desde la perspectiva del inversor (minorista), también la falta de un marco europeo sobre la retención de dividendos para las inversiones transfronterizas es una cuestión pendiente.

La creciente disponibilidad de fuentes de financiación alternativas

El 14 % de los activos mundiales se colocan ahora en los mercados privados, mientras que hace unas décadas esas inversiones se encontraban comparativamente en un nivel muy bajo.[17] Los mercados privados han crecido sustancialmente en escala y accesibilidad, y ahora compiten mucho más intensamente con el mercado público. Los activos bajo gestión de los mercados privados mundiales se multiplicaron por más de cuatro entre 2000 y mediados de 2016 hasta alcanzar los 2,5 billones de dólares[18], un máximo histórico. Aunque se trata de un aumento reducido en relación con los 36 billones de dólares de capitalización de mercado del índice de renta variable pública de MSCI All-Country World, los mercados privados han crecido 2,5 veces más rápido durante este período. Un avance importante ha sido la capacidad de las empresas de recaudar privadamente cantidades de capital que antes no habrían sido posibles fuera de los mercados públicos. La posibilidad de recaudar esas enormes cantidades de forma privada retrasa una posible necesidad de una cotización pública.

Porcentaje de activos en fondos pasivos de renta variable



Fuente: Flujos de activos directos de Morningstar

Al mismo tiempo, la capacidad de generación de efectivo de las empresas grandes ha aumentado drásticamente en los últimos años[19] y también ha aumentado su actividad en el mercado de fusiones y adquisiciones (M&A). Sin embargo, este papel más amplio del mercado de fusiones y adquisiciones puede aumentar el desequilibrio y la dependencia de la economía de las empresas globales (como Apple, Google, etc.) y también disminuye la diversidad y la capacidad de creación de empleo del sector privado. Por otra parte, los análisis de PwC y The Economist Intelligence Unit muestran que el 70 % de los directivos coinciden en que las empresas de más éxito seguirían optando por cotizar en Bolsa en algún momento de su ciclo de vida[20].

¿Qué se debe hacer?

> Crear una cultura de inversión en renta variable en Europa

Europa se basa mucho en la banca y la falta de una cultura de inversión en renta variable es un obstáculo importante para el desarrollo del mercado de OPVs de pymes. La gran mayoría de los fundadores/directores de empresas comparten la creencia errónea de que perderían el control de la empresa al abrir la estructura accionarial y también debilitarían la competitividad de la empresa al aplicar la obligación de transparencia de una empresa cotizada. Sin embargo, la financiación a través de renta variable puede preservar el crecimiento independiente de una empresa y permitir que los accionistas originales gestionen el control de la empresa, y la transparencia de una empresa aumenta la confianza del negocio y consolida su reputación/marca. Se necesita un programa amplio a nivel de la Unión Europea para promover estos beneficios. Los componentes de una adecuada cultura de inversión en renta variable son la liquidez, la confianza y la participación de los inversores (incluido el acceso a los mercados) y los incentivos regulatorios (y la ausencia de desincentivos gravosos). Algunos acontecimientos recientes en materia de regulación, incluidos los requisitos de MiFID II, han

dificultado o desalentado la participación de los inversores minoristas en los mercados de capitales.

El análisis realizado por Oliver Wyman entre 2014 y 2018 muestra que los mercados regionales pequeños desempeñan un papel especialmente importante en el acceso a la financiación de renta variable para las pequeñas empresas. Las grandes Bolsas europeas (Londres, Fráncfort, Madrid, Ámsterdam y Borsa Italiana) dominan el mercado de las OPVs europeas por valor. El 67 % de la actividad total de las OPVs europeas por valor tuvo lugar en estos cinco lugares entre 2014 y 2018 (incluidos sus mercados alternativos como Euronext Growth y London AIM). En cambio, las mismas Bolsas solo acogieron el 59 % de las OPVs pequeñas (empresas con una capitalización de mercado inferior a 200 millones de dólares) a pesar de tener mercados dedicados a las pymes. Los mercados regionales pequeños de toda Europa acogen una mayor proporción de OPVs para pequeñas empresas, ya que es más probable que estas empresas sean locales y busquen inversores más familiarizados con su negocio. Esto demuestra que la diversidad del panorama de mercados europeos y la fuerza de los mercados regionales pequeños incide en el acceso de las empresas europeas a los mercados de renta variable. La Unión Europea debe incorporar esta realidad y crear el equilibrio adecuado para apoyar y alentar a las empresas a considerar la cotización en Bolsa como la opción correcta para la financiación.

La presidenta de la Comisión Europea, Ursula von der Leyen, anunció que propondrá una estrategia para las pymes centrada en su acceso a los mercados de capitales. A tal efecto, se comprometió a «crear un fondo público-privado especializado en la oferta pública de venta de pymes, con una inversión inicial de la UE que podría ser igualada por inversores privados».[21] Estas iniciativas, que podrían adoptar el formato de pequeños fondos o vehículos de inversión con el apoyo de InvestEU, son muy bienvenidas. Si se lleva a cabo con éxito, la propuesta podría modificar el volumen de liquidez disponible para los emisores pequeños y crear un ecosistema diferente. Podría alentar a nuevos intermediarios y redes de intermediarios, inversores dispuestos a coinvertir y a sensibilizar a las empresas que aún no han salido a Bolsa sobre los beneficios de la cotización.

El Grupo Europeo de Trabajo sobre OPVs, como colectivo de expertos de la industria, está dispuesto a apoyar a los actores políticos de la UE en sus esfuerzos y considera que este informe proporcionará la base y la relación de aspectos que requieren atención.

1. Mejorar los ecosistemas de OPVs para las empresas e inversores creando un entorno regulatorio más flexible para las empresas cotizadas de pequeña y mediana capitalización

1.1 Igualdad de condiciones para las empresas no cotizadas y cotizadas

El primer paso para los aspirantes a empresarios es pedir financiación a la familia y los amigos, al banco o a los *business angels*. Los fondos de capital riesgo pueden proporcionar financiación en una etapa posterior si la empresa está creciendo rápidamente y requiere financiación a una escala diferente. Tradicionalmente, los fondos de capital riesgo han sido el paso previo a que una empresa se convierta en una empresa cotizada en el mercado continuo, lo que ofrece a los primeros inversores la oportunidad de vender su renta variable y obtener las ganancias. Sin embargo, en los últimos años esto ha cambiado, ya que hay una abundancia de capital en la renta variable privada, en parte debido al entorno de bajos intereses y en parte debido al tratamiento fiscal favorable de la deuda frente a la renta variable. Por lo tanto, muchas empresas pueden beneficiarse de la financiación privada durante más tiempo y las valoraciones de las empresas privadas son cada vez mayores.

La industria del capital privado (capital riesgo, crecimiento, adquisiciones, etc.) ha crecido mucho en la última década, en lo que respecta a los activos gestionados (de 377 000 millones de euros en 2007 a 640 000 millones de euros en 2017), las inversiones y el dinero obtenido.[22] Esta competencia por la financiación a través de renta variable es importante en tanto que algunas empresas privadas están en condiciones de utilizar la deuda para financiar sus actividades, lo que no existe en los mercados de OPVs. En el pasado, las empresas que buscaban mayores inversiones acababan cotizando en Bolsa, ya que se podían obtener más financiación en el mercado público, pero a medida que la financiación privada ha ido aumentando, se tiende a aplazar la cotización en Bolsa. Si bien la salida a Bolsa puede tener lugar en una etapa posterior, ya que sigue siendo una de las principales vías de salida de la financiación privada (junto con la compraventa), las OPVs han sido la vía de salida menos utilizada durante mucho tiempo. La disminución del número de OPVs tiene razones estructurales que se abordan a continuación.

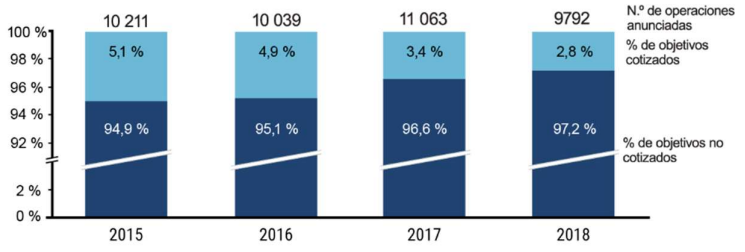
A. La financiación alternativa se asocia con menos costes: Por el lado de la demanda, las empresas tienen acceso a alternativas de menor coste, especialmente la financiación privada. Sin embargo, si las empresas financiadas de manera privada «cargan» la deuda a las empresas, la capacidad de absorción de impacto de estas empresas se reduce, lo que supone un riesgo para su supervivencia. Con el aumento de la financiación alternativa, los costes asociados a estos procesos se están convirtiendo en una parte vital de la decisión de financiación. Parece que se asignan más activos a los fondos privados. Además, la proporción de empresas que se están adquiriendo antes de cotizar en Bolsa ha aumentado considerablemente, como se muestra en el gráfico que figura a continuación.

B. Menor interés en las empresas de pequeña capitalización: se ha reducido el interés del *buy-side* en la adquisición de pymes, sobre todo en la Unión Europea. Los modelos de negocio de los participantes en el mercado ya no están adaptados a las pymes (análisis de renta variable, políticas de inversión de los gestores de activos, etc.), lo que dificulta que los valores de pequeña capitalización atraigan el interés de los inversores. La disminución de los informes de los analistas es una indicación de esta falta de interés. En el caso de los gestores de fondos activos, entre las barreras adicionales figuran los requisitos de documentación para las inversiones en acciones y las restricciones que han impuesto los reguladores a los volúmenes de negociación mínimos de las inversiones en fondos públicos.

C. Características poco óptimas del propio proceso de OPV: hay una creciente importancia de la financiación privada en las primeras etapas de la financiación. Los fondos privados se centran en valorar la capacidad de salir por completo de una inversión, en lugar de estar parcialmente bloqueados en su inversión y sujetos a las fluctuaciones de precios de los mercados públicos (a diferencia de las OPVs).

Análisis sobre adquisiciones de empresas

En los últimos años, la proporción de empresas que han sido adquiridas antes de su cotización en Bolsa ha aumentado significativamente



Fuente: Dealogic, análisis de Olivier Wyman

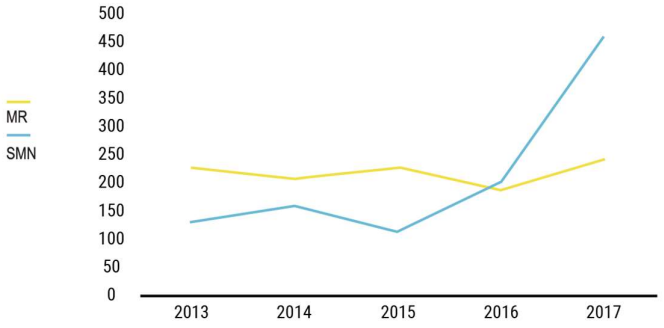
Se ha generado inquietud por el aumento de la financiación privada, ya que estas inversiones están abiertas a pocos participantes en el mercado, en concreto, los inversores minoristas no pueden participar en este tipo de inversiones. Si bien los inversores particulares pueden beneficiarse de la exposición a las empresas no cotizadas a través, por ejemplo, de su fondo de pensiones, normalmente no es posible invertir directamente en una empresa antes de que cotice en Bolsa. Si la tendencia continúa, existe el riesgo de que los inversores minoristas queden excluidos de participar directamente en el crecimiento de las empresas emergentes. Como ha señalado New Financial, existe una «brecha de información» entre las empresas no cotizadas y cotizadas que podría abordarse endureciendo los requisitos de reporte de las grandes empresas no cotizadas.[23] En un libro verde publicado por el gobierno del Reino Unido en 2016 se llegó a la conclusión de que «un número cada vez mayor de grandes empresas están optando por operar como empresas no cotizadas. Al hacerlo, quedan excluidas de los niveles más altos de escrutinio público y de la disciplina formal de gobierno corporativo asociada a la negociación en un mercado público».[24] Sin embargo, los reguladores no deben tratar de disminuir esta brecha reduciendo las normas de información y relajando la protección de los inversores en los mercados públicos, ya que esta no es la causa del desplazamiento de la formación de capital hacia las inversiones privadas.[25]

Si bien tradicionalmente se ha sostenido que la estructura de titularidad de las empresas no cotizadas significa que los propietarios no requieren los mismos niveles de información y seguridad (como los accionistas de las empresas cotizadas) ya que controlan la empresa, esto está empezando a cambiar, ya que se ha comprobado que las partes interesadas en una empresa son más amplias que la mera titularidad e incluyen a los empleados, los clientes, los proveedores y los beneficiarios de los fondos de pensiones, ya que todos ellos se ven afectados cuando una empresa fracasa. Otro argumento es que a la sociedad le interesa que las empresas estén bien dirigidas y que el privilegio de la responsabilidad limitada debe conllevar una responsabilidad de buena gobernanza.[26] En el Reino Unido, esta cuestión se ha abordado mediante la adopción de requisitos para que las empresas no cotizadas sigan códigos de conducta de gobierno corporativo, por ejemplo, los principios de gobierno corporativo de Wates para grandes empresas no cotizadas, elaborados por el Financial Reporting Council (consejo de reportes financieros).

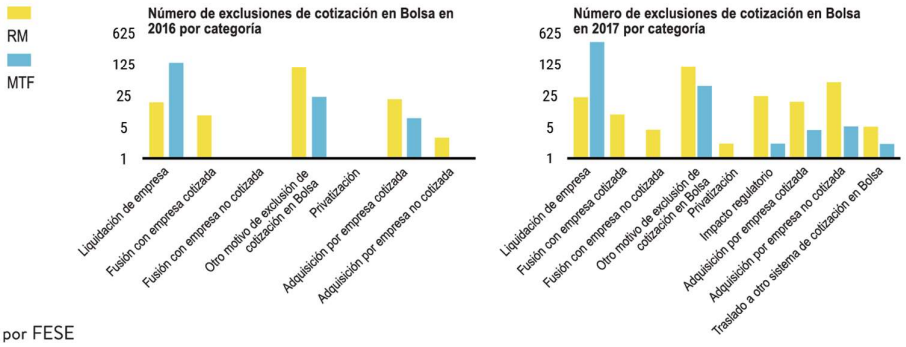
Cabe señalar que el tratamiento fiscal de la deuda y el coste de cotizar en Bolsa favorece la privatización de las empresas. En los gráficos siguientes se muestra el número de exclusiones de cotización en Bolsa entre 2013 y 2017 en los mercados secundarios oficiales y en los servicios de negociación multilateral y las principales razones para ello.

En este entorno, muchas empresas no consideran la posibilidad de cotizar en Bolsa como una alternativa para su financiación porque no hay oferta de financiación a través de renta variable para un emisor pequeño, porque se consideran más atractivos otros medios de financiación o porque se desconocen las alternativas.

Exclusión de cotización en Bolsa de empresas de los mercados públicos 2013-2017



Exclusiones de cotización en Bolsa



Estadísticas producidas por FESE

1.2 «Trabajar primero a pequeña escala» en toda la regulación financiera de la UE que afecta a las empresas cotizadas de pequeña y mediana capitalización

Además de la disponibilidad de capital privado, las empresas son menos propensas a cotizar en Bolsa debido a las elevadas comisiones y a la ampliación de los requisitos a los que estarían sujetas una vez cotizadas en los mercados públicos. Además, las empresas cotizadas sostienen los gastos continuos para seguir siendo cotizadas. Los requisitos de transparencia equitativos, proporcionados y bien considerados permiten a los inversores tomar decisiones de inversión bien fundadas y son necesarios para el buen funcionamiento de los mercados. Toda solución para reducir los costes y las cargas administrativas que entraña la cotización en Bolsa debe ir acompañada de la garantía de la protección de los inversores, por ejemplo, mediante el suministro de información suficiente, comprensible, comparable y real sobre una empresa a los posibles inversores.[27] Sin embargo, los tipos de requisitos aplicables deben adecuarse al tamaño de la empresa siguiendo un enfoque proporcionado. Entre los ejemplos de un enfoque proporcionado figuran los códigos de gobierno corporativo elaborados específicamente teniendo en cuenta a los emisores pequeños en Francia por Middlenext y en el Reino Unido por Quoted Companies Alliance. Además, cuando existan razones sociales o económicas más amplias, debería haber igualdad de condiciones entre las empresas cotizadas y no cotizadas equivalentes en cuanto al nivel de requisitos de transparencia al que están sujetas.

Siempre se debe adoptar un enfoque integral de la legislación para evitar que se superpongan los requisitos de las empresas que proceden de diferentes ámbitos de políticas. Deberían realizarse evaluaciones específicas de las repercusiones, examinando el efecto de la legislación en las empresas pequeñas cotizadas. Los beneficios derivados de un cambio regulatorio que afecta a las grandes empresas a menudo superan el gran perjuicio para las empresas más pequeñas. El beneficio neto se toma como una razón para aplicar un cambio al por mayor que agrava aún más la difícil situación de las empresas pequeñas no cotizadas. La Comisión Europea debería encargarse de aplicar un enfoque segmentado de los mercados públicos a los efectos de esas evaluaciones del impacto entre los emisores grandes y pequeños.

Como punto general, la Comisión Europea debería seguir utilizando evaluaciones de impacto para todas las nuevas propuestas legislativas y considerar el efecto acumulativo de la superposición de legislaciones como se hizo en el ejercicio de «convocatoria de datos»[28] iniciado en 2015 y la reciente comprobación de aptitud en los reportes públicos de las empresas.[29] Sin embargo, a lo largo del proceso legislativo de la UE, a medida que se incorporan cambios y se presentan propuestas, es igualmente importante evaluar continuamente el impacto de las nuevas propuestas. Por consiguiente, las evaluaciones de impacto[30] realizadas por el Servicio de Investigación del Parlamento Europeo y la Unidad de Supervisión del Consejo Europeo constituyen una mejor práctica muy bien acogida que debería fomentarse.

La revisión de la directiva sobre folletos tenía por objeto hacer menos costosa la obtención pública de financiación por parte de las empresas, revisar los obstáculos reglamentarios a la cotización de las pequeñas empresas en los mercados de renta variable y de deuda, y respaldar las actividades de cotización de las pequeñas empresas mediante estructuras de asesoramiento europeas.[31] El nuevo régimen del folleto debería garantizar que las pymes ya no dispongan de folletos de 200 a 300 páginas, sino que puedan presentar la información pertinente a los inversores con mayor flexibilidad, más incorporación por referencia y aprovechando todo el potencial de la tecnología para mostrar la información del folleto. Esto hará que los folletos sean más ligeros y, por lo tanto, añadirá más valor tanto para los inversores como para los emisores. Sin embargo, el jurado aún no ha decidido si un folleto resumido facilitaría las cosas a los inversores, ya que no puede utilizarse solo para la acción de responsabilidad. En otras palabras, el emisor no se puede considerar responsable por la información que no se facilita en el folleto resumido sino que se incluye en el documento del folleto principal. El hecho de ser menos prescriptivos sobre el contenido de los folletos de los emisores más pequeños podría dar lugar a una información más pertinente en vez de cumplir una larga lista de requisitos universales detallados, lo que da lugar a una información que no es pertinente para una tomar decisión de inversión bien fundada.

Sería beneficioso hacer más reducciones para simplificar los requisitos de transparencia de las ofertas públicas en mercados secundarios. En particular, en relación con la comunicación de los factores de riesgo, ya que actualmente se exige a los emisores que divulguen la misma información en varias ocasiones, si bien debe considerarse que el mercado conoce la información (debido a otras leyes como la Regulación de Transparencia). La preparación de un documento que aborde todos los tipos de factores de riesgo genera costes importantes para los emisores. Se recomienda efectuar un estudio comparativo de las experiencias prácticas en materia de requisitos de presentación de documentación a las que se enfrentan actualmente las pequeñas empresas cotizadas en los SMNs de todo el mercado único como base para un posible régimen de alivio. Los cambios en la regulación sobre abuso de mercado (MAR) en relación con la información privilegiada para las empresas cotizadas en los mercados de crecimiento para pymes son bienvenidos, pero hay otras medidas que podrían tenerse en cuenta para lograr un equilibrio entre la reducción de las cargas y el mantenimiento de la integridad del mercado. Hay una serie de ejemplos en los que MAR ha creado una burocracia adicional y riesgos de cumplimiento adicionales para estas cuestiones sin beneficios evidentes para los inversores. Entre los ejemplos cabe citar la obligación de reaccionar ante los rumores relacionados con la información privilegiada, el nivel de detalle de la lista de personas con información privilegiada, los requisitos relativos a la notificación de las transacciones de los directivos y el elevadísimo nivel de las sanciones.[32]

MiFID II incorporó un régimen armonizado de tamaño de incremento de *tick size* que abarca la renta variable y los instrumentos similares a ella. La finalidad era dirigir una carrera para reducir el *tick size* para las empresas de primera línea.

Sin embargo, los requisitos se aplican igualmente a las pymes negociadas en mercados locales y, en función de esos requisitos, ha habido indicios de que la calidad del mercado se ha deteriorado, ya que ahora los tamaños son demasiado amplios en algunos mercados, mientras que en otros son demasiado estrechos. Además, en relación con los tamaños del *tick size* para las OPVs de todos los tamaños, dado que el régimen está centralizado en la ESMA de acuerdo con MiFID II, los sistemas de negociación han experimentado problemas en relación con la determinación del mercado más relevante (que para una OPV debería ser naturalmente el sistema de cotización, pero no siempre ha sido así debido a cuestiones técnicas relacionadas con la base de datos de la ESMA a este respecto), lo que ha llevado a que los *tick size* se fijen de forma arbitraria, afectando así negativamente a la negociación y a la formación de precios. Como el tamaño del *tick size* no debe ser un factor que obstaculice el mantenimiento de la negociación de las acciones de las pymes de suficiente calidad, se debe permitir que el operador del mercado determine por sí mismo el tamaño para este segmento de acciones.

Se deben revisar los acuerdos de liquidación de las acciones no líquidas en virtud de la regulación sobre depositarios centrales de valores (CSDR), ya que es probable que los proveedores de liquidez descubran que, tras su introducción, el régimen de multas e indemnizaciones en efectivo por entrega tardía ya no hará comercialmente viable proporcionar esa liquidez a esas acciones. Las empresas que no dispongan de liquidez determinarán que no tiene mucho sentido estar en un mercado público si no hay facilidades para la formación de precios y para que sus acciones se negocien eficazmente.

1.3 Mejora del atractivo de los mercados de crecimiento para pymes

Muchas Bolsas tienen mercados especializados que permiten a las pymes de toda Europa acceder a los mercados de capitales. En estos mercados existe un diálogo continuo entre los diversos participantes del ecosistema sobre la mejora de las normas adaptadas a las necesidades locales. Es importante mantener el objetivo de encontrar el mejor equilibrio entre el mantenimiento de un mercado líquido y fiable con cargas reducidas para los emisores y niveles adecuados de protección de los inversores. Estos mercados, por esas razones, deben mantener cierto nivel de flexibilidad y al mismo tiempo garantizar la eficiencia y la integridad. Las políticas de la UE pueden marcar la diferencia en la prevención de una mayor pérdida de los ecosistemas locales y regionales al sostener todo el espectro de actores que sirven a las empresas pequeñas y a sus inversores. También deben elaborar una estrategia integral sobre la forma de impulsar la financiación con o sin renta variable en todas las etapas de la escalera de financiación. [33]

Los mercados de crecimiento para pymes son una iniciativa bienvenida con gran potencial para desarrollar un ecosistema en toda la UE que beneficie a los emisores pequeños, permitiéndoles obtener dinero, crecer, crear empleo y riqueza para los inversores y la sociedad en general. Sin embargo, el concepto no se ha definido claramente. El grupo de actores principales de valores y mercados (SMSG) de ESMA, en su informe de iniciativa propia, «Acceso a los mercados de capitales públicos para las pymes», pidió a la Comisión Europea que presentara parámetros bien definidos y mensurables para el éxito del concepto de mercado de crecimiento para pymes. Esto se sugirió para que la Comisión Europea pudiera evaluar con precisión si ha aprovechado eficazmente los posibles mercados de crecimiento para pymes y si son verdaderamente adecuados para el propósito del ecosistema financiero europeo.

Los actores políticos han acordado recientemente cambios en los requisitos aplicables a las empresas cotizadas en los mercados de crecimiento para pymes. Estos cambios están relacionados con la regulación sobre folletos (que permite un procedimiento simplificado para las empresas que desean ampliar su mercado principal) y con MAR (que elimina algunas obligaciones estrictas relacionadas con la información privilegiada). De acuerdo con la recomendación Next CMU High-Level Group, se prestaría apoyo con más alivios para los mercados de crecimiento para pymes. Se considera que el umbral para las empresas debería elevarse a una capitalización media de mercado de 200 a 1000 millones de euros. También se apoya la recomendación de permitir que los segmentos especiales de los mercados secundarios oficiales se beneficien de la condición de mercado de crecimiento para pymes y de simplificar el acceso tanto a los mercados de crecimiento para pymes[34] como a los mercados secundarios oficiales.

1.4 Mejorar la prestación de servicios de análisis de las empresas de pequeña y mediana capitalización

Desde enero de 2018, MiFID II ha acelerado la reducción del análisis de renta variable centrada en los emisores pequeños. En 2018, 334 emisores europeos pequeños perdieron completamente la cobertura, de los cuales el 91 % solo tenía un analista antes de la aplicación de MIFID II.[35] Ahora, la mayoría de las empresas de pequeña y mediana capitalización están cubiertas por un analista o ninguno, mientras que las grandes capitalizaciones se benefician de una cobertura mucho más amplia y una mejor visibilidad para los inversores. Antes de MIFID II, el análisis se suministraba como parte de un servicio combinado, pagado mediante los honorarios de ejecución. El análisis después de MiFID II debe separarse y tener un precio por separado de la ejecución de los instrumentos financieros.

La encuesta realizada por CFA Institute en 2019 sobre las primeras percepciones de los efectos de las normas de MiFID II sobre análisis muestra que los profesionales encuestados del *sell-side* creen que la legislación ha generado consecuencias no deseadas en la calidad y la cantidad de análisis, especialmente de las pymes. En particular, consideran que la calidad del análisis de las acciones de valores de pequeña y mediana capitalización se ha reducido como consecuencia de las normas de MiFID II. No obstante, los encuestados del *buy-side* creen que la calidad y la elaboración de análisis no han cambiado mucho.

Un estudio similar, la encuesta de inversores de mediana y pequeña capitalización de QCA/Peel Hunt, publicada en febrero de 2019, mostró que el 62 % de los gestores de fondos informaron de que se estaban publicando menos análisis sobre los valores de pequeña y mediana capitalización, y que se esperaba un mayor descenso, y el

80 % de los inversores esperan que haya menos casas de *brokerage* en los próximos 12 meses como resultado de MiFID II. El 63 % de los inversores piensa que MiFID II ha tenido un impacto negativo en la liquidez de las acciones de mediana y pequeña capitalización, y el 42 % de las empresas de la misma encuesta están de acuerdo.[36]

Los análisis realizados por CFA Institute muestran que el principal factor que influye en el interés de los inversores en las pymes es la falta de liquidez, seguida de la falta de elaboración de análisis.[37]

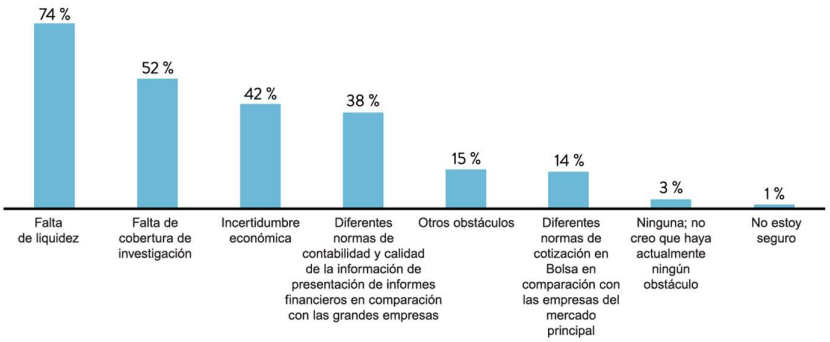
El análisis es necesario para permitir a los inversores conocer totalmente las empresas que están analizando y en las que van a invertir. Aunque los requisitos para que el análisis se pague de forma independiente pueden funcionar bien para los valores de primera clase, es de intuir que los inversores estén menos dispuestos a pagar por el análisis de empresas de las que tal vez nunca hayan oído hablar. Es fácil ver que puede perpetuarse un círculo vicioso de falta de inversiones en las pymes cuando el análisis requiere un pago y los inversores no están dispuestos a pagar por el análisis de las empresas que no creen que les interesen. Además, el análisis sobre la renta variable alimenta la liquidez y la falta de análisis provoca que las acciones de las pymes no sean tan líquidas y, por lo tanto, menos atractivas para los inversores.

Por lo tanto, cada vez más pymes están pagando a proveedores de análisis independientes para que redacten el análisis y tomen la iniciativa de dirigirse directamente a los inversores. Sin embargo, esto es difícil debido a un posible conflicto de intereses y a la falta de reconocimiento y a las limitaciones de la cobertura debido a las restricciones presupuestarias. Hay países, como Hungría, en los que la propia Bolsa lanzó un programa para cubrir los costes de la elaboración de análisis de las pymes y los primeros resultados sugieren que puede crear liquidez adicional para las pymes cotizadas. Debería lanzarse un programa paneuropeo para afrontar los costes de la elaboración de análisis, según las lecciones aprendidas de estos programas piloto. Una posible forma adicional de mejorar la liquidez de las acciones de las pymes sería establecer plataformas de fácil uso para que los analistas compartan sus informes. Los inversores minoristas también deberían tener acceso a esa plataforma. Como resultado de las normas de separación, los gestores de fondos no pueden aceptar análisis sobre pequeñas empresas proporcionadas por los *brokers* de forma gratuita. Las normas deberían modificarse para permitir que los *brokers* envíen informes de análisis de las pymes a los gestores de los fondos sin tener que establecer un contrato de análisis con ellos. De esa forma, se podría establecer un umbral sobre lo que debería considerarse una pyme.

1.5 Reducir el coste de los servicios suplementarios a los que se enfrentan los emisores

Además de la falta de elaboración de análisis, el otro gran obstáculo para el desarrollo del mercado de OPVs de las pymes es el mercado secundario reducido al que se enfrentan las acciones de los emisores más pequeños después de la OPV. En comparación con los grandes emisores, los pequeños no pueden acumular una amplia base de accionistas y un gran capital flotante que sería suficiente para un mercado secundario líquido. La debilidad de la negociación en el mercado secundario va acompañada de un alto riesgo de liquidez y da lugar a una valoración más baja y a un rendimiento inferior de los precios de las acciones. Se crea un círculo vicioso en el que los inversores están menos dispuestos a invertir en las OPVs (o solo lo harán con un alto descuento) y, paralelamente, los candidatos de OPV también se desalientan. Los acuerdos de provisión de liquidez con los proveedores de servicios de inversión (creación de mercado) son necesarios para aumentar y mantener una liquidez eficiente. El problema es que, sin apoyo financiero externo, es difícil o imposible crear un argumento comercial sostenible para la creación de mercado. Las medidas europeas para promover la liquidez del mercado secundario no deben contrarrestar los mecanismos de liquidez establecidos a nivel nacional. Además, como se ha mencionado anteriormente, es necesario abordar las cuestiones de CSDR relativas a la liquidación de las acciones no líquidas para fomentar una mayor provisión de liquidez.

¿Qué obstáculos existen, si los hay, que afectan al interés de los inversores en las pequeñas y medianas empresas (pymes)?



Fuente: Dealogic, análisis de Olivier Wyman

El Grupo Europeo de Trabajo sobre OPVs en 2015 sugirió que se estableciera un grupo de asesores de la industria de la UE que elaborara propuestas sobre la forma de reducir el coste de los servicios suplementarios a que se enfrentan los emisores. Es de celebrar que la presidenta de la Comisión Europea, Ursula von der Leyen, haya incluido medidas para lograrlo en sus directrices políticas para la próxima Comisión Europea. La presidenta reconoce con razón que las pymes son «la columna vertebral de nuestra economía» y su ambición de que «las pequeñas empresas se conviertan en grandes innovadoras» es muy bien recibida.

La creación de un fondo público privado que se especialice en las ofertas públicas de venta de las pymes ha sido solicitada desde hace mucho tiempo por las entidades participantes en el mercado y podría suponer un gran cambio para los mercados de renta variable europeos. La Comisión Europea debería considerar la posibilidad de ordenar que el fondo propuesto de la UE para las OPVs proporcione capital a las empresas. También podría ser obligatorio:

- *Apoyar el análisis de renta variable de las pymes mediante el uso de subvenciones, a fin de promover su visibilidad ante los inversores institucionales y minoristas.*
- *Estimular los mercados de crecimiento para pymes con préstamos reembolsables para cubrir los gastos de la OPV de las pymes, reembolsables por las empresas después de haber obtenido financiación en los mercados públicos. Esto ayudaría a las pymes a cubrir los costes previos a la OPV de las presentaciones y los servicios de asesoramiento (auditoría, renta variable, comunicación, etc.).*
- *Proporcionar liquidez en el mercado secundario prestando acciones en empresas en las que tiene inversiones para facilitar la negociación y evitar la volatilidad de los precios de las acciones cuando haya escasez de acciones* para entregar. Esto podría proporcionar una mayor confianza a los inversores y así ayudar a crear más liquidez.

Se podría inspirar en un programa lanzado por la Bolsa de Budapest en diciembre de 2017 para apoyar la liquidez de las empresas de mediana capitalización. El programa consta de dos elementos:

- *Elaboración de análisis*
- *Creación de mercado*

Las empresas de *brokerage* solicitantes (o los bancos) debían proporcionar ambos elementos para las empresas seleccionadas paralelamente a fin de obtener el subsidio financiero de la Bolsa. El programa se lanzó como piloto durante un año, pero en base a los resultados positivos, la Bolsa decidió continuarlo también en 2019.

Además, los inversores suelen tener una inversión mínima de, por ejemplo, 5 millones de euros y a menudo hay límites en cuanto a la cantidad de acciones de una empresa que pueden poseer, por ejemplo, el 10 %. Además, se les restringe la participación en más del 10 % del capital flotante. Esto significa que una empresa debe tener 50 millones de euros con un considerable capital flotante antes de que pueda participar un inversor de pequeña capitalización. Por lo tanto, cualquier fondo público privado debe centrarse en hacer multitud de pequeñas inversiones para superar esta brecha. También debería poder invertir en nuevas emisiones después de la OPV y, como en el caso anterior, suavizar el mercado prestando acciones según corresponda.

La Comisión Europea también debe estudiar medidas que ayuden a salvar la brecha entre la renta variable privada y pública para facilitar la transición de una a otra por parte de la empresa. Por ejemplo, los fondos cruzados pueden servir de instrumento financiero para solucionar el desajuste de valoración entre los inversores de renta variable pública y privada antes de la OPV de una empresa. Estos instrumentos son fondos de inversión que mantienen inversiones de renta variable pública y privada, y se basan en la educación de los inversores de renta variable privada para facilitar la salida de la cartera en mayores proporciones, al tiempo que hacen gala de la paciencia que esperan los inversores públicos, lo que conduce a una mejor valoración y a mejores procesos posteriores a la OPV. Los fondos de inversión cruzados se utilizan en Estados Unidos desde hace algún tiempo y están comenzando a surgir en Europa con algunos fondos específicos para determinados sectores.[38] Se espera que la valoración privada de las empresas en el marco de los fondos de inversión cruzados esté más en consonancia con la de los inversores públicos, lo que dará lugar a una valoración más correlacionada del precio de sus acciones con menos riesgo de devaluación para las empresas en cuestión. De este modo se fomentaría la convergencia entre los mercados de renta variable pública y de renta variable privada. Un fondo cruzado podría ser útil en el sentido de que podría fijar la inversión durante el proceso de oferta pública de venta y mejorar la liquidez del mercado descendente. Sin embargo, es importante garantizar que un fondo público privado no sustituya a las inversiones privadas.

1.6 Proporcionar asistencia específica y requisitos proporcionales para que los mercados más pequeños alcancen su pleno potencial

En los mercados pequeños, la dimensión local es especialmente esencial para atender las necesidades específicas de las empresas, que en su mayoría son pymes. Los reguladores y los actores políticos deberían estudiar la forma de obtener todos los beneficios de una diversidad integrada en la UE de los ecosistemas nacionales, en concreto, en ámbitos como la infraestructura de mercado, la fiscalidad y la coherencia de la supervisión. En general, los incentivos deberían dirigirse a los mercados de crecimiento para pymes y a apoyar a las pymes cotizadas en los mercados secundarios oficiales. Como ya se ha mencionado, es necesario definir los objetivos de los mercados de crecimiento para pymes según las líneas establecidas en el informe de iniciativa propia de SMSG de ESMA: «Acceso de las pymes a los mercados de capitales públicos».

Si bien se acoge con gran satisfacción las medidas de nivel I adoptadas por los colegisladores de la UE para fomentar la cotización en Bolsa de las pymes (modificando MAR y la regulación sobre folletos) y los cambios de nivel II en la regulación delegada según MiFID II, es necesario hacer más. Los reguladores de la UE deben realizar una evaluación

El ejemplo húngaro

A la hora de desarrollar la estrategia para las pymes de la Comisión, se pueden obtener ideas de varias iniciativas excelentes de Hungría sobre cómo el gobierno apoya el desarrollo del mercado de capitales a través de soluciones de financiación específicas especializadas principalmente para las pymes.

La estructura se basa un sistema de cuatro pilares donde:

1. La Bolsa opera un mercado dedicado para las PYMES llamado mercado Xtend con requisitos de cotización en Bolsa más bajos (este funciona como un SMN).
2. El gobierno respalda la cotización en Bolsa cubriendo el coste único de la cotización y coinvirtiendo en las OPVs.
3. Hay un plan para apoyar la liquidez del mercado secundario a través de la creación de mercado y la elaboración de análisis.
4. Existe un programa de generación de capacidad para los posibles emisores.

Para mantener esta estructura en funcionamiento, el gobierno dispone de cuatro tipos de apoyo financiero al mercado:

- Existe un fondo de desarrollo de la Bolsa que actúa como coinversor previo a la OPV o durante la OPV de las pymes.
- Existe un fondo de subvenciones específico para cubrir parcialmente los costes de la OPV para las pymes, que lo gestiona la propia Bolsa y cubre hasta el 50 % de los costes relacionados con la cotización en Bolsa (asesoramiento jurídico, preparación del folleto, ventas y costes de relaciones públicas también).
- Hay un programa de financiación para subvencionar la creación de mercado y la actividad de análisis de las empresas de *brokerage*.
- Las subvenciones a los candidatos a la OPV cubren el coste de participar en el programa ELITE, un programa de creación de capacidad organizado conjuntamente por BSE y la Bolsa de Londres.

exhaustiva del impacto acumulativo en los mercados de los distintos expedientes legislativos, teniendo en cuenta que puede diferir en función del tamaño de los mercados.

Es fundamental impulsar el desarrollo de los mercados de capitales pequeños, en los que la mayoría de las empresas sean pymes y la brecha de inversión siga siendo amplia. Los mercados de capitales de la región de Europa Central y Oriental se enfrentan a diferentes obstáculos en su desarrollo e integración, así como a diferentes normas y obstáculos regulatorios en comparación con Europa Occidental. Por ejemplo, en la región de Europa Central y Oriental,[B] la capitalización media del mercado bursátil representa aproximadamente menos del 20 % del PIB, en comparación con una media del 75 % del PIB en la UE28. Los principales desafíos a los que se enfrentan estos mercados son:

- *Falta de proporcionalidad y recursos.*
- *Falta de una cultura de inversión en renta variable, que conlleva una baja demanda de los inversores minoristas.*
- *Falta de acciones atractivas (pocos valores destacados, cuestiones de gobierno corporativo, etc.) junto con la falta de armonización de las normas de inversión.*
- *Falta de liquidez posterior a la OPV, que afecta a la calidad de los precios y conduce a resultados de valoraciones bajas.*
- *Falta de capital de calidad, especialmente en lo que respecta a la innovación y los activos intangibles (análisis, plantilla cualificada, educación financiera, servicios de asesoramiento, etc.); los mercados están dominados por las pymes que no disponen de un ecosistema adecuado para atender sus necesidades, especialmente desde el punto de vista de los inversores.*
- *Impedimentos en la infraestructura de la poscontratación.*
- *Falta de planes de pensiones privados y falta de orientación del mercado de capitales.*
- *Baja ponderación del mercado en las carteras internacionales debido a los bajos resultados de la clasificación del mercado local y la falta de elaboración de análisis y de confianza del marco jurídico local.*

Además, en una encuesta a 263 profesionales de la inversión realizada por CFA Institute a principios de 2018 se identifican las cuestiones que impiden la evolución del mercado de capitales local. En todos los Estados miembros, la escasa oferta de valores de renta variable/deuda cotizados en Bolsa figura como una preocupación fundamental, seguida de una baja demanda de los inversores minoristas.

[B] Incluye: Bulgaria, Croacia, Eslovenia, Hungría, Polonia, República Checa, República Eslovaca, Rumanía y los tres países bálticos.

Problemas que impiden el desarrollo del mercado de capitales local

	TOTAL (n=246)	BULGARIA (n=17)	CHIPRE (n=16)	REPÚBLICA CHECA (n=23)	GRECIA (n=32)	HUNGRÍA (n=25)	POLONIA (n=78)	RUMANÍA (n=41)	ESLOVENIA (n=13)
Escasa oferta de valores de renta variable/deuda cotizados en Baja demanda de los inversores minoristas	50 %	76 %	50 %	70 %	34 %	76 %	24 %	68 %	69 %
Cargas administrativas que desalientan a las empresas a buscar cotizaciones públicas Baja demanda de los inversores institucionales	37 %	35 %	38 %	30 %	47 %	40 %	32 %	44 %	23 %
Bajo nivel de protección de los inversores	29 %	18 %	13 %	26 %	13 %	16 %	51 %	24 %	15 %
Incertidumbre sobre el impacto de ciertas regulaciones y directivas de la UE (por ejemplo, MiFIR/MiFID II)	26 %		63 %	9 %	34 %	32 %	22 %	17 %	54 %
Otros	17 %	35 %		17 %	28 %	4 %	19 %	10 %	15 %
	11 %	6 %	13 %	9 %	6 %	12 %	17 %	12 %	
	11 %	6 %		13 %	9 %	4 %	14 %	12 %	15 %

Pregunta: ¿Qué problema, si hubiera alguno, impide el desarrollo de su mercado de capitales local? Seleccione los dos problemas principales.

Estadísticas producidas por CFA Institute

La disponibilidad de amplios recursos financieros de la UE (subvenciones no reembolsables y préstamos a bajo interés), por ejemplo, en la región de Europa Central y Oriental, tiene un efecto de desplazamiento sustancial y hace que las soluciones de financiación del mercado de capitales sean menos competitivas.

Para los mercados pequeños, la carga regulatoria puede ser a veces abrumadora. Más concretamente, el modelo de «talla única», que se utiliza sobre todo en el contexto de los marcos legislativos de la Unión Europea, es desproporcionado para los mercados pequeños y conlleva requisitos excesivos para los proveedores de servicios, lo que resta competitividad al mercado en general y resulta poco atractivo para todos los participantes en el mercado. Por ejemplo, debido a la plena aplicación de MAR a los SMNs, los emisores de estos mercados especializados deben aplicar los mismos requisitos que los mercados principales. En determinadas ocasiones, los reguladores introducen requisitos adicionales (además del marco de la UE) u optan por el nivel de libertad más bajo posible que permite una determinada directiva o regulación de la UE, con el razonamiento de que los regímenes más estrictos garantizan un mayor grado de protección al inversor. Un ejemplo de ello es la renuencia de algunos organismos reguladores a fijar un umbral más alto que el mínimo para las ofertas que están exentas del requisito de publicar un folleto en virtud de la regulación sobre folletos. Esto desalienta a las empresas pequeñas que se enfrentan a costes de cumplimiento cada vez mayores y que, por lo tanto, prefieren no cotizar o excluirse de la cotización, y recurrir a la renta variable privada.

Por lo tanto, se anima a los reguladores de la UE a:

- *Realizar una evaluación exhaustiva del impacto de los diversos expedientes legislativos, que pueden diferir según el tamaño y la madurez de los mercados; aplicar regímenes disciplinarios que se ajusten a los recursos de los participantes.*
- *Considerar formas de asistencia técnica para apoyar la aplicación de las leyes de la UE a nivel nacional. Ese apoyo debe tener una dimensión muy práctica (por ejemplo, en formato de hojas de ruta e instrucciones) y debe adaptarse a las necesidades específicas de los países interesados. Esto ayudaría a mitigar la carga regulatoria y podría permitir centrarse más en las empresas, en lugar de hacerlo en la aplicación de la legislación de la UE.*
- *Proponer períodos de tiempo más largos para la transición y la aplicación a fin de dar más tiempo a los emisores y otros participantes en el mercado de crecimiento para pymes para prepararse para los cambios y aplicarlos.*

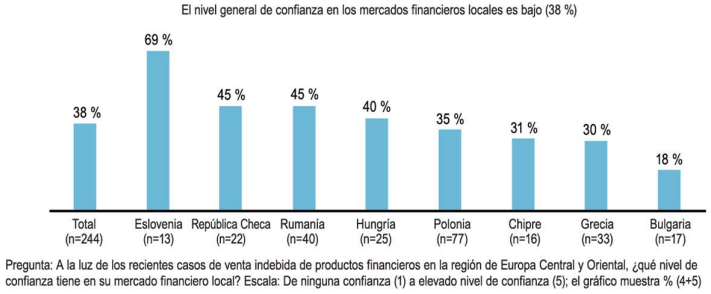
Además, cabe señalar que en los mercados pequeños, la amplitud de la nueva regulación que ha entrado en vigor en los últimos años ha generado un clima en el que las empresas se preguntan «qué vendrá después», es decir, que el coste de cumplir los requisitos para la cotización no solo se evalúa en función de la regulación actual sino también teniendo en cuenta el coste de cumplir los posibles requisitos nuevos. Así pues, existe un importante coste de oportunidad creado por la falta de certidumbre regulatoria.

Los casos de venta indebida de productos financieros han dado lugar en muchos casos a un bajo nivel de confianza en los mercados de capitales (como se observa en el gráfico siguiente). La protección del consumidor es un factor importante para restablecer la confianza y garantizar el desarrollo de los mercados de capitales. Requiere un marco jurídico sólido e instituciones gubernamentales competentes para aplicarlo y hacerlo cumplir. Para recuperar la confianza en el mercado es necesario dar el ejemplo de un enjuiciamiento rápido y eficaz de los malversadores y otros infractores.[39] No obstante, cabe señalar que la mayoría de los profesionales de la inversión encuestados consideran que su mercado local ofrece un nivel de protección al inversor más elevado que hace cinco años, lo que constituye un paso en la dirección correcta.

CFA Institute también realizó una encuesta sobre los mercados de capitales nórdicos, en la que se demostró que hay numerosas razones que explican el insuficiente desarrollo de los mercados nórdicos. En los países nórdicos, los encuestados citan los obstáculos más importantes: cargas administrativas que no incentivan la cotización en Bolsa, la escasa oferta de acciones cotizadas, la baja demanda de los inversores minoristas y la incertidumbre sobre el impacto de algunas legislaciones de la UE. Los bajos niveles de educación y de concienciación de los beneficios de la inversión en los mercados públicos fue otra cuestión que destacaron los encuestados.

Tras el reciente aumento de las inversiones pasivas, la importancia para las empresas cotizadas de estar incluidas en los índices ha crecido exponencialmente, ya que esto proporciona muchas más oportunidades de inversión. En el mismo sentido, la clasificación de los mercados desempeña un papel fundamental, ya que determina la naturaleza de la oportunidad de inversión. Sin embargo, la clasificación de los países según su desarrollo no siempre refleja que se puedan cumplir ciertas condiciones mediante su participación en el mercado único y la aplicación del marco jurídico de la UE. En ciertos casos, en lugar de clasificar los países por separado, podría considerarse la posibilidad de un enfoque regional. Esto sería útil para muchos mercados pequeños, incluidos los del Báltico y los de Europa Central y Oriental.

Nivel de confianza en el mercado financiero local



Pregunta: A la luz de los recientes casos de venta indebida de productos financieros en la región de Europa Central y Oriental, ¿qué nivel de confianza tiene en su mercado financiero local? Escala: De ninguna confianza (1) a elevado nivel de confianza (5); el gráfico muestra % (4+5)

Estadísticas producidas por CFA Institute

Resumen de las recomendaciones

1. Mejorar los ecosistemas de la OPV para las empresas e inversores creando un entorno regulatorio más flexible para las empresas cotizadas de pequeña y mediana capitalización

Recomendaciones	Actores principales
Adoptar requisitos proporcionales para las empresas más pequeñas	
Establecer igualdad de condiciones en los requisitos aplicables a las empresas no cotizadas y cotizadas, así como un nivel adecuado de protección para los inversores que incluya un mecanismo europeo de compensación colectiva.	Comisión Europea
Debatir la regulación financiera de la UE siguiendo una mentalidad de «trabajar primero a pequeña escala» para evitar un marco de «talla única», por ejemplo, los requisitos de las regulaciones de abuso de mercado y folleto deberían simplificarse para disminuir los costes administrativos de lanzar una OPV, garantizando al mismo tiempo que la información pertinente se divulgue de manera fiable y proporcionada.	Comisión Europea
Llevar a cabo de forma continuada evaluaciones de impacto específicas que examinen el efecto de las propuestas legislativas en las empresas cotizadas más pequeñas a lo largo del proceso legislativo.	Comisión Europea, Parlamento Europeo, Consejo
Promover los mercados de crecimiento para pymes	
Elevar el umbral de capitalización de mercado para que las empresas puedan optar a la condición de mercados de crecimiento de pymes a los 1000 millones de euros.	Comisión Europea
Permitir que segmentos especiales de los mercados secundarios oficiales se beneficien de la condición de mercados de crecimiento de pymes y simplificar el acceso tanto a los mercados de crecimiento de pymes como a los mercados secundarios oficiales.	Comisión Europea
Promover la realización de estudios sobre la renta variable de las pymes	
Abordar los efectos no deseados que MiFID II podría haber tenido en la calidad y cantidad de estudios sobre la renta variable para las pymes.	Comisión Europea
Mejorar el acceso a estudios sobre la renta variable de las pymes mediante las siguientes acciones:	
• Lanzamiento de un programa paneuropeo para cubrir los costes de la cobertura de estudios.	Comisión Europea
• Establecer plataformas de fácil uso para que los analistas compartan sus informes.	Industria
• Modificar las normas de separación para permitir a los *brokers* enviar informes de análisis sobre pymes a los gestores de fondos.	Comisión Europea
Adaptar la regulación y las medidas políticas para promover la cotización en Bolsa	
Impulsar la propuesta de la Comisión Europea de un fondo público privado para OPVs que proporcione capital a las empresas y que pueda apoyar el análisis sobre la renta variable, proporcionar préstamos reembolsables y estimular la liquidez del mercado secundario.	Comisión Europea
Simplificar en mayor medida los requisitos de divulgación de las ofertas públicas secundarias en el Reglamento de Folleto.	Comisión Europea
Permitir que los propios operadores del mercado determinen el *tick size* de los incrementos de precio para las acciones de las pymes.	Comisión Europea
Revisar los acuerdos de liquidación de las acciones no líquidas según CSDR.	Comisión Europea
Prestar apoyo específico a los mercados más pequeños	
Proporcionar asistencia específica y requisitos proporcionales para que los mercados más pequeños alcancen su pleno potencial.	Comisión Europea, Estados miembros
Adoptar medidas para el desarrollo de mercados más pequeños: • Realización de una evaluación del impacto de los expedientes legislativos • Prestación de asistencia técnica para apoyar la transposición de leyes de la Unión Europea al ordenamiento nacional. • Extensión de los períodos para la transición y la aplicación de iniciativas legislativas.	Comisión Europea
Cuando corresponda, a efectos del índice, se debe considerar un planteamiento regional en lugar de clasificar los países por separado.	Industria

2. Promover la participación de los inversores en los mercados de OPVs

La participación de los inversores minoristas en los mercados de capitales es esencial para la liquidez y debe promoverse. El desafío demográfico que se presenta en la actualidad hace que cada ciudadano tenga que interesarse activamente en su plan de pensiones para prepararse para el futuro. Para que todo el mundo pueda hacerlo, son cruciales los esfuerzos gubernamentales en materia de educación financiera, así como otros esfuerzos para crear una cultura de inversión en renta variable, como la revisión de los incentivos fiscales que a menudo benefician a otros tipos de inversiones por encima de la renta variable (véase el capítulo 6). El carácter no discriminatorio de los mercados públicos permite a todos los inversores intervenir y tomar parte en los beneficios de una economía en crecimiento. Como cada vez se hacen más inversiones en el sector privado, solo ciertas partes de la población pueden beneficiarse del crecimiento de las empresas, ya que este segmento suele estar cerrado a otros tipos de inversores.

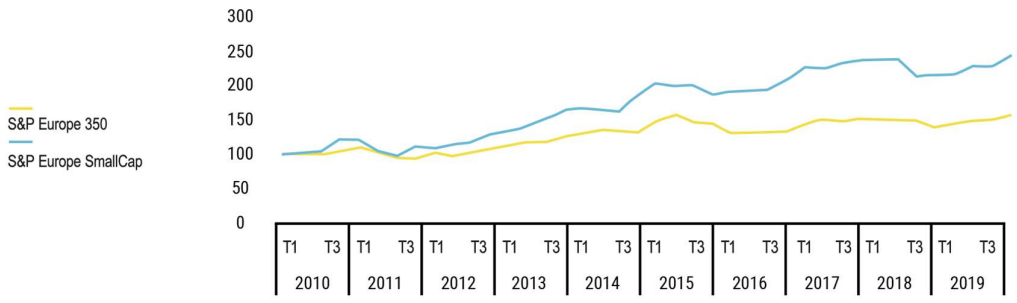
En el entorno actual de intereses bajos, es fundamental que los inversores individuales puedan beneficiarse de oportunidades de inversión que proporcionen un rendimiento realista a largo plazo. Si bien no hay garantías de que una inversión de renta variable tenga éxito, esto debe situarse en el contexto de las alternativas disponibles. En este sentido, debe considerarse que, en comparación con la compra de productos intermediados (que tienen comisiones elevadas) o el ahorro en una cuenta de ahorro normal que actualmente no ofrece ningún tipo de interés, puede valer la pena asumir un riesgo calculado (en una cartera global diversificada) con la expectativa de obtener un rendimiento más interesante. Dado que las personas viven más tiempo y que los sistemas estatales de pensiones están sometidos a presión, es importante que los ciudadanos tengan opciones de inversión que les permitan financiar su vida después de la jubilación. Aunque algunas empresas de capitalización pequeña fracasarán, históricamente, el rendimiento de la inversión a largo plazo ha sido en general mayor que el de la inversión en empresas más grandes. Además, la inversión en bonos no creará un crecimiento suficiente para proporcionar seguridad a los jóvenes de hoy en día en su jubilación.

El gráfico ilustra la evolución agregada de los valores de pequeña capitalización en comparación con los de gran capitalización en los últimos nueve años utilizando como referencia los índices de Standard & Poor's.

En términos más generales, MiFID II crea la impresión de que invertir en renta variable es muy arriesgado. Sin embargo, una mejor educación sobre la planificación financiera y las inversiones que permitiera comprender correctamente el riesgo sería más significativa y relevante que la disuasión de los posibles inversores. Aunque MiFID II ha creado listas de verificación para los inversores antes de que puedan invertir en renta variable, no invertir en renta variable puede ser una opción arriesgada en el actual entorno de intereses bajos creado por los bancos centrales. Se respalda plenamente la recomendación del Next CMU High-Level Group de introducir una definición de «inversores experimentados de alto patrimonio» para que dispongan de normas de protección de los inversores hechas a medida. Esto se aplicaría a una categoría de inversores que tengan suficiente experiencia y medios financieros para comprender el riesgo que conlleva.[40] También es importante establecer la forma en que los inversores, incluso los menos ricos, pueden mejorar su nivel de experiencia, porque hoy en día si un inversor minorista es clasificado como no apto para invertir en acciones es muy difícil pasar al siguiente nivel.

Además, la tecnología financiera puede utilizarse para facilitar las inversiones transfronterizas en Europa. En concreto, el asesoramiento financiero automatizado podría reducir drásticamente el coste del asesoramiento en materia de inversiones y permitir un acceso más fácil a los productos financieros. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la automatización podría llevar a los inversores a adoptar inconscientemente una estrategia de inversión con mayor aversión al riesgo porque los proveedores no quieren importunar al regulador. Se han visto ejemplos de este tipo en el Reino Unido con carteras modelo en las que todos los clientes de una categoría de riesgo particular invierten en la misma cesta de acciones.

Evolución de empresas de capitalización baja en comparación con empresas de capitalización elevada (2010-2019)



Fuente: S&P

2.1 Promover la participación de los inversores minoristas en los mercados de renta variable públicos transfronterizos

Los mercados se benefician de la diversidad de participantes que aportan diferentes perspectivas y preferencias. Sin embargo, a los inversores finales europeos se les suele derivar hacia productos intermediados que ofrecen bajos rendimientos y mayor riesgo. Como se muestra en el gráfico, en comparación con EE. UU., los hogares de la UE invierten en un grado mucho menor en acciones (19 %), mientras que los hogares de Estados Unidos tienen el 35,6 % de los activos financieros en acciones.[41]

Por lo tanto, es necesario dar igualdad de condiciones a los productos empaquetados y no empaquetados disponibles para los inversores minoristas y permitir que participen directamente en los mercados de capitales. La inversión directa a largo plazo en los mercados de renta variable proporciona sistemáticamente mayores rendimientos que cualquier otro tipo de inversión.

El producto personal de pensiones paneuropeo (PEPP) es una de las muchas herramientas potenciales que podrían desbloquear la financiación y permitir que fluya directamente, sin costes de intermediación, de los ahorradores de Europa a las empresas europeas. En la encuesta de CFA Institute sobre la Unión de Mercados de Capitales de 2015, el 59 % de los miembros encuestados estuvieron de acuerdo o muy de acuerdo en que un nuevo producto de pensiones europeo estandarizado podría reforzar el mercado único de las pensiones.[42] Si el PEPP hubiera ofrecido a los ahorradores minoristas la opción de hacer inversiones directas en acciones y bonos,[43] habría dado lugar a un aumento de las opciones de financiación de las empresas, es decir, los inversores minoristas podrían haber tenido la posibilidad de elegir en qué invertir. Cuantas más opciones tenga el inversor, mayor será la competencia. Por lo tanto, los actores políticos deberían volver a examinar este producto para asegurarse de que pueda utilizarse como una opción más para que los inversores inviertan en toda Europa.

Un PEPP y otros productos más directos diseñados de esta manera podrían ayudar a conseguir los objetivos clave de CMU mediante la canalización de los ahorros minoristas hacia los mercados de capitales y el apoyo a los inversores minoristas para que destinen recursos para sus propios ahorros personales de jubilación. Sin embargo, varios obstáculos dificultan la creación de esta forma de PEPP u otros productos directos tanto a nivel de la UE como de los Estados miembros. En la actualidad, cada Estado miembro tiene normas fiscales divergentes, obstáculos legislativos y requisitos legales que hacen inviable el desarrollo del ahorro transfronterizo.[44] Dado que las normas fiscales no son competencia de la UE, deberían elaborarse medidas para reducir los obstáculos legislativos y jurídicos. Los actores políticos deberían asegurarse de que los inversores puedan elegir dónde poner su pensión.

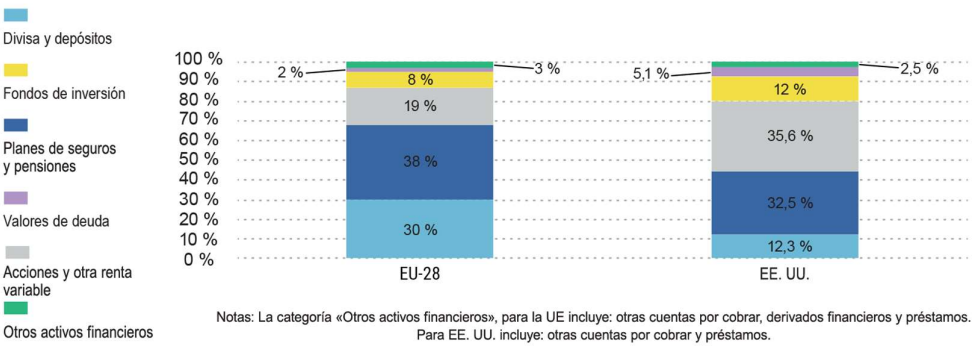
Otro ejemplo de productos que deberían promoverse más son los fondos europeos de inversión a largo plazo (ELTIF). Los ELTIF tienen por objeto crear una para proyectos de financiación a largo plazo para infraestructura como la energía sostenible, el transporte y la infraestructura social, y pueden incluir tanto a las pymes cotizadas como a las unidades y acciones de empresas no cotizadas. Los ELTIF contribuyen así a un crecimiento sostenible e inclusivo.[45]

Algunos mercados ofrecen un servicio de suscripción a clientes minoristas que facilita su participación en los mercados de renta variable. Por ejemplo, Deutsche Borse ofrece un servicio de suscripción llamado DirectPlace que permite a los inversores minoristas comprar órdenes a través de su banco depositario ya durante la fase de suscripción.[46] También hay otras empresas de tecnología financiera, que se centran en crear posibilidades para que los inversores minoristas participen en una oferta primaria.

Como objetivo general, los usuarios finales deberían tener acceso a inversiones directas y se deberían promover incentivos financieros para facilitar la inversión directa a largo plazo. Los proveedores de servicios de inversión: empresas de *brokerage*, banqueros privados, etc., tienen un papel crucial en la promoción de la inversión de renta variable.

Sin embargo, el régimen de protección de los inversores de MiFID II crea una carga adicional para los proveedores de servicios cuando se trata de convencer a los nuevos clientes (o a los clientes que no han invertido en acciones anteriormente) de que inviertan en acciones. Esto ha llevado a la situación actual en la que estos intermediarios están decidiendo no ofrecer inversiones de renta variable en absoluto. Estas reglas se deben revisar para reactivar a los

Activos financieros de los hogares de UE-28 y EE. UU. (a finales de 2017, porcentaje del total de activos financieros)



Notas: La categoría «Otros activos financieros», para la UE incluye: otras cuentas por cobrar, derivados financieros y préstamos. Para EE. UU. incluye: otras cuentas por cobrar y préstamos.

Fuente: CEPS-ECMI

intermediarios. También hay que tener en cuenta que para los inversores minoristas, las comisiones de los fondos de inversión pueden actuar como un elemento disuasorio para la inversión. El apoyo a las inversiones a largo plazo y rentables, y en concreto a las inversiones en pensiones, es un objetivo muy eficaz porque los inversores con una perspectiva a largo plazo son esenciales para el buen funcionamiento de los mercados de capitales.

2.2 Mejorar la capacidad de los inversores institucionales para invertir

Aunque los inversores institucionales han sido tradicionalmente inversores de renta variable a largo plazo en los mercados de capitales, las inversiones de renta variable de las empresas de seguros ahora están por debajo del nivel alcanzado antes de la crisis financiera. Las empresas de seguros europeas invierten menos en acciones en comparación con las aseguradoras de otros países y con los fondos de pensiones de la UE. Los inversores institucionales suelen verse disuadidos de invertir en las pymes debido al volumen de inversión mínimo de las carteras, el reducido volumen de las acciones disponibles y los requisitos de documentación para cada inversión individual. Por consiguiente, se deberían considerar medidas para facilitar la inversión institucional en las pymes.

El examen de los costes de renta variable en el marco de Solvencia II debería ser una prioridad clara a fin de eliminar un importante sesgo contra la inversión en renta variable. Según el régimen, las aseguradoras deben, en la mayoría de los casos, retener un coste de capital del 39 % para poseer acciones en las empresas que cotizan en Bolsa. En cambio, los instrumentos relacionados con la deuda son potencialmente menos costosos, ya que están sujetos a una carga de capital del 15 %, mientras que los bonos del tesoro emitidos por los Estados miembros de la zona euro están libres de cualquier carga de capital. Esto también se aplica a los casos en que estos instrumentos se retengan con una perspectiva a largo plazo, en que los inversores tienen una flexibilidad significativa en las decisiones de inversión/desinversión. Los actores políticos deberían investigar y abordar esta cuestión, ya que los actuales requisitos de capital no permiten plenamente una visión a largo plazo en lo que respecta a las inversiones y, debido al entorno de tipos de interés bajos, las empresas de seguros no podrán de otro modo generar los beneficios necesarios para sus asegurados.

Otra fuente importante de inversiones institucionales son los fondos de pensiones. Sin embargo, el nivel de inversiones de los fondos de pensiones en acciones sigue siendo bajo en comparación con su potencial. La proporción del capital de pensiones invertido en el mercado de capitales local varía mucho de un país a otro, especialmente cuando el mercado local de capitales no está muy desarrollado, los fondos de pensiones pueden optar por invertir fuera del país así como fuera de Europa. En algunos casos, también existen requisitos o prácticas de supervisión que impiden que los fondos de pensiones inviertan en acciones o en empresas cotizadas en los mercados de crecimiento para pymes e incluso en ciertos tipos de empresas cotizadas en los mercados secundarios oficiales. Un ejemplo de ello es Bulgaria, donde los recientes cambios en los estatutos de los fondos de pensiones llevaron efectivamente a que todos los fondos limitaran sus inversiones únicamente a las empresas integrantes del índice principal. Como resultado, el capital de las pensiones solo se utiliza muy marginalmente para financiar las empresas locales y garantizar el crecimiento para los futuros pensionistas. Sin embargo, existe la posibilidad de que los fondos de pensiones desempeñen un papel muy positivo en el desarrollo del mercado de capitales local y generen crecimiento a nivel local. Un fondo de pensiones puede funcionar como un inversor principal, atrayendo también a otros inversores y contribuyendo a crear una espiral ascendente positiva en un mercado de capitales menos desarrollado. Lo contrario también es válido: la reticencia o la limitada capacidad de los fondos de pensiones para participar en las OPVs disuade a otros tipos de inversores de poner su dinero en la oferta. Además, en el contexto actual de un entorno prolongado de bajos intereses y de envejecimiento de la población, los fondos de pensiones que se ven restringidos a invertir en acciones pueden no ser capaces de cumplir sus objetivos de rentabilidad, lo que conduce a recortes de las pensiones.

2.3 Promover el diálogo entre las empresas y sus inversores

Para mejorar los mercados de OPVs, se requiere una comunicación mejor y más activa entre los inversores y los posibles emisores antes de la OPV. En el pasado, era práctica común que las empresas que se preparaban para la OPV se reunieran con los posibles inversores objetivo (principalmente inversores institucionales) para obtener información directa de ellos acerca las posibilidades de la OPV y para comprender mejor cómo comunicarse con el mercado y qué aspectos clave tienen en cuenta los inversores al tomar decisiones de inversión. Esta práctica ayudó a las empresas a estructurar la transacción y a perfeccionar la historia de la inversión antes de iniciar oficialmente el proceso de OPV. Sin embargo, el nuevo régimen regulatorio de MiFID II dificulta esta práctica al imponer una carga administrativa adicional a los inversores institucionales cuando se reúnen con los candidatos de la OPV. Esto ha hecho que muchos inversores institucionales rechacen reunirse con estas empresas.

Son fundamentales las medidas para hacer que los reportes de las empresas sean más accesibles y se adapten mejor a las necesidades de los inversores. Esta situación puede facilitarse mediante la creación de códigos proporcionados y diseñados específicamente para empresas como las de los mercados de crecimiento para pymes y los laboratorios de reportes financieros para comprobar las comunicaciones. Las iniciativas sobre este último incluyen los laboratorios de *reporting* financiero de Reino Unido y de *reporting* bajo EFRAG. El primero ofrece un foro para que los inversores y las empresas (incluidos los emisores más pequeños) intercambien opiniones sobre los reportes y los inversores aporten información y el formato utilizado por las empresas.[47] El laboratorio europeo de *reporting* empresarial bajo EFRAG, establecido en 2018, tiene por objeto cumplir

una función similar para identificar y compartir las mejores prácticas en materia de reportes empresariales. Su primer proyecto será sobre los reportes relacionados con el clima.[48]

En 2015, el Grupo Europeo de Trabajo sobre OPVs recomendó que se concediera a las empresas el derecho a identificar a sus accionistas mediante un sistema de identificación europeo. Esto se ha abordado en parte en la reciente revisión de la directiva sobre los derechos de los accionistas (SRD II), que ha sido muy bien recibida. Como muestra un estudio realizado por EY, aunque en muchos países las empresas tenían derecho a identificar a sus accionistas, este estaba limitado en la práctica, ya sea estableciendo umbrales mínimos para el tamaño de las participaciones de los accionistas o bien permitiendo que estos pudieran elegir si querían ser identificados por la empresa.[55] SRD II establece umbrales mínimos armonizados que deberían ayudar a mejorar las comunicaciones entre los emisores y los accionistas, ya que un requisito previo para esa información es que los emisores sepan quiénes son sus accionistas. Como señaló EY, las soluciones digitales también podrían facilitar esa comunicación, en concreto en un contexto transfronterizo.[49] La supervisión de la aplicación de SRD II es ahora necesaria para garantizar que se respeten las intenciones del colegislador. Además, deberían eliminarse los obstáculos específicos entre los emisores y los propietarios legales de las acciones. Las diversas normas y regulaciones relativas a la «actuación concertada»[C] deberían incluir una exención general si los propietarios legales de las acciones (por separado o de forma colectiva) se implican con las empresas europeas durante el proceso de OPV y de cotización en Bolsa, en el caso de esta última, a menos que la implicación tenga por objeto cualquier nombramiento o despido del consejo de administración y situaciones de cambio de control. Otra área de comunicación que merece atención es la que existe entre los inversores institucionales y los emisores. Esta situación suele estar cubierta por los principios de administración. Según el Consejo de Reportes Financieros, la «administración» es «la asignación y gestión responsable del capital en toda la comunidad de inversiones institucionales a fin de crear un valor sostenible para los beneficiarios, la economía y la sociedad». Se incluye la supervisión de los activos y los proveedores de servicios, la interacción con los emisores y la exigencia de que rindan cuentas sobre cuestiones importantes, así como los reportes públicos sobre los resultados de esas actividades.[50]

A tal efecto, el Consejo de Reportes Financieros ha adoptado recientemente una nueva versión del código de administración del Reino Unido que se publicó en octubre de 2019.[51] En Alemania también se está elaborando actualmente un código de administración y ya existen otros en, por ejemplo, Dinamarca, Italia y Países Bajos.[52] La directiva revisada sobre los derechos de los accionistas de la UE contiene un artículo específico sobre la «política de implicación» (artículo 3g). Este artículo codifica, en cierta medida, los principios de los códigos nacionales de administración existentes a nivel de la UE. Al mismo tiempo, el régimen de sondeos del mercado en el marco del MAR hace que, desde el punto de vista del procedimiento, sea más difícil hablar con los accionistas para obtener el respaldo de una acción empresarial prevista.

Las soluciones digitales pueden ayudar a mejorar la comunicación entre las empresas y los inversores. Por ejemplo, la mayor parte de la información que se proporciona actualmente a los inversores profesionales podría ponerse a disposición de forma activa o mediante plataformas digitales. Como muestra EY, la información que actualmente se proporciona en los folletos podría racionalizarse y hacerse más fácil de utilizar, por ejemplo, mediante el empleo de vídeo en lugar de texto.

Con el fin de alentar a más accionistas a participar en las asambleas generales y mantener un diálogo permanente entre los accionistas y la empresa cotizada, la regulación debe apoyar a la empresa en la organización y realización de una asamblea general anual híbrida de los accionistas. Durante la asamblea general que tendrá lugar de forma presencial, la empresa utilizará simultáneamente herramientas digitales para transmitir y conectar a los asistentes en línea, dando a todos los accionistas la oportunidad de hablar y emitir votos, tanto en línea como en persona en la reunión. El uso de soluciones digitales podría ayudar a aumentar la participación, reducir los costes y el impacto medioambiental (debido a la reducción de los viajes y la disminución de los materiales impresos).

Se respalda la recomendación de Next CMU High-Level Group de acelerar el proyecto de punto de acceso electrónico europeo en el marco de la directiva sobre transparencia para promover el acceso a los reportes de las empresas en toda la UE. [53]

[C] Para obtener más detalles, véase ESMA, declaración pública de 2019 con respecto a la información sobre la cooperación de los accionistas y la actuación concertada en el marco de la directiva sobre las ofertas públicas de adquisición.

Resumen de las recomendaciones

2. Promover la participación de los inversores en los mercados de OPVs

Recomendaciones	Actores principales
Canalizar los ahorros minoristas hacia los mercados de capitales e inversiones de renta variable y apoyar a los inversores minoristas para que destinen recursos para sus ahorros de jubilación.	Comisión Europea, Estados miembros Industria
Reconsiderar los requisitos y las prácticas de supervisión que impiden que los fondos de pensiones inviertan en renta variable o en empresas que cotizan en los mercados de crecimiento para pymes	Comisión Europea, Autoridades de supervisión
Incorporar una definición de «inversores de alto patrimonio con experiencia y conocimientos» para que tengan normas de protección al inversor a medida.	Comisión Europea
Reducir los costes de renta variable en el marco de Solvencia II para eliminar un sesgo importante contra la inversión de renta variable y garantizar que los inversores institucionales puedan invertir en renta variable.	Comisión Europea
Fomentar un mejor diálogo entre las empresas europeas y sus inversores durante el proceso de OPV y la cotización en Bolsa. Se debe fomentar el uso de medios digitales a tal efecto.	Industria
Modificar la regulación para apoyar a las empresas en la organización y celebración de juntas generales anuales híbridas de accionistas.	Comisión Europea, industria
Supervisar la aplicación de SRD II para garantizar que se respetan las intenciones del colegislador.	Comisión Europea
Eliminar los obstáculos entre los emisores y los propietarios legales de las acciones. Incluir una exención general en la regulación en relación con la «actuación concertada» si los propietarios legales de las acciones se implican en las empresas europeas durante el proceso de oferta pública de venta y la cotización en Bolsa.	Comisión Europea
Acelerar el proyecto Punto de Acceso Electrónico Europeo en el marco de la directiva sobre transparencia para promover el acceso a los reportes de las empresas en la UE.	Comisión Europea

3. Crear una cultura de inversión en renta variable en Europa

La falta de una cultura de inversión en renta variable es un obstáculo importante para el desarrollo del mercado de OPVs de las pymes, ya que los propietarios fundadores de las empresas no suelen estar dispuestos a abrir la estructura de titularidad de su empresa y dejar entrar a los inversores financieros (independientemente de que se trate de un inversor de renta variable privada o de renta variable pública). Este problema es aún más grave en la región de Europa Central y Oriental, donde la gran mayoría de las empresas pequeñas siguen estando en manos de empresarios de primera generación (por ejemplo, en Hungría es el 75 %, mientras que en las economías más establecidas es alrededor del 30 %). Este hecho podría conllevar una ola de sucesión corporativa ya que muchas empresas podrían ponerse a la venta. Por un lado, esto significa un importante desafío para estas economías, pero, por otro, es una oportunidad única de mejorar la cultura de inversión en renta variable y de acercar estas empresas al mercado de capitales. Para aprovechar esta oportunidad, es necesario ofrecer medidas de apoyo que hagan más accesibles los mercados de capitales para estas empresas. A este respecto, sería muy útil contar con más asesores que ayuden a las pymes a acceder a los mercados.

3.1 Promover la educación financiera de las empresas como usuarias de los mercados de capitales

Los mercados llevan a cabo una serie de iniciativas educativas y se esfuerzan constantemente en concienciar a las empresas sobre los beneficios de la cotización en Bolsa. En una etapa temprana de la vida de las empresas, los mercados también desempeñan un papel cada vez más importante en el apoyo a los ecosistemas en el período previo a la preparación de la OPV. Los miembros de la FESE apoyan a las empresas que quieren obtener capital en la etapa previa a la OPV a través de sus propios programas: «Roots» de la Bolsa de Atenas; «Pre-Market Environment» de BME; «Nordic Pre Market» (para los países nórdicos) y «Startbase» (para Alemania) de Borse Stuttgart; «Venture Network» de Deutsche Borse; «FamilyShare», «#IPO Ready» y «TechShare» de Euronext, y «EIC Investor Day @ NASDAQ» de Nasdaq Stockholm. La Bolsa de Londres y Borsa Italians también llevan a cabo el programa ELITE. Las empresas que participan en estos programas son futuras candidatas a la OPV y suelen depender de la financiación para seguir creciendo.

Estos programas:

- *Conectan a las pymes con los inversores y les ayudan a acceder a los servicios profesionales.*
- *Proporcionan la coordinación y la gestión de las partes interesadas.*
- *Proporcionan due diligence, redacción de folletos y elaboración de casos de inversión.*
- *Proporcionan apoyo a la presentación de la OPV y servicios financieros de relaciones públicas y de marketing.*

A menudo se dirigen a diferentes tipos de empresas, centrándose en su situación y necesidades específicas.

También hay organizaciones de miembros emisores, como AEM, Middlenext, SEG y The Quoted Companies Alliance, que apoyan a los emisores anteriores a la OPV y cotizados, y proporcionan numerosos eventos, guías y sesiones informativas para los inversores sobre cómo hacer el mejor uso de los mercados públicos. Estas iniciativas no suelen tener fines de lucro y están financiadas por los propios emisores

Cualquier apoyo que los reguladores puedan ofrecer con respecto a la concienciación sería de gran ayuda. Por ejemplo, se ha sugerido que ESMA podría establecer un portal central de información para las empresas que proporcionara información sobre los diferentes mecanismos para la obtención de capital transfronterizo.

Se agradece un mayor reconocimiento mediante iniciativas a nivel de toda la Unión Europea, por ejemplo, en el contexto del próximo marco de InvestEU, que apoyaría los intercambios en sus actividades de información. Este apoyo podría intervenir en diferentes niveles de la educación financiera: por un lado, educar a las grandes empresas sobre la transparencia y el gobierno corporativo y, por otro, centrarse en fuentes alternativas de financiación mediante la cotización en los mercados de crecimiento para pymes para las empresas más pequeñas. Sería muy beneficioso para los mercados más pequeños, que no disponen de los recursos necesarios para llevar a cabo esas iniciativas educativas a gran escala de manera continua.

También se necesitan iniciativas educativas posteriores a la OPV que abarquen aspectos específicos de la vida como empresa cotizada. Un ejemplo de ello es garantizar que solo se proporcione a los inversores información no financiera de alta calidad. Esto tiende a ser una cuestión importante en la región menos desarrollada de Europa Central y Oriental, donde las pyme relativamente inexpertas generan reportes no financieros irrelevantes. Una parte del problema podría atribuirse a que la mentalidad de la dirección no se centra en los principios de ESG. Sin embargo, el resto se debe a la falta de comprensión de la forma en que debe estructurarse un informe amplio de información no financiera. Hay datos suficientes de que las empresas más grandes no cotizadas producen reportes de mejor calidad que las empresas más pequeñas cotizadas. Con el cambio de enfoque de los inversores hacia las empresas comprometidas con los criterios ESG, existe un enorme riesgo de que muchas empresas no se evalúen de forma correcta como resultado de su comunicación inadecuada. Eso se traducirá en última instancia en menos inversiones en ellas y podría fomentar una divergencia de la región de Europa Central y Oriental con respecto al resto de la UE.

Sin embargo, aunque las iniciativas educativas son importantes, en última instancia, las empresas decidirán qué tipo de financiación buscarán basándose en un análisis de coste-beneficio y, si los costes se perciben como demasiado altos (posiblemente como consecuencia de la desigualdad de condiciones), optarán por otros tipos de financiación cuando esta esté fácilmente disponible (véanse los capítulos 1 y 4).

3.2 Promover la educación financiera de los inversores

Los estudios muestran que las personas con mayor cultura financiera toman mejores decisiones en relación con sus finanzas, invierten en productos más diversos y es más probable que planifiquen sus pensiones.[54] Los ciudadanos que carecen de conceptos financieros básicos no están bien equipados para tomar decisiones financieras fundadas sobre el ahorro, la inversión y los préstamos.[55] De hecho, menos de la mitad de los hogares europeos (43 %) invierten en cualquier tipo de producto financiero, con la notable excepción de Suecia, donde más del 60 % de los hogares sí que invierten.[56]

Los ciudadanos de la UE incluyen a algunos de los «mejores países del mundo (Suecia, Dinamarca), así como a los que obtienen una puntuación inferior a la media mundial (Rumanía, Portugal) en las clasificaciones de educación financiera». Además, hay diferencias sorprendentes entre hombres y mujeres, jóvenes y ancianos y personas con educación y menos educación.[57] La brecha entre los géneros en materia de educación financiera se ha documentado bien, ya que las mujeres en general obtienen una puntuación más baja en los exámenes de educación financiera y también es más probable que los hombres respondan que no saben la respuesta a una pregunta.[58] En un contexto en el que los ciudadanos tendrán que tomar más decisiones de inversión por sí mismos con el fin de prepararse para su vejez, la falta de educación financiera se convierte en una cuestión aún más importante, ya que podría reforzar las desigualdades.

La directiva sobre los contratos de crédito al consumo en relación con los bienes inmuebles residenciales incluye un artículo en el que se indica que los Estados miembros «promoverán medidas que apoyen la educación de los consumidores en relación con el endeudamiento y la gestión de la deuda de manera responsable, en concreto, en lo que respecta a los contratos de crédito hipotecario» y se encomienda a la Comisión Europea que publique «una evaluación de la educación financiera de que disponen los consumidores en los Estados miembros e identifique ejemplos de mejores prácticas que podrían seguir desarrollándose para aumentar la concienciación financiera de los consumidores».[59] Se trata de una inclusión muy bien recibida que se podría reproducir en otras áreas de la educación de los mercados financieros.

Además de la educación del consumidor, hay que centrarse en mejorar la educación financiera en escuelas primarias y secundarias, ya que está demostrado que las generaciones más jóvenes están mucho más abiertas a este conocimiento práctico que los adultos. Algunos países ya han adoptado medidas en este sentido. Para reforzarlo, se debería poner en marcha un programa a nivel de la Unión Europea para promover y apoyar la inclusión de la educación financiera en los planes educativos nacionales de los Estados miembros. Las autoridades reguladoras deben colaborar estrechamente con las escuelas y universidades con este fin. Para financiar una iniciativa de este tipo, cualquier fondo respaldado por el estado que invierta en valores de pequeña capitalización debería utilizar parte de los beneficios para invertir en esta educación. Además, cada universidad y curso de educación superior debería tener un módulo obligatorio en el que se traten los mercados y el acceso a la financiación, teniendo en cuenta que los profesionales de todos los campos se benefician de una buena comprensión de estos temas.

.

Resumen de las recomendaciones

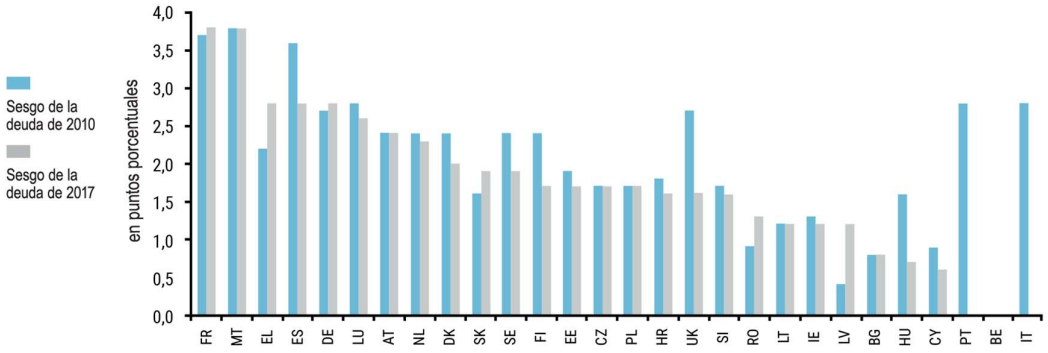
3. Crear una cultura de inversión en renta variable en Europa

Recomendaciones	Actores principales
Lanzar campañas públicas para respaldar la educación financiera de las empresas sobre la financiación e inversión en los mercados de capitales.	Industria, Estados miembros, Comisión Europea, ESMA
Promover la educación financiera de los inversores mediante programas educativos incluidos en los planes educativos nacionales.	Estados miembros
Promover la formación de los asesores financieros.	Industria

4. Mejorar los incentivos fiscales para la inversión en OPVs y la renta variable en general

Desde el punto de vista de las empresas o emisores, la renta variable está más gravada que la deuda en la mayoría de los países, lo que produce un desincentivo para la inversión en renta variable (el gráfico que figura a continuación muestra la evolución y la persistencia del sesgo de la deuda en la UE en los últimos años). Por lo general, los pagos de intereses sobre la deuda pueden, con sujeción a ciertas restricciones que pueden existir en determinados países, deducirse de los beneficios antes de ser gravados, mientras que la financiación mediante la emisión de acciones no recibe ninguna forma de desgravación fiscal (y, de hecho, puede estar sujeta a importantes gravámenes tanto en lo que respecta a la plusvalía como a los pagos de dividendos). Este sesgo estructural hacia la financiación de la deuda alienta a las empresas a endeudarse en lugar de invertir en renta variable; sin embargo, los altos coeficientes de deuda respecto de la renta variable aumentan la probabilidad de quiebra (en el sentido de que las empresas están obligadas a devolver los intereses y el capital de una deuda) y fomentan la asunción de riesgos, a menudo a expensas de los acreedores y no de los accionistas[60] y, como se ha visto, en algunos casos, también de los contribuyentes. Solo la renta variable puede proporcionar un amortiguador de riesgo fiable contra los impactos externos.

Sesgo de la deuda en la UE



Fuente: ZEW (2017)

El reequilibrio del actual sesgo hacia la financiación de la deuda mediante el alivio de las cargas de la financiación de renta variable para crear igualdad de condiciones debería ser el objetivo de CMU por dos razones. En primer lugar, debería alentar a las empresas a fortalecer su base de renta variable y desalentar los niveles de apalancamiento demasiado altos, mejorando así su estabilidad financiera mediante el aumento de la capacidad de absorción de pérdidas. En segundo lugar, debería dar lugar a que los inversores paguen menos impuestos por sus inversiones de renta variable, incentivando la provisión de renta variable como fuente alternativa de financiación. No solo es importante reequilibrar este sesgo, sino también armonizar los procedimientos fiscales.

Se anima a los actores políticos de la Unión Europea a que tengan en cuenta las diferentes características de los mercados de renta variable y de deuda cuando emprendan iniciativas regulatorias de los mercados de capitales. Algunos de los acuerdos fiscales en vigor actúan como un obstáculo para el desarrollo de los mercados de capitales públicos en la UE. El examen de esos acuerdos no debería dar lugar a la creación de una nueva imposición fiscal sobre la financiación de la deuda, sino más bien eliminar y aliviar las cargas que pesan sobre la financiación de la renta variable para crear igualdad de condiciones.

En los estudios y encuestas anuales de la Comisión Europea sobre las políticas fiscales en la UE[61] se deberían llevar a cabo evaluaciones más exhaustivas de las repercusiones en el coste del capital derivadas del actual sesgo fiscal contra las inversiones en renta variable. En la actualidad, en muchos países europeos se observa una falta de incentivos fiscales positivos, o la presencia de importantes desincentivos, por lo que el sistema fiscal es más favorable a la emisión de deuda que a la de renta variable. Para orientar más flujos de inversores e inversiones hacia instrumentos de renta variable, bonos y derivados cotizados, se deben evitar los desincentivos fiscales y regulatorios nuevos o existentes que suprimen la demanda de los inversores. Esos cambios tendrían un efecto positivo en el atractivo general de los mercados de capitales públicos europeos. Aunque se han formulado propuestas en el marco de CMU para hacer frente a los prejuicios fiscales contra la financiación de la renta variable en favor de los modelos basados en la deuda, es imperativo que esta labor se complete en el próximo mandato.

4.1 Reducir los costes fiscales en la etapa de OPV para los empleados, la dirección y los propietarios

Para fomentar un comportamiento empresarial individual en las primeras etapas que pueda implicar un riesgo, se recomienda que se reduzcan o eliminen los costes fiscales que puedan cristalizarse en la fase de OPV. Entre los ejemplos de esos costes fiscales se puede incluir la plusvalía por la venta de acciones de los fundadores y el impuesto sobre la renta por la adquisición de opciones sobre

acciones. Esas desgravaciones fiscales podrían destinarse a sectores específicos de la economía, por ejemplo, la alta tecnología, las empresas con sede en zonas empresariales, etc., y, por lo tanto, estar ligadas a objetivos estratégicos más amplios. Las desgravaciones fiscales podrían adoptar la forma de tipos impositivos preferenciales, exención de impuestos o la posibilidad de prorrogar o aplazar esos impuestos para futuras inversiones en determinadas entidades no cotizadas.

4.2 Eliminar la discriminación fiscal de la renta variable con respecto a la deuda y otras formas de inversión

El sesgo de la deuda-renta variable en materia fiscal debe abordarse con un apoyo cuidadoso a la concesión de un subsidio para la renta variable. Sin embargo, la introducción de esa medida por parte de los Estados miembros no ha tenido un éxito universal en el estímulo de la inversión en renta variable y a veces se ha utilizado con fines de evasión fiscal. Por consiguiente, toda medida de esa índole se tendría que examinar detenidamente en los marcos fiscales nacionales e internacionales para garantizar que sus objetivos se logren de manera eficaz en función de los costes y que no se conviertan en vehículos de evasión fiscal. De ser necesario, la cuestión del sesgo de la deuda-renta variable debería separarse de las actuales propuestas de la base común consolidada del impuesto de sociedades que permanecen bloqueadas en el Consejo.

La Comisión Europea debería crear un marco sólido de la UE para la retención de impuestos más allá del actual Código de Conducta.[62] Los procesos complejos e ineficientes que impiden a un titular final que tendría derecho a reclamar una tasa reducida de retención en origen se han estimado en unos 8600 millones de euros solo en la Unión Europea. Por lo tanto, y como se establece en el Informe del grupo consultivo empresarial sobre trabas fiscales («informe T-BAG») y según lo dispuesto en el paquete de aplicación del tratado de asistencia y mejora del cumplimiento («TRACE») de la OCDE, debería haber un proceso simplificado por el que esos titulares finales pudieran reclamar el derecho a la tasa más baja de retención de impuestos a través de un sistema intermediario autorizado. Esto permitiría a los intermediarios financieros que reúnan las condiciones necesarias hacer reclamaciones en bloque para obtener una exención en origen o para el reembolso de la retención de impuestos en nombre del titular final que representan.[63] El titular final tendría que proporcionar al intermediario autorizado una autodeclaración en la que se afirmara su derecho a la tasa de retención de impuestos más baja. Las autoridades fiscales recibirían reportes anuales del intermediario autorizado junto con la capacidad de auditar al intermediario autorizado y, por lo tanto, de comprobar el cumplimiento. Este sistema simplificaría el proceso de reclamación, reduciría la fuga innecesaria de impuestos y, por lo tanto, aumentaría los beneficios para los inversores. Este informe acoge con satisfacción la noticia de que Finlandia ha adoptado el sistema TRACE y que este sistema estará en funcionamiento a partir del 1 de enero de 2020.

4.3 Proporcionar incentivos fiscales para fomentar la inversión a largo plazo en empresas cotizadas de pequeña y mediana capitalización

Una encuesta realizada por CFA Institute en 2015 mostró que los encuestados consideraban que los mayores obstáculos para el desarrollo de los mercados de capitales de la Unión Europea son las diferencias en el tratamiento fiscal de las distintas jurisdicciones y las diferencias en los marcos jurídicos relativos a la propiedad y la transferencia de valores.[64] Se deberían facilitar más inversiones transfronterizas, ya que algunos Estados miembros tienen actualmente un exceso de liquidez y otros sufren de la falta de ella.

La Comisión Europea debe realizar un estudio sobre los incentivos fiscales para las pymes, en concreto, cuando buscan financiación de deuda o de renta variable. Este estudio debe incluir una visión general de las prácticas de incentivo existentes en toda la UE, la evaluación de las repercusiones de los diversos regímenes nacionales, así como la identificación de las mejores prácticas que podrían proponerse como recomendaciones a nivel paneuropeo.

En general, deberían adoptarse más medios para alentar a los pequeños inversores a invertir en renta variable de diversas maneras, por ejemplo, directamente, a través de fondos, mediante planes de pensiones, etc. Ese estímulo podría consistir en exenciones fiscales sobre las ganancias o ingresos recibidos o aplazamientos de impuestos de manera que cualquier impuesto adeudado se aplazara hasta que se retiraran el capital o los ingresos. Esto posiblemente alentaría la inversión en empresas en fase de crecimiento y así se crearía un mercado más líquido. Concretamente, las ventajas fiscales podrían dirigirse a las inversiones realizadas en nuevas emisiones, empresas con activos brutos por debajo de un determinado nivel, etc. Además, al reconocer que los inversores minoristas pueden tener un conocimiento o acceso a la información insuficiente para llevar a cabo inversiones directas pertinentes, esas ventajas fiscales podrían concederse a determinados organismos de inversión colectiva que inviertan en activos permitidos. Esto permitiría a los inversores minoristas beneficiarse de la experiencia en la gestión de fondos, así como distribuir el riesgo mediante la inversión en una cartera diversificada de activos adecuados.

Suecia es un buen ejemplo en el que un tratamiento fiscal especial de los ahorros en fondos y renta variable ha promovido las inversiones. En 2012 se incorporó un tratamiento especial para las cuentas de ahorro de inversión (ISK), en las que, en lugar de pagar el impuesto sobre la plusvalía, el ahorrador paga una tasa impositiva estándar anual.[65] Según la Asociación Nórdica de Valores, hay 3,3 millones de cuentas de ahorro de inversión en Suecia. Estas cuentas permiten a los inversores minoristas estar activos en su cuenta sin tener que informar de cada transacción, ganancia o pérdida a las autoridades fiscales. En algunos Estados miembros se han aplicado conceptos similares y otros están en curso. Por ejemplo, en Hungría existe una «cuenta de inversión a largo plazo» especial en la que no se gravan los ingresos (no hay impuesto sobre la plusvalía, ni sobre los intereses ni sobre los dividendos) si el dinero no se retira de la cuenta en un plazo de cinco años. La Comisión Europea puede seguir desempeñando un papel importante en el intercambio de mejores prácticas entre los Estados miembros a fin de respaldar este tipo de medidas.

Los marcos de los programas de opciones de acciones para empleados deben simplificarse. Esto facilitaría a las pequeñas empresas el personal clave y permitiría a los empleados compartir el camino de crecimiento de la empresa que los emplea. Los programas de opciones de acciones para empleados también contribuyen a la educación financiera y al desarrollo de una cultura de inversión en renta variable. Un ejemplo de ello es la carta abierta de los fundadores de Spotify, la aplicación de *streaming* de música, a los políticos suecos enviada en

2016, en la que afirmaban que, para ser competitivos como empresa atractiva para el talento internacional, debían ofrecer programas de opciones de acciones para empleados, algo que consideraban imposible en virtud de la legislación fiscal sueca y, por tanto, pedían una revisión.[66] Las opciones de acciones para empleados se deben gravar cuando se ejerzan, no cuando se concedan.

Al reconocer que las pymes en crecimiento pueden representar un mayor nivel de riesgo, también se podrían ofrecer incentivos fiscales para permitir que la inversión en dicha empresa, ya sea directa o indirectamente, se deduzca de los impuestos. Esa deducción podría limitarse a una cantidad económica anual y, de nuevo, estar sujeta a ciertas restricciones en cuanto a inversiones cualificadas, período de retención, etc.

Se debe establecer un plan paneuropeo de remisión y mediación de créditos en caso de rechazo de una solicitud de préstamo bancario de una pyme. El plan identificaría posibles fuentes de financiación alternativas que se ajustaran al perfil de la empresa, desde los mercados de capitales hasta el capital riesgo y la financiación colectiva.

Se deben evaluar las medidas de ayuda estatales, ya que la armonización de incentivos puede contribuir al incremento del ahorro transfronterizo. También debe considerarse la posibilidad de establecer un fondo de inversión libre de impuestos de la Unión Europea (para inversores minoristas) que invierta únicamente en valores de pequeña capitalización.

Debe evitarse cualquier nueva política fiscal (incluyendo propuestas como el impuesto sobre transacciones financieras) que desaliente a los inversores de acceder a los mercados de capitales, en particular, en los instrumentos cotizados. Se insta a los actores políticos a que consideren plenamente las consecuencias de las nuevas políticas fiscales que podrían ser perjudiciales para los mercados financieros de la UE y sus usuarios, aumentar la distorsión del mercado y debilitar la competitividad de la UE. Definir el entorno regulatorio y fiscal adecuado es fundamental para crear una mayor «demanda» de los mercados de capitales y mejorar el posicionamiento global de Europa. A falta de una cooperación mundial o incluso a nivel de la UE, es importante evaluar detenidamente las consecuencias de una mayor imposición en las actividades financieras. Muchas de las transacciones sujetas a un impuesto se reubicarían en países no cooperantes, lo que reduciría las perspectivas de ingresos, lo que afectaría a la eficacia de la supervisión y aumentaría la fragmentación. Se observa que se están celebrando conversaciones entre ciertos Estados miembros para reconsiderar las propuestas del impuesto sobre transacciones financieras de la Comisión Europea. Aunque no se respalda ese impuesto, ya que desalentará a los inversores a invertir en los mercados de capitales, se recomienda encarecidamente que en toda propuesta que se aplique se establezca que la nueva emisión de acciones en todos los mercados públicos esté exenta de ese impuesto; y que toda negociación en los mercados de crecimiento para pymes esté exenta de ese impuesto (como en el caso del mercado AIM de Londres). Se considera que esto sería coherente con la intención del impuesto sobre transacciones financieras.

Resumen de las recomendaciones

4. Mejorar los incentivos fiscales para la inversión en OPVs y la renta variable

Recomendaciones	Actores principales
Eliminar la discriminación fiscal de la renta variable en comparación con la deuda y adoptar medidas para favorecer, en su lugar, las inversiones en renta variable.	Estados miembros
Revisar los incentivos fiscales y reducir o eliminar los costes fiscales que puedan producirse en la etapa de OPV para empleados, directivos y propietarios.	Estados miembros
Proporcionar incentivos fiscales para fomentar la inversión en las pymes en crecimiento y simplificar los marcos para las opciones de acciones para empleados.	Estados miembros
Compartir las mejores prácticas entre los Estados miembros para promover las inversiones de renta variable.	Comisión Europea
Crear un marco robusto de la UE para la retención de impuestos.	Comisión Europea
Llevar a cabo un estudio sobre los incentivos fiscales para las pymes, en concreto cuando buscan financiación de deuda o de renta variable.	Comisión Europea
Establecer un plan paneuropeo de remisión y mediación de créditos en caso de rechazo de una solicitud de préstamo bancario de una pyme.	Comisión Europea
Evaluar las medidas de ayuda estatales, ya que la armonización de incentivos puede contribuir al incremento del ahorro transfronterizo.	Comisión Europea
Evitar la adopción de políticas fiscales que desanimen a los inversores a invertir en los mercados de capitales, como el impuesto sobre transacciones financieras.	Comisión Europea, Estados miembros

5. Elaborar un marco reglamentario que favorezca la innovación tecnológica y pueda hacer frente a los posibles ajustes regulatorios

La tecnología siempre ha sido una fuente de cambio estructural y de disrupción. En lo que respecta a los mercados financieros, los precedentes incluyen el auge del comercio electrónico y la negociación algorítmica. La tecnología financiera (*fintech*) y la tecnología regulatoria (*regtech*) tienen el potencial para superar determinados obstáculos, a la vez que ofrecen ganancia de eficiencia y respaldan la mitigación de los riesgos. Sin embargo, podrían crear ramificaciones a lo largo de todo el ciclo de vida de los valores en los mercados de capitales. La tecnología financiera puede ayudar a ampliar el acceso de los consumidores, los inversores y las empresas a los servicios financieros, ofreciendo una mayor variedad y servicios más fáciles de usar, a menudo a precios más bajos. Las nuevas tecnologías financieras pueden ayudar a las personas, así como a las pymes, incluidas las empresas de nueva creación y las de mayor escala, a acceder a fuentes de financiación alternativas para respaldar sus necesidades de flujo de efectivo y capital riesgo. El desarrollo de la tecnología financiera conllevará cambios fundamentales en el funcionamiento del sector financiero y la financiación de la economía. Tiene el potencial de reducir los costes, aumentar la velocidad de los servicios y aumentar drásticamente las opciones para las empresas que buscan fondos, los inversores institucionales y minoristas, así como los consumidores de servicios financieros.[67]

5.1 Salvaguardar la igualdad de condiciones para las actividades en el campo de las nuevas tecnologías aplicando el principio «mismo negocio, mismas reglas»

La regulación de los servicios financieros europeos debe abarcar las nuevas tecnologías y los reguladores deben velar por que se apliquen cuidadosamente y permitan aumentar la eficiencia. El principio «mismo negocio, mismas reglas» debe ser la fuerza motriz, ya que es crucial para garantizar la igualdad de condiciones. Para proteger a los inversores, los actores políticos deben permitir un enfoque de *sandbox* en la UE para asegurarse de que se comprenden bien las consecuencias de las nuevas tecnologías antes de que compitan abiertamente.

Como ha señalado la Comisión Europea, la financiación colectiva «se está estableciendo cada vez más como una parte importante de la escalera de financiación para las empresas de nueva creación y en sus primeras etapas» como una alternativa a la financiación bancaria.[68] Se trata de una novedad positiva, ya que las empresas necesitan acceder a diferentes tipos de financiación en distintas etapas de su desarrollo; por ejemplo, financiación colectiva («*crowdfunding*»), *business angels*, capital riesgo, colocación privada, ofertas públicas de venta en los mercados principales y de crecimiento, así como operaciones de financiación en mercados secundarios.

La financiación colectiva puede ser un elemento positivo para la financiación de las empresas en general y para reactivar la financiación pública de las empresas, especialmente porque puede ayudar a:

- *Aumentar el volumen de empresas que se preparan para una OPV*
- *Desarrollar una cultura de inversión en renta variable más sólida en Europa, lo que a la larga tendría un efecto positivo en la participación de los inversores minoristas en los mercados de renta variable públicos, lo que se relaciona positivamente con un mejor acceso de las pymes a las OPVs*
- *Revivir los ecosistemas locales necesarios para las OPVs de las empresas pequeñas*

A pesar de estos beneficios, la financiación colectiva no sustituye a las OPVs. Los mercados públicos ofrecen un acceso fácil a las empresas que deseen obtener capital y a todos los inversores, minoristas e institucionales, que deseen diversificar sus carteras. Sin embargo, en términos de escala, aunque la financiación colectiva siga creciendo a gran velocidad, no se puede esperar que los fondos que se puedan recaudar individual y colectivamente mediante la financiación colectiva cubra el déficit de financiación al que se enfrentarán las empresas europeas en las próximas décadas. El capital reunido por las plataformas de financiación colectiva sigue siendo limitado en comparación con el capital obtenido en los mercados públicos. En concreto, las empresas que más influyen en el crecimiento del empleo son las que se encuentran en el extremo superior de la escala de la escalera de financiación, lo que significa que, aunque se mantengan las tendencias de crecimiento de la financiación colectiva, es posible que solo tengan un impacto modesto en los nuevos empleos creados en Europa.

Sin embargo, durante las negociaciones de la propuesta de financiación colectiva, los actores políticos han acordado elevar el umbral cuando se necesite producir un folleto superior a 1 millón de euros en la obtención de capital de hasta 5 millones de euros. Se corre el riesgo de crear problemas en cuanto a la protección de los inversores, así como la igualdad de condiciones para los mercados que aplican una amplia serie de normas de negociación de la Unión Europea para garantizar la integridad del mercado y la protección del consumidor. Ahora habrá que evaluar detenidamente las consecuencias de esta medida.

En los últimos años, las ofertas iniciales de divisas (ICOs) también se han vuelto cada vez más habituales. Se ha elogiado su sencillez en comparación con las OPVs y se las ha descrito como una oferta «sin complicaciones y muy rápida para obtener grandes cantidades de dinero», además de permitir eludir el capital riesgo, dar a los inversores opciones de salida fáciles y ofrecer una preparación más rápida y costes más bajos en comparación con las OPVs.[69] Sin embargo, ESMA ha planteado preocupaciones en relación con la protección de los inversores (concretamente si los inversores son conscientes del nivel de riesgo que implican) y las empresas que realizan actividades comerciales sin aplicar la legislación de la UE.[70] En un informe de iniciativa propia, el SMSG de la ESMA subraya la importancia de la certeza jurídica en las ICO y los

criptoactivos. En el informe se señala la necesidad de aclarar la aplicación de la regulación financiera existente a los activos virtuales.[71] Esa aclaración es necesaria, habida cuenta de los enfoques reglamentarios nacionales tan divergentes en materia de criptoactivos. Esto genera desigualdades en la UE y, por lo tanto, se acoge con satisfacción que la Comisión Europea esté considerando posibles medidas regulatorias para abordar los criptoactivos que actualmente no están cubiertos por la legislación de la UE.[72] Sin embargo, si bien es muy positivo que ESMA y la Comisión Europea estén investigando estos desarrollos, los participantes en el mercado han considerado a veces que los reguladores actúan demasiado tarde en relación con los nuevos desarrollos. Por ejemplo, en el mercado croata se han realizado recientemente importantes inversiones en criptoactivos, a la vez que ninguna empresa ha llegado al mercado primario. En estos casos, habría que abordar más rápidamente las desigualdades que pueden surgir, ya que en este caso los criptoactivos se beneficiaron de la falta de requisitos regulatorios, incluso en lo que respecta a la protección de los inversores. Francia ha sido uno de los primeros países en dictar una legislación para las ICO. La ley Pacte incluye un marco específico para los emisores de tokens y los proveedores de servicios en materia de activos digitales, mientras que una nueva legislación abarca la tecnología de cadenas de bloques cuando se utiliza para emitir y registrar valores no cotizados. Con legislaciones de este tipo, los políticos franceses se proponen hacer más eficientes los mercados de capitales apoyando el uso de la tecnología. Sin embargo, debe garantizarse una protección adecuada de los inversores mediante requisitos de transparencia muy estandarizados.[73] La combinación de tecnologías innovadoras, por ejemplo, tecnologías basadas en cadenas de bloques, con infraestructuras de mercado establecidas y muy reguladas sería la opción natural para garantizar la estabilidad del mercado y, al mismo tiempo, aprovechar el potencial innovador que ofrece la tecnología financiera.

Hay algunas innovaciones tecnológicas interesantes en el mercado de pequeña capitalización que permiten a los inversores minoristas participar en la obtención de dinero de la misma manera que los inversores institucionales, participar en las mismas presentaciones/informaciones que las que reciben los inversores institucionales y tener más acceso a las empresas.

Como se ha destacado en el capítulo 2, algunos mercados ofrecen ahora servicios de suscripción a clientes minoristas que facilitan su participación en los mercados de renta variable. En el caso de las empresas, los beneficios pueden incluir, por ejemplo, casos de uso para la actualización periódica de los folletos. Los avances tecnológicos también pueden permitir la celebración de reuniones generales anuales híbridas (como se examina con más detalle en el capítulo 2). Esa tecnología facilita la implicación de los accionistas y aumenta la liquidez, ya que incluye a los inversores minoristas. Sin embargo, la realización de juntas generales anuales solo virtuales, como es habitual en Estados Unidos, plantea problemas, ya que puede utilizarse para restringir la capacidad de los accionistas de pedir cuentas a los consejos de administración de las empresas.

Es importante establecer los principios clave en los que la UE puede desempeñar un papel para facilitar el desarrollo y la aplicación de la tecnología financiera. Estos principios incluyen la necesidad de:

- *La aplicación de las mismas normas para los mismos servicios y riesgos (incluso en diferentes legislaciones) basándose en el principio de la neutralidad tecnológica.*
- *Un enfoque basado en el riesgo, la proporcionalidad y la importancia que permita flexibilidad, en concreto en lo que respecta a la innovación con pequeños grupos de clientes (es decir, sandboxes), a la vez que garantiza la igualdad de condiciones en toda la UE.*
- *El equilibrio de los riesgos locales (país) junto con los beneficios de los mercados transfronterizos (es decir, la escalabilidad, la interoperabilidad y el pasaporte de los servicios).*

Resumen de las recomendaciones

5 Elaborar un marco reglamentario que favorezca la innovación tecnológica y pueda hacer frente a los posibles ajustes regulatorios

Recomendaciones	Actores principales
Salvaguardar la igualdad de condiciones entre las actividades de obtención de capital mediante nuevas tecnologías aplicando el principio «mismo negocio, mismas reglas».	Comisión Europea
Aclarar la aplicación de la regulación financiera existente a los activos virtuales.	Comisión Europea

6. Importancia vital de los mercados de capitales para respaldar la transición a una economía sostenible

La lucha contra el cambio climático es una de las principales preocupaciones de los ciudadanos de la UE. El 93 % considera que el cambio climático es un problema grave y el 79 % lo ve como un problema muy grave.[74] Se celebra y respalda el compromiso de los actores políticos de la Unión Europea para encontrar soluciones colectivas al problema mundial del cambio climático, concretamente con el Grupo de expertos de alto nivel sobre financiación sostenible y el plan de acción sobre la financiación del crecimiento sostenible. Es evidente que en la financiación de una futura economía sostenible, los mercados de capitales tienen un papel fundamental.

La evolución del mercado refleja el enorme aceptación de los inversores institucionales y, en concreto, los de la UE, por contribuir al éxito del Acuerdo de París y los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODSs) de las Naciones Unidas. Los bonos verdes y otros tipos de bonos sostenibles han experimentado recientemente un éxito masivo, como lo demuestra su emisión. Los accionistas prefieren cada vez más invertir en empresas que demuestren un impacto social o medioambiental beneficioso junto con un sólido rendimiento financiero. En los últimos años, se ha producido un aumento sustancial de las inversiones ESG/sostenibles de los inversores institucionales.[75]

A nivel mundial, los activos de inversión sostenibles en los cinco principales mercados se situaron en 30,7 billones de dólares a principios de 2018, lo que supone un aumento del 34 % en dos años. En todas las regiones, excepto en Europa, también ha aumentado la cuota de mercado. En Europa, el total de activos comprometidos con estrategias de inversión sostenibles y responsables creció un 11 % de 2016 a 2018 hasta alcanzar los 12,3 billones de euros (14,1 billones de dólares estadounidenses), pero su participación en el mercado general disminuyó del 53 % al 49 % del total de activos gestionados profesionalmente. Se sugiere que esto último puede deberse a la incorporación de normas y definiciones más estrictas. Las estrategias para la inversión sostenible incluyen filtros de exclusión, integración de ESG, inversión de impacto positivo e implicación corporativa y acción de los accionistas.[76]

Asimismo, la evolución de las políticas a nivel europeo subraya la importancia de crear mercados financieros sostenibles y de financiar un crecimiento sostenible. En 2018, la Comisión Europea publicó un plan de acción de la financiación sostenible en el que se esbozaban medidas legislativas y no legislativas, la mayoría de las cuales ya se han adoptado. Le siguieron una serie de propuestas legislativas, para:

- *Crear una taxonomía*
- *Garantizar que los inversores institucionales comuniquen en qué medida se tienen en cuenta los factores medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG)*
- *Crear nuevas definiciones de referencias medioambientalmente sostenibles*
- *Garantizar que se tengan en cuenta las preferencias de sostenibilidad de los clientes*

Estos expedientes ya han concluido a nivel político. En paralelo a la labor legislativa, la Comisión Europea ha establecido también grupos de expertos para que asesoren sobre los aspectos técnicos de la taxonomía, las normas sobre bonos verdes, las referencias y la divulgación de la información.

Un documento de trabajo publicado por el BCE en 2019 muestra que, para determinados niveles de desarrollo económico y financiero y de regulación medioambiental, las emisiones de CO2 per cápita son menores en las economías que están relativamente más financiadas con renta variable. Esto se debe al papel que desempeñan los mercados bursátiles en la reasignación de las inversiones hacia los sectores menos contaminantes y en el empuje a los sectores de gran consumo de carbono para que desarrollen y apliquen tecnologías más ecológicas.[78] En un artículo de seguimiento, los autores aportan datos de que el aumento de la cuota de financiación de renta variable a la mitad a nivel mundial reduciría las emisiones agregadas de carbono per cápita en aproximadamente una cuarta parte del compromiso del Acuerdo de París y piden que se apoyen las iniciativas basadas en renta variable en lugar de las políticas destinadas a descarbonizar la economía europea a través del sector bancario.[79] Por consiguiente, la promoción de la CMU y la financiación sostenible son proyectos que se refuerzan mutuamente y que deben llevarse a cabo de forma conjunta, pero teniendo en cuenta los recursos de que disponen las empresas cotizadas en los mercados públicos.

Además, es importante tener siempre presente que los mercados financieros reflejan la evolución de otros sectores de la economía. En este sentido, el programa de financiación sostenible no puede, por sí mismo, llevar a cabo los objetivos del Acuerdo de París. Los cambios regulatorios no deben tener consecuencias imprevistas en lo que respecta a la gestión de riesgos y hay que tener en cuenta que las etiquetas y normas que no reflejan los fundamentos del mercado pueden distorsionar los incentivos económicos y provocar la acumulación de burbujas en la economía. En última instancia, un cambio en la mentalidad de todos los agentes económicos es el componente más esencial de una transición satisfactoria hacia una economía con bajas emisiones de carbono y eficiente en el uso de los recursos que esté orientada hacia un crecimiento inclusivo y la concienciación por los riesgos a largo plazo. La creciente demanda de productos sostenibles en el mercado apunta a un cambio de este tipo, ya que, por un lado, hay inversores que desean invertir en empresas innovadoras que proponen soluciones sostenibles a los problemas que se plantean y, por otro, inversores que desean limitar su exposición a los activos que entrañan riesgos relacionados con el clima. Por ello, el equipo de las empresas también debe estudiar la forma de incorporar la consideración de ESG en su estrategia y mejorar sus reportes en esas áreas.[80]

6.1 Adoptar medidas que movilicen la financiación sostenible en Europa

Un enfoque transparente y coherente, en consonancia con los aspectos de ESG, por parte de la economía real, la industria financiera y los organismos reguladores, ofrece grandes oportunidades a los mercados de capitales internacionales, tanto en el área de la evaluación de riesgos como en la de la identificación de nuevas áreas de negocio. Este enfoque eficaz de la financiación sostenible requiere una visión a largo plazo que sea proporcional al tamaño de la empresa y garantice la igualdad de condiciones entre los mercados públicos y privados. La armonización de las diferentes leyes, por ejemplo, los requisitos de reportes con las disposiciones de taxonomía y otras regulaciones, es un requisito previo. Una taxonomía claramente definida, en la que se llegue a un acuerdo sobre lo que constituye un activo medioambientalmente sostenible, es un punto de partida necesario para otras acciones, como normas y etiquetas. Esto también ayudará a obtener una información financiera de alta calidad y comparable. También se quisiera subrayar la importancia de abordar los aspectos sociales en el marco del programa de financiación sostenible. Los asuntos relacionados con el clima no deben tratarse de forma aislada, ya que esto podría tener un impacto negativo en otros lugares. Estos asuntos deben estar más bien vinculados a riesgos de sostenibilidad más amplios.

Las necesidades de los inversores y otras partes interesadas en cuanto a los reportes no financieros han aumentado drásticamente en la última década. Sin embargo, las empresas tienen dificultades para proporcionar reportes no financieros coherente, comparable y fiable, ya que hay demasiados marcos y ninguno de ellos abarca todos los aspectos. Como el tema medioambiental, social y de gobernanza (ESG) es cada vez más importante para los inversores, es probable que el coste del capital aumente para las empresas que omiten o proporcionan información deficiente sobre este tema. Puede que no sea un punto significativo con el actual nivel de facilitación cuantitativa, pero a medio y largo plazo podría convertirse en un asunto importante. Por lo tanto, es necesario alinear y uniformar las normas y los marcos. La Comisión Europea ha adoptado recientemente directrices no vinculantes para los reportes relacionados con el clima. Las directrices no vinculantes existentes y su actualización son útiles para mejorar los reportes relacionados con el clima. Sin embargo, el alcance actual de la directiva sobre la elaboración de reportes no financieros (NFRD) es demasiado restrictivo, ya que excluye a algunas empresas muy grandes no cotizadas. Para estas grandes empresas no cotizadas, los reportes no financieros pueden ser más pertinentes que para algunas de las empresas del ámbito actual.

En el marco del plan de acción de la Comisión Europea sobre la financiación sostenible, se pidió a las autoridades supervisoras europeas que reunieran datos y asesoramiento sobre el excesivo cortoplacismo en los mercados financieros, ya que la Comisión Europea considera que las decisiones adoptadas por las empresas no reflejan plenamente los aspectos a largo plazo que serían necesarios para situar la economía de la UE en una senda sostenible y gestionar la transición hacia una economía con bajas emisiones de carbono. El cortoplacismo se definió como la concentración en horizontes temporales cortos tanto por parte de los directivos empresariales como de los mercados financieros, dando prioridad a los intereses de los accionistas a corto plazo sobre el crecimiento a largo plazo de la empresa.[81] ESMA dio su consejo en esta área en diciembre de 2019.[82] El debate sobre la reducción de los requisitos de reportes periódicos se viene desarrollando desde hace mucho tiempo y a menudo se argumenta que las empresas no cotizadas pueden centrarse en los intereses estratégicos a largo plazo de la empresa, mientras que los directivos de las empresas cotizadas se preocupan por cumplir las expectativas de los inversores de un trimestre a otro. Sin embargo, la reducción de la frecuencia de los reportes financieros disminuiría el nivel de transparencia y de protección de los inversores, y tendría un impacto real en las inversiones a largo plazo de las empresas. La reducción de la frecuencia de los reportes aumentaría aún más el coste del capital. Un buen enfoque para disuadir el cortoplacismo sería centrarse en las estructuras de incentivos de las empresas. Para fomentar una visión a más largo plazo, las empresas deberían ampliar sus períodos de rendimiento en sus planes de incentivos de tres a cinco años.[83]

Los mercados de OPVs para pequeñas empresas deberían establecer el equilibrio adecuado entre la incorporación de consideraciones de ESG y la creación de un entorno atractivo y de creación de valor para la innovación y el espíritu empresarial. Se deberían aplicar de manera inteligente los requisitos de reportes, tanto financieros como no financieros. Esto debería evitar una carga desproporcionada para las pequeñas empresas, lo que haría que el mercado de OPVs resultara poco atractivo, en concreto si esos requisitos de reportes no se aplican a las empresas no cotizadas.

Resumen de las recomendaciones

6. Importancia vital de los mercados de capitales para respaldar la transición a una economía sostenible

Recomendaciones	Actores principales
Desarrollar una visión financiera sostenible y CMU de refuerzo mutuo a largo plazo que sea proporcional al tamaño de la empresa y garantice la igualdad de condiciones entre los mercados públicos y privados.	Comisión Europea
Incentivar a los agentes del mercado hacia una orientación a largo plazo mediante las siguientes acciones: • Garantizar la proporcionalidad de los requisitos de reportes no financieros, especialmente para las empresas en fase de crecimiento. • Revaluar los factores necesarios para incentivar a las entidades participantes del mercado a evaluar riesgos a más largo plazo. • Reportes coherentes, comparables y sustanciales sobre información no financiera por parte de los emisores.	Comisión Europea
Garantizar la coordinación de las diferentes legislaciones, por ejemplo, los requisitos de reporte con las disposiciones de taxonomía y otras regulaciones.	Comisión Europea

7. Información sobre el Grupo Europeo de Trabajo sobre OPVs

El Grupo Europeo de Trabajo sobre OPVs se creó en 2014 con el fin de generar conciencia de los principales obstáculos que se oponen a la eficiencia de los mercados de OPVs y formular recomendaciones sobre las áreas que requieren medidas. Lo coordinó la FESE, junto con los emisores europeos e Invest Europe, y se fundamentó en la creencia de que los mercados de capitales de renta variable europeos, para los que el proceso OPV es el punto de entrada, desempeñan un papel fundamental en la economía. La labor del Grupo Europeo de Trabajo sobre OPVs dio como resultado un informe publicado en 2015, disponible en la página web de la FESE.

En 2019, Accountancy Europe, CFA Institute, BERD y FESE tomaron la iniciativa de relanzar el Grupo Europeo de Trabajo sobre OPVs. Se volvió a poner en marcha para evaluar la evolución reciente de los mercados de OPVs y hacer un balance de los resultados de las recomendaciones formuladas por el Grupo Europeo de Trabajo sobre OPVs original en 2015. Además, el grupo de trabajo ha evaluado los acontecimientos relacionados con la financiación sostenible, las nuevas tecnologías y la evolución de los mercados de Europa Central y Oriental.

El Grupo Europeo de Trabajo sobre OPVs está compuesto por representantes empresariales y expertos independientes de los principales segmentos del sector financiero que participan en la admisión de empresas a cotización en Bolsa. Sus participantes están unidos en la creencia de que los mercados de renta variable públicos europeos deben ofrecer mejores oportunidades para que las empresas se financien a sí mismas y que es necesario abordar la disminución sistemática de las OPVs en Europa para promover el desarrollo sostenible a largo plazo que necesita Europa. El grupo de trabajo tiene por objeto profundizar en la comprensión de la tendencia estable de disminución del número de nuevas cotizaciones en Bolsa y empresas cotizadas en los mercados públicos.

Función de los participantes y observadores

Las opiniones expresadas por los participantes, en las reuniones y en su apoyo a este informe, son opiniones de los individuos y no deben considerarse como representativas de las opiniones oficiales de las organizaciones para las que trabajan. Las recomendaciones del informe representan un compromiso entre los diferentes participantes en el mercado. Los representantes de las instituciones europeas fueron observadores en el Grupo Europeo de Trabajo sobre OPVs. Dado que en el presente informe se formulan recomendaciones a los actores políticos, su participación en el Grupo de Trabajo no debe considerarse como una aprobación de las conclusiones y recomendaciones del informe. Lo mismo se aplica a los observadores de la industria del grupo de trabajo.

Grupo Europeo de Trabajo sobre OPVs

PRESIDENTA

Caroline Nagtegaal
Parlamento Europeo (presidenta)

PARTICIPANTES

Rients Abma
Eumedion

Gunther Artner
Erste Group

Sebastien Boulet
Amundi

Ivana Gazic
Bolsa de Zagreb

Piet Hemschoote
Accountancy Europe

Josina Kamerling
CFA Institute

Nick Kaufmann
Wood & Company

Adam Kostyal
Nasdaq

Camille Leca
Euronext

Niels Lemmers
European Investors/VEB

Aleksandra Mączyńska
Better Finance

Daniela Peterhoff
Oliver Wyman

Paul Radcliffe
EY

Rainer Riess
FESE

Alexander Schindler
Union Asset Management

Abel Sequeira Ferreira
AEM

Hauke Stars
Deutsche Borse Group

Hannes Takacs
EBRD

Ivan Takev
Alaric Securities

Juan Carlos Ureta
Renta 4

Tim Ward
Quoted Companies Alliance

OBSERVADORES DE INSTITUCIONES PÚBLICAS

Angelos Delivorias
Servicio Parlamentario de Investigación Europeo

Mats Isaksson
OCDE

Paula Kirppu
Ministra de Hacienda, FI (Presidencia de la UE)

Tatyana Panova
Comisión Europea (DG FISMA)

Joachim Schwerin
Comisión Europea (DG GROW)

Stefano Spinaci
Servicio Parlamentario de Investigación Europeo

Lucio Vinhas de Souza
Comisión Europea (EPSC)

OBSERVADORES DE LA INDUSTRIA

Florence Bindelle
EuropeanIssuers

Javier Mata
Banco Santander

Christophe Verboomen
Invest Europe

ORGANIZADORES

Sandra Andersson
FESE

Johan Barros
Accountancy Europe

Roberto Silvestri
CFA Institute

Attila Tóth
EBRD

Información sobre los coorganizadores

ACCOUNTANCY EUROPE

Accountancy Europe reúne a 51 organizaciones profesionales de 35 países que representan a un millón de contables, auditores y asesores cualificados. Los contables cualificados hacen que los números funcionen para las personas. Como Accountancy Europe, traducimos su experiencia diaria de toda Europa para aportar información al debate político europeo. Lo hacemos en las áreas en las que nuestra profesión puede contribuir más, a saber: finanzas sostenibles, pymes, impuestos, reportes y auditoría.

Las buenas decisiones comienzan con información fiable. Los contables cualificados miden, divulgan y añaden credibilidad a los datos de la organización para apoyar a los responsables de la toma de decisiones en los sectores público y privado. Proporcionan la transparencia, la confianza y la integridad que ayudan a los mercados a funcionar. Como tales, son esenciales para el buen funcionamiento y la integración de los mercados de capitales europeos.

CFA INSTITUTE

CFA Institute es la asociación mundial de profesionales de la inversión que establece el estándar de excelencia y credenciales profesionales. La organización es defensora del comportamiento ético en los mercados de inversión y una fuente de conocimiento respetada en la comunidad financiera mundial. Nuestro objetivo es crear un entorno en el que los intereses de los inversores sean lo primero, los mercados funcionen al máximo y las economías crezcan. Hay más de 170 000 expertos financieros de CFA en todo el mundo en 162 mercados. CFA Institute tiene nueve oficinas en todo el mundo y cuenta con 158 sociedades miembros locales.

BANCO EUROPEO DE RECONSTRUCCIÓN Y DESARROLLO (BERD)

BERD es un banco multilateral que promueve el desarrollo del sector privado y la iniciativa empresarial en 38 economías de tres continentes. El banco es propiedad de 69 países, así como de la Unión Europea y el Banco Europeo de Inversiones. Las inversiones del BERD tienen por objeto hacer que las economías de sus regiones sean competitivas, ecológicas, inclusivas, resilientes e integradas, y estén bien gobernadas. El presente informe se preparó con aportaciones de la Iniciativa de Desarrollo de los Mercados de Divisa y Capital Locales (LC2) del BERD, que tiene por objeto promover mercados financieros más eficientes y autosostenibles mediante el desarrollo de los mercados de capitales locales y un uso más amplio de las divisas locales.

FEDERACIÓN DE BOLSAS DE VALORES EUROPEAS (FESE)

La Federación de Bolsas de Valores Europeas (FESE) representa a 36 Bolsas de valores, bonos, derivados y productos básicos a través de 18 miembros de pleno derecho de 30 países, así como a un miembro afiliado y a un miembro observador.

A finales de enero de 2020, los miembros de la FESE tenían empresas registradas en sus mercados, de las cuales algunas son compañías extranjeras que contribuyen a la integración europea y proporcionan un acceso amplio y líquido a los mercados de capitales en Europa. Muchos de nuestros miembros también organizan mercados especializados que permiten a las pequeñas y medianas empresas de toda Europa acceder a los mercados de capitales; empresas cotizan en estos mercados/segmentos especializados en acciones, lo que aumenta las opciones para inversores y emisores. A través de sus operaciones de MR y SMN, los miembros de la FESE están dispuestos a apoyar el objetivo de la Comisión Europea de crear una Unión de Mercados de Capitales.

La FESE está inscrita en el Registro de Transparencia de la Unión Europea con el número 71488206456-23.

8. Visión general y evaluación de las recomendaciones proporcionadas por el Grupo Europeo de Trabajo sobre OPVs en 2015

RECOMENDACIÓN 1

Crear un entorno regulatorio más flexible para las empresas cotizadas de pequeña y mediana capitalización, también conocidas como «empresas emergentes en fase de crecimiento», lo que incluye la reducción de los obstáculos de entrada y el coste del capital de renta variable.

1.1 Fomentar una base de financiación diversa y atractiva en los mercados públicos europeos para las empresas de todos los tamaños

		EVALUACIÓN INICIAL CINCO AÑOS DESPUÉS			NIVEL DE PRIORIDAD
SUBRECOMENDACIONES	DESTINATARIOS	¿SE HA CONSEGUIDO?	SI NO, ¿POR QUÉ?	¿SE SIGUE DESEANDO?	NO/ALTA-BAJA
1.1.1. Proporcionar a las empresas acceso a diferentes entornos regulatorios, administrativos y fiscales adecuados a sus necesidades de financiación en las diferentes etapas de crecimiento	Todos (UE, EM, industria)	X	Se abordó parcialmente en el examen de la regulación sobre folletos, pero, como se destaca en el informe, es necesario hacer más.	Sí	Alta
1.1.2. Proporcionar un portal informativo central para las empresas con información sobre los diferentes mecanismos para la obtención de capital transfronterizo	UE e industria	X	Ninguna organización asesora	Sí, el proyecto de punto de acceso electrónico europeo en el marco de la Directiva sobre transparencia es bienvenido a este respecto[E]	Media
1.1.3. Permitir la inversión en acciones menos líquidas (por ejemplo, la creación de índices con igual ponderación por empresa, no solo la capitalización del mercado)	Industria	X	Ninguna organización asesora	Sí	Media
1.1.4. Crear una definición de clase de activos de las pymes para los mercados nacionales que sirva para calibrar las normas adecuadas para las empresas cotizadas de diferentes tamaños	UE y EM	X		Quizás se ha reemplazado por el mercado de crecimiento para pymes	Baja
1.1.5. Reconocimiento público por parte de los actores políticos de la UE del vínculo entre las OPVs y el crecimiento, y compromiso con las mejoras en las cotizaciones en Bolsa europeas frente al resto del mundo	UE	Sí		Sí	Alta

1.2 Promover el concepto de «pensar primero a pequeña escala» en la regulación financiera de la UE que afecta a las empresas emergentes en fase de crecimiento

		EVALUACIÓN INICIAL CINCO AÑOS DESPUÉS			NIVEL DE PRIORIDAD
SUBRECOMENDACIONES	DESTINATARIOS	¿SE HA CONSEGUIDO?	SI NO, ¿POR QUÉ?	¿SE SIGUE DESEANDO?	NO/ALTA-BAJA
1.2.1. Apoyar a los mercados de valores alternativos (mercados de crecimiento para pymes) con requisitos más flexibles y calibrados que los mercados principales[F]	Todos	√		Ya se ha actuado, aunque hay espacio para una mayor flexibilidad	Baja
1.2.2. Garantizar la máxima flexibilidad a los operadores de los mercados de crecimiento	UE y EM	Parcialmente		Véase más arriba. Una mayor flexibilidad en las normas de admisión a cotización en Bolsa favorece un mejor funcionamiento y la integridad del mercado, por ejemplo, en lo que respecta a la publicación de informes financieros semestrales sobre los emisores de deuda de las pymes o sobre los requisitos de capital flotante.	Baja
1.2.3. Permitir la adopción de las NIIF para las pymes en los mercados de crecimiento	Todos	X	No lo ha tratado la Comisión Europea	Es necesario armonizar los marcos de contabilidad, ya que deben evitarse múltiples normas con el fin de mejorar la coherencia. Al mismo tiempo, se necesitan requisitos proporcionados que tengan en cuenta el tamaño de las diferentes empresas.	Baja

1.3 Revisar la regulación financiera de la UE para reducir los costes administrativos en un 30-50 %

		EVALUACIÓN INICIAL CINCO AÑOS DESPUÉS			NIVEL DE PRIORIDAD
SUBRECOMENDACIONES	DESTINATARIOS	¿SE HA CONSEGUIDO?	SI NO, ¿POR QUÉ?	¿SE SIGUE DESEANDO?	NO/ALTA-BAJA
1.3.1. Redefinir la finalidad de la regulación del mercado de capitales de la UE para servir a los usuarios finales, que son tanto empresas como inversores	UE	Se aborda parcialmente en el programa de CMU.		Sí	Media
1.3.2. Crear una nueva evaluación de impacto independiente, que considere el efecto acumulativo de la regulación de la UE sobre los emisores	UE	Parcialmente, en la «convocatoria de datos» de CMU en 2015-16		Sí, como parte de las evaluaciones continuas.	Baja
1.3.3. Revisar la directiva sobre folletos y simplificar los requisitos de transparencia de las ofertas públicas en mercados secundarios	UE	Se ha conseguido parcialmente		Aún quedan cuestiones por examinar, por ejemplo, un mayor alivio de los factores de riesgo.	Baja
1.3.4. Eliminar el requisito de las listas de emisores en MAR y simplificar los reportes sobre las operaciones de los gestores	UE	Se ha conseguido parcialmente		No tiene mucho impacto. Todavía hay cuestiones que deben considerarse para lograr el equilibrio adecuado entre la reducción de las cargas y el mantenimiento de la integridad del mercado.	Baja
1.3.5. Simplificar la remuneración y las transacciones con partes relacionadas en la propuesta de derechos de los accionistas/eximir a EGC de algunas disposiciones	UE	No, los requisitos no se han simplificado y se han incorporado otros adicionales.		Sí	Baja

[E] Véase el capítulo 2

[F] Modificar la directiva contra el blanqueo de dinero para permitir que las empresas de los mercados alternativos se basen en la información del mercado Eximir a los mercados de crecimiento para pymes de la regulación y la directiva sobre auditoría de 2014 y de las disposiciones sobre remuneración de la directiva sobre los derechos de los accionistas

RECOMENDACIÓN 2

Relajar las limitaciones que restringen la capacidad de los inversores para acceder a los mercados de OPVs y para invertir en capital riesgo/renta variable privada

2.1 Crear un mercado único para que los inversores minoristas tengan acceso directo a los mercados de renta variable públicos transfronterizos en Europa

		EVALUACIÓN INICIAL CINCO AÑOS DESPUÉS			NIVEL DE PRIORIDAD
SUBRECOMENDACIONES	**DESTINATARIOS**	**¿SE HA CONSEGUIDO?**	**SI NO, ¿POR QUÉ?**	**¿SE SIGUE DESEANDO?**	**NO/ALTA-BAJA**
2.1.1. Dotar de mayor flexibilidad a los inversionistas minoristas que quieren ser tratados como inversores profesionales (inversores cualificados)	UE	X	Esta medida no se incorporó en ninguna de las propuestas legislativas del programa de CMU.	Sí	Alta
2.1.2. Reducir los costes de las cuentas de inversión de solo ejecución eliminando los obstáculos al desarrollo de plataformas que proporcionen acceso directo a los inversores minoristas, como los *brokerages* o los mercados transfronterizos	Todos	X		Sí, pero se necesita más información basada en datos.[G]	Media/alta
2.1.3. Crear una mayor igualdad de condiciones entre los productos empaquetados y no empaquetados disponibles para los inversores minoristas	UE y EM	X		Sí[H]	Media
2.1.4. Mejorar las pensiones privadas en Europa animando a los ciudadanos de la UE a asumir una mayor responsabilidad en sus propias inversiones de jubilación y eliminando los obstáculos para la creación de una cuenta personal de jubilación transferible	UE y EM	Parcialmente		Se ha conseguido parcialmente a través de la regulación del PEPP, pero no hay posibilidad, al menos en una alternativa, de permitir inversiones directas en acciones que cotizan en RM.[I]	Media/alta en inversión de renta variable como opción predeterminada

2.2 Garantizar que la legislación de la UE no restrinja la capacidad de los inversores para invertir

	EVALUACIÓN INICIAL CINCO AÑOS DESPUÉS				NIVEL DE PRIORIDAD
SUBRECOMENDACIONES	DESTINATARIOS	¿SE HA CONSEGUIDO?	SI NO, ¿POR QUÉ?	¿SE SIGUE DESEANDO?	NO/ALTA-BAJA
2.2.1. Elaborar una nueva evaluación de impacto independiente, que considere el efecto acumulativo de toda la regulación financiera de la UE 2009-2014 por su impacto en los inversores	UE	Parcialmente, en la «convocatoria de datos» de CMU en 2015-16		Sí, como parte de las evaluaciones continuas.	Baja
2.2.2. Eliminar las restricciones indebidas en la UE y en la legislación nacional (por ejemplo, SOLVENCIA II, la hiperreglamentación en UCITS), que restringen la capacidad de los inversores institucionales para invertir en los mercados de OPVs	UE y EM	En curso		Sí. El examen de las cargas de capital de renta variable en el marco de Solvencia II puede poner a muchos de los mercados más pequeños de la UE en el radar de los inversores.[J]	Alta, en concreto, Solvencia II
2.2.3. Animar a los inversores institucionales a invertir en acciones menos líquidas mediante índices más diversificados	Industria	X		Sí	Baja
2.2.4. Revaluar cómo se mide el riesgo a largo plazo, relativamente no líquido, como conjuntos para que los requisitos de capital prudenciales reflejen las características de dichos activos	UE	Parcialmente		Los actos delegados de Solvencia II se publicaron para dar a las exposiciones a largo plazo una ponderación de riesgo más adecuada, pero se espera que se realicen más trabajos.	Baja
2.2.5. Directiva sobre los derechos de los accionistas: garantizar que los inversores y los gestores de activos, que ya se enfrentan a requisitos de transparencia u obligación de información adecuados en virtud de la legislación vigente de la UE, no se enfrenten a cargas adicionales	UE	X	Ahora se han establecido más requisitos, incluido el artículo 51a en IFR (divulgación de la política de inversión de las empresas de inversión con más del 5 % de los derechos de voto)	Sí	Baja

2.3 Promover la confianza y el conocimiento de los inversores

	EVALUACIÓN INICIAL CINCO AÑOS DESPUÉS				NIVEL DE PRIORIDAD
SUBRECOMENDACIONES	DESTINATARIOS	¿SE HA CONSEGUIDO?	SI NO, ¿POR QUÉ?	¿SE SIGUE DESEANDO?	NO/ALTA-BAJA
2.3.1. Fomentar los códigos nacionales de gobierno corporativo y los diferentes segmentos de mercado para las empresas cotizadas, que tienen por objeto ayudar a las empresas y a los inversores a comprender lo que cabe esperar en las diferentes etapas del desarrollo de la empresa	UE y EM	Hay oportunidad de fomentar el debate. QCA está analizando actualmente los beneficios que las empresas pequeñas pueden obtener con la adopción de códigos de gobernanza adecuados.		Sí [K]	Alta
2.3.2. Desarrollar programas piloto como los que dirige el laboratorio de *reporting* financiero del Reino Unido para probar las informaciones	UE y EM	Posiblemente a través de la creación del laboratorio de *reporting* bajo EFRAG.[L]			Baja

[G] Véase el capítulo 4 sobre las cuentas de ahorro de inversión.
[H] Véase el capítulo 2.
[I] Véase el capítulo 2.
[J] Véase el capítulo 2.
[K] Véase el capítulo 2.
[L] Véase el capítulo 2.

RECOMENDACIÓN 3

Mejorar el ecosistema de las OPVs y las estructuras de mercado para servir mejor a las empresas en diferentes etapas de crecimiento y a los diferentes tipos de inversores.

3.1 Aumentar la conectividad y fomentar un mejor diálogo entre las empresas europeas y sus inversores, incluidos los inversores finales, tanto antes como después de la OPV

		EVALUACIÓN INICIAL CINCO AÑOS DESPUÉS			NIVEL DE PRIORIDAD
SUBRECOMENDACIONES	DESTINATARIOS	¿SE HA CONSEGUIDO?	SI NO, ¿POR QUÉ?	¿SE SIGUE DESEANDO?	NO/ALTA-BAJA
3.1.1. Ayudar a las empresas a conectarse con los potenciales inversores adecuados al menos un año antes de la OPV[M]	Industria	Sí. En muchos mercados se llevan a cabo iniciativas y proyectos en el espacio anterior a la OPV.			Alta
3.1.2. Facultar a las empresas con el derecho a identificar a sus accionistas y garantizar un sistema de identificación de accionistas transfronterizo eficiente y rentable en Europa	UE y EM	Sí, a través de las regulaciones de aplicación de SRD II.[N]			Baja
3.1.3. Promover los códigos de administración para que los inversores institucionales, como los gestores de fondos, comuniquen su enfoque de inversión a las empresas e informen de sus actividades a los titulares finales (fondos de pensiones, inversores minoristas)	UE y EM		Solo parcialmente, por ejemplo, el Consejo de Reportes Financieros está trabajando en ello. Las iniciativas de la industria dirigidas por la Asociación Europea de Fondos y Gestión de Activos (EFAMA), que ha integrado los principios de administración en una versión revisada de su Código de Gobernanza Externa. Invest Europe también tiene normas profesionales.[O]		Baja

3.2 Mejorar la prestación de servicios de análisis de analistas u otros servicios de información empresarial de terceros en relación con las empresas de pequeña y mediana capitalización

	EVALUACIÓN INICIAL CINCO AÑOS DESPUÉS				NIVEL DE PRIORIDAD
SUBRECOMENDACIONES	DESTINATARIOS	¿SE HA CONSEGUIDO?	SI NO, ¿POR QUÉ?	¿SE SIGUE DESEANDO?	NO/ALTA-BAJA
3.2.1. Comparar la eficacia de los enfoques nacionales alternativos y los diferentes proveedores destacados en el informe de ECSIP sobre los servicios de información empresarial	UE e industria	X		Sí, y debe evaluarse teniendo en cuenta el debate general en torno a las normas de inducción de MiFID II.[P]	Alta
3.2.2. Investigar los pros y contras de las diferentes opciones para el suministro más rentable y fácil de usar de información central o regional sobre las empresas pequeñas a los inversores de pequeña capitalización	UE e industria	X		Véase más arriba y el proyecto para crear una base de datos central para todos los emisores, pequeños y grandes)[Q]	Alta

3.3 Mejorar los «incentivos después de la incorporación al mercado» para los *brokers*

	EVALUACIÓN INICIAL CINCO AÑOS DESPUÉS				NIVEL DE PRIORIDAD
SUBRECOMENDACIONES	DESTINATARIOS	¿SE HA CONSEGUIDO?	SI NO, ¿POR QUÉ?	¿SE SIGUE DESEANDO?	NO/ALTA-BAJA
3.3.1. El *tick size* en MiFID II debería diseñarse teniendo debidamente en cuenta las necesidades de las empresas pequeñas; se recomendaría el desarrollo de un proyecto piloto para probarlo	UE e industria	X	MiFID II incorporó *tick sizes* obligatorios producidos por ESMA para empresas de todos los tamaños.	Para las pymes, podría resultar beneficioso permitir que los *tick sizes* se establezcan de una manera que se adapte mejor a las condiciones locales de los mercados [R]	Alta
3.3.2. Revisar las propuestas de CSDR de ESMA sobre las incidencias en la liquidación que podrían penalizar la negociación de acciones no líquidas más que la de las líquidas	UE			Podría considerarse en la próxima revisión de CSDR.	Baja

3.4 Establecer un grupo de asesores de la industria de la UE que elaboraría propuestas sobre cómo reducir el coste de los servicios suplementarios a los que se enfrentan los emisores

		EVALUACIÓN INICIAL CINCO AÑOS DESPUÉS			NIVEL DE PRIORIDAD
SUBRECOMENDACIONES	DESTINA-TARIOS	¿SE HA CONSEGUIDO?	SI NO, ¿POR QUÉ?	¿SE SIGUE DESEANDO?	NO/ALTA-BAJA
UE e industria	UE e industria	Parcialmente		Regulación final de los mercados de crecimiento para pymes para establecer un grupo de expertos que examinará toda la regulación sectorial que afecta al acceso de las pymes a la financiación y a la inversión de las pymes.	Alta

[M] Organizar los días previos a la OPV en una etapa temprana, con la participación de empresas e inversores, sin la presencia de intermediarios.
Promover la creación de clubes de inversores, asociaciones de accionistas, plataformas/foros en línea y la organización de presentaciones en las que las empresas y los inversores puedan reunirse.
Investigar un mayor acceso público centralizado a las listas de inversores que invierten en determinados sectores (por ejemplo, la biotecnología), posiblemente como una empresa público-privada, a fin de que las empresas europeas puedan dirigirse a posibles inversores transfronterizos.
Mejorar el proceso de asignación de OPV para incluir una cantidad suficiente de inversores con horizontes de inversión a largo plazo, además de los que realizan operaciones a corto plazo.

[N] Véase el capítulo 2.

[O] Véase el capítulo 2.

[P] Véase el capítulo 1.

[Q] Véase el capítulo 2 sobre el punto de acceso electrónico europeo.

[R] Véase el capítulo 1.

RECOMENDACIÓN 4

Crear una cultura de inversión en renta variable en Europa, que incluya la educación e iniciativas no legislativas

4.1 Desarrollar propuestas para nuevas estructuras de precios que alineen los incentivos, y equilibrar la salud a largo plazo de la empresa después del rendimiento de la OPV con la necesidad de sacar la OPV

	EVALUACIÓN INICIAL CINCO AÑOS DESPUÉS				NIVEL DE PRIORIDAD
	DESTINATARIOS	¿SE HA CONSEGUIDO?	SI NO, ¿POR QUÉ?	¿SE SIGUE DESEANDO?	NO/ALTA -BAJA
	Industria	X	X	Sí	Baja

4.2 Promover la educación financiera tanto de los inversores como de las empresas como usuarios de los mercados de capitales

	EVALUACIÓN INICIAL CINCO AÑOS DESPUÉS				NIVEL DE PRIORIDAD
SUBRECOMENDACIONES	DESTINATARIOS	¿SE HA CONSEGUIDO?	SI NO, ¿POR QUÉ?	¿SE SIGUE DESEANDO?	NO/ALTA-BAJA
4.2.1. Promover la educación financiera de los inversores [S]	Todos	Iniciativa local, por ejemplo, por los mercados		Sí [T]	Media
4.2.2. Promover la educación financiera de las empresas [U]	Todos	Iniciativa local, por ejemplo, por los mercados		Sí [V]	Media
4.2.3. Fomentar la elaboración de orientaciones sobre las mejores prácticas para las empresas al tratar con asesores y comparar los servicios prestados [W]	Todos	Parcialmente		Sí	Media

4.3 Aumentar la disponibilidad de los datos y análisis de la UE mediante la normalización y la mejora de la recopilación de datos, a fin de que tanto las empresas como los inversores puedan comprender los costes y beneficios comparativos de los diferentes servicios prestados por los participantes en el mercado de capitales

	EVALUACIÓN INICIAL CINCO AÑOS DESPUÉS				NIVEL DE PRIORIDAD
SUBRECOMENDACIONES	DESTINATARIOS	¿SE HA CONSEGUIDO?	SI NO, ¿POR QUÉ?	¿SE SIGUE DESEANDO?	NO/ALTA-BAJA
4.3.1. Estandarizar y medir los costes totales y relativos de la obtención de renta variable (los costes del proceso de OPV y los costes en curso a partir de entonces) para permitir tanto las comparaciones dentro de la UE, como entre la UE y EE. UU./Asia, etc.)	Todos	Se han publicado varios estudios y análisis sobre este tema, pero no se han adoptado medidas concretas.		Sí	Media
4.3.2. Medir la importancia de la obtención de capital a través de la Bolsa de valores y las OPVs para la economía de la UE	Todos		No se ha medido, pero la importancia de la financiación pública está en el centro del programa de CMU	Sí	Media
4.3.3. Medir la confianza de las empresas y los inversores en los mercados de capitales de la UE	Todos	Iniciativas de la industria, por ejemplo, el informe sobre los responsables de la toma de decisiones de inversión globales de Invest Europe		Sí	Media
4.3.4. Normalizar y recopilar mejores datos sobre la titularidad subyacente de las empresas de la UE	Todos	Iniciativas de la industria, por ejemplo de los emisores europeos.		Sí	Alta
4.3.5. Llevar a cabo un análisis comparativo de los riesgos reales asociados con la inversión en empresas de pequeña y mediana capitalización de la UE	UE e industria	X		Sí	Alta
4.3.6. La UE debe adoptar el objetivo de que la capitalización del mercado bursátil represente el 75 % del PIB para 2025	UE	Sí, la capitalización media del mercado bursátil de Europa del PIB de la UE es ahora de aproximada-mente el 75 %		Cuestiones en curso sobre el atractivo de los mercados de capitales públicos en la UE, respecto de otras opciones y alternativas de financiación en otras regiones (EE. UU.). Por lo tanto, la UE debería fijarse el objetivo de alcanzar una capitalización de mercado bursátil del 100 % del PIB de la UE para el final de la próxima legislatura (2024).	Baja

[S] Educar a los inversores en conceptos financieros básicos, empezando en las escuelas. Educar a los inversores sobre el funcionamiento de los mercados de capitales y las características de las diferentes estructuras de inversión (UCIT frente a participaciones directas, renta variable frente a deuda, etc.). Educar a los inversores en el trato con los diferentes asesores financieros (bancos, gestores de fondos, asesores financieros independientes, etc.).
Apoyar a las organizaciones de inversores en la provisión de mejores prácticas y programas de educación (por ejemplo, análisis fundamental de las acciones de la empresa, modelos de inversiones para la práctica).

[T] Véase el capítulo 2.

[U] Educar a las empresas sobre el funcionamiento de los mercados de renta variable y las características de las diferentes opciones de financiación (por ejemplo, el programa ELITE en relación con la diferencia entre cotización en Bolsa, renta variable privada y captación de deuda, etc.). Educar a las empresas sobre qué esperar y cómo tratar con los asesores financieros (bancos de inversión, otros asesores financieros corporativos, comunicaciones financieras, etc.).

[V] Véase el capítulo 2.

[W] Modelo de acuerdo de subsuscripción según la recomendación del informe del consejo institucional de inversores del Reino Unido para las relaciones entre *brokers* y emisores, incluyendo, por ejemplo, diez preguntas principales que las empresas deben hacer a su *broker*. Guía en

línea para comenzar a cotizar desarrollada por la Comisión Europea, EuropeanIssuers y FESE Information sobre cómo proceder con los trámites para la titularidad de acciones de empleados transfronterizos.

RECOMENDACIÓN 5

Mejorar los incentivos fiscales para las inversiones en OPVs y renta variable en general

5.1 Desarrollar propuestas para nuevas estructuras de precios que alineen los incentivos, y equilibrar la salud a largo plazo de la empresa después del rendimiento de la OPV con la necesidad de sacar la OPV

	EVALUACIÓN INICIAL CINCO AÑOS DESPUÉS				NIVEL DE PRIORIDAD
SUBRECOMENDACIONES	**DESTINATARIOS**	**¿SE HA CONSEGUIDO?**	**SI NO, ¿POR QUÉ?**	**¿SE SIGUE DESEANDO?**	**NO/ALTA-BAJA**
5.1.1. Ampliar las desgravaciones fiscales disponibles para la financiación de la deuda a la financiación de renta variable, por ejemplo, la deducibilidad fiscal por los gastos de asesoramiento y de otro tipo		X	Cuestión de los Estados miembros	Sí. El reequilibrio del actual sesgo hacia la financiación de la deuda debería ser el objetivo de CMU.	Alta

5.2 Proporcionar incentivos fiscales para fomentar la inversión tanto a largo plazo como en las empresas emergentes en fase de crecimiento

	EVALUACIÓN INICIAL CINCO AÑOS DESPUÉS				NIVEL DE PRIORIDAD
SUBRECOMENDACIONES	**DESTINATARIOS**	**¿SE HA CONSEGUIDO?**	**SI NO, ¿POR QUÉ?**	**¿SE SIGUE DESEANDO?**	**NO/ALTA-BAJA**
5.2.1. Proporcionar incentivos fiscales a los inversores que realizan una inversión a largo plazo en lugar de una visión de negociación cortoplacista (por ejemplo, sin desgravación fiscal de la plusvalía por la retención durante menos de 12 meses; desgravación escalonada de CGT por la duración de la retención; exención de CGT para las acciones no líquidas de las empresas emergentes en fase de crecimiento)	EM	X	Cuestión de los Estados miembros	Sí	Baja
5.2.2. Evitar la incorporación de impuestos sobre las operaciones financieras o, al menos, las operaciones exentas que apoyen a las empresas emergentes en fase de crecimiento	UE y EM	En curso, algunos Estados miembros han incorporado un impuesto.		Sí [X]	Alta
5.2.3. Proporcionar incentivos fiscales a las empresas que ofrezcan a los empleados titularidad de acciones o participación accionarial	EM	X	Cuestión de los Estados miembros	Sí	Alta

5.3 Garantizar un tratamiento fiscal coherente y el intercambio de las mejores prácticas

	EVALUACIÓN INICIAL CINCO AÑOS DESPUÉS				NIVEL DE PRIORIDAD
SUBRECOMENDACIONES	DESTINATARIOS	¿SE HA CONSEGUIDO?	SI NO, ¿POR QUÉ?	¿SE SIGUE DESEANDO?	NO/ALTA-BAJA
5.3.1. Garantizar la coherencia de las políticas fiscales durante varios años para garantizar el interés y la confianza continuos y a largo plazo de los inversores	EM	X	Cuestión de los Estados miembros	Sí	Media/alta para la recuperación del impuesto sobre los dividendos
5.3.2. Utilizar el método de coordinación abierta para compartir las mejores prácticas en materia de incentivos fiscales	UE	En curso, algunos Estados miembros han incorporado un impuesto.		Sí [Y]	Media
5.3.3. Permitir que las empresas presenten las cuentas creadas utilizando las NIIF para las pymes en sus declaraciones de impuestos	EM	X	No se ha abordado a nivel de la UE	Sí	Media

5.4 Garantizar un tratamiento fiscal coherente y el intercambio de las mejores prácticas

	EVALUACIÓN INICIAL CINCO AÑOS DESPUÉS				NIVEL DE PRIORIDAD
SUBRECOMENDACIONES	DESTINATARIOS	¿SE HA CONSEGUIDO?	SI NO, ¿POR QUÉ?	¿SE SIGUE DESEANDO?	NO/ALTA-BAJA
5.4.1. Proporcionar un enfoque más coherente de la tributación de los planes de participación accionarial para empleados transfronterizos, que pasa a la tributación al ejercerse o aplazarse el impuesto	EM	X	Cuestión de los Estados miembros	Sí	Media
5.4.2. Investigar los obstáculos al establecimiento de plataformas de *brokerage* transfronterizas para los inversores minoristas	UE	X		Sí [Z]	Baja
5.4.3. Investigar los obstáculos a la creación de una pensión personal transferible para los ciudadanos de la UE	UE	√	√	Sí	Media
5.4.4. Investigar los obstáculos a la fiscalidad transfronteriza para los inversores en UCITS y otras estructuras de fondos de la UE	UE	√	√	Sí, por ejemplo, en el contexto de la doble imposición de la retención de impuestos.	Alta

[X] Véase el capítulo 4.

[Y] Véase el capítulo 4.

[Z] Véase el capítulo 4.

9. Notas finales

[1] Estadísticas mensuales de la FESE y estadísticas de London Stock Exchange Group.
[2] Christoph Kaserer y Marc Steffen Rapp, «Capital Markets and Economic Growth: Long-term Trends and Policy Challenges», Aima, 2014.
[3] Beatriz Gonzalez, «Macroeconomics, Firm Dynamics and IPOs», documento de trabajo, 28 de septiembre de 2019.
[4] IPO Task Force, «Rebuilding the IPO On-Ramp - Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth», 2011.
[5] FESE, estadísticas, https://fese.eu/statistics/
[6] Susana Álvarez Otero, «Cotización bursátil y creación de empleo: un análisis empírico para el mercado de valores español», Cuadernos de Economía, Vol.37 n.º 103, enero-abril de 2014, pp. 1-12.
[7] Nasdaq, «Ett förbättrat börsnoteringsklimat för Sveriges tillväxt – Problemanalys och förslag till åtgärder», 2013.
[8] Panagiotis Asimakopoulos y William Wright, «Unlocking the Growth Potential in European Capital Markets: Analysis of the size, depth and growth potential of capital markets in the EU», New Financial, 2019.
[9] Jean-François Gajewski and Carole Gresse, «A Survey of the European IPO Market», documento de ECMI, 2012.
[10] Ifod, «The Lifespan and Number of U.S. Public Companies is Shrinking», 16 de agosto de 2018, https://www.theifod.com/the-lifespan-and-num- ber-of-u-s-public-companies-is-shrinking/
[11] OCDE, «OECD Business and Finance Outlook», 2016.
[12] European Issuers, EVCA, FESE, «EU IPO Report Rebuilding IPOs in Europe Creating jobs and growth in European capital markets», 2015.
[13] René M. Stulz, «The shrinking universe of public firms: facts, causes, and consequences», NBER Reporter, 2018.
[14] Xiaohui Gao, Jay R. Ritter y Zhongyan Zhu, «Where have all the IPOs gone?», Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2013, 1663-1692.
[15] Sviatoslav Rosov, «Capital Formation: The Evolving Role of Public and Private Markets», CFA Institute, 2018.
[16] European Issuers, EVCA, FESE, «EU IPO Report Rebuilding IPOs in Europe Creating jobs and growth in European capital markets», 2015.
[17] Financial Times, Opinion, «Investors and companies are losing faith in public markets», 1 de agosto de 2019.
[18] McKinsey & Company, «A routinely exceptional year», 2017.
[19] Schroeders, «What is the point of the equity market?», 2019.
[20] PwC, The Economist Intelligence Unit, «Capital markets in 2030: The future of equity capital markets», 2019.
[21] Ursula von der Leyen, «A Europe that strives for more: My agenda for Europe», 2019.
[22] Invest Europe, Informe de actividad de renta variable privada europea, 2017.
[23] New Financial, «What are stock exchanges and why should we care?», 2019.
[24] Departamento de Negocios, Energía y Estrategia Industrial, «Corporate Governance Reform: Green Paper», 2016.
[25] Sviatoslav Rosov, «Capital Formation: The Evolving Role of Public and Private Markets», CFA Institute, 2018.
[26] Departamento de Negocios, Energía y Estrategia Industrial, «Corporate Governance Reform: Green Paper», 2016.
[27] Accountancy Europe, «Response to CMU mid-term review consultation», 2017.
[28] Comisión Europea, «Call for evidence: EU regulatory framework for financial services», 2015.
[29] Comisión Europea, «Fitness check on public reporting by companies», 2018.
[30] Parlamento Europeo, «Impact Assessment and European Added Value», 2019.
[31] Comisión Europea, «Action Plan on Building a Capital Markets Union», 2015.
[32] Deutsche Aktieninstitut, «Deutsches Aktieninstitut's Response to the EU Commission's Fitness Check Public Reporting for Companies», 2018.
[33] FESE, «FESE Blueprint: Capital Markets Union by 2024 - A vision for Europe», 2019.
[34] Next CMU High-Level Group, «Savings and Sustainable Investment Union - Report to Ministers and presented to the Finnish Presidency», 2019.
[35] Bingxu, Fang, Hope, Ole-Kristian, Huang, Zhongwei y Moldovan, Rucsandra, documento de trabajo de Rotman School of Management, «The Effects of MiFID II on Sell-Side Analysts, Buy-Side Analysts and Firms», 2019.
[36] QCA y Peel Hunt, «MiFID II - The Search for Research, Mid and Small-Cap Investor Survey», 2019.
[37] CFA Institute, «Helping SME's access funding survey report», 2013.
[38] Sofinnova Partners, «Sofinnova Partners launches healthcare Crossover Fund with €275 million ($340 million)», 2018, https://www.sofinno- va.fr/sofinnova-partners-launches-healthcare-crossover-fund-with-e275-million-340-million/.
[39] FESE, «A Roadmap to develop Smaller Markets within the CMU», 2018.
[40] Next CMU High-Level Group, «Savings and Sustainable Investment Union - Report to Ministers and presented to the Finnish Presidency», 2019.
[41] Vftor Constâncio, Karel Lanoo y Apostolos Thomadakis, «Rebranding Capital Markets Union A market finance action plan», CEPS-ECMI, 2019.
[42] CFA Institute, «CFA Institute Blueprint for the next five-year legislative period», 2019.
[43] Better, Finance, «Better Finance Position & Proposed Amendments To The Proposed Regulation On A Pan European Personal Pension Product (PEPP)», 2017.
[44] H. Van Meerten, J. J Van Zanden, «Pensions and the PEPP: The Necessity of an EU Approach», European Company Law, n.º 3, 2018, pp. 66-72.
[45] CFA Institute, «ELTIFs: Fostering Retail Investors' Access to Alternative Investments and the Need for Increased Transparency and Harmonization across Reporting Standards», 2019.
[46] Deutsche Börse, «DirectPlace - Subscription of securities via Börse Frankfurt», https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/resource/blob/71000/b9bdeb3bd84bb9b6dcb33ffa35bae837/data/Factsheet-DirectPlace-subscription-functionality-German-only-.pdf.
[47] Financial Reporting Council, «Financial Reporting Lab», https://www.frc.org.uk/investors/financial-reporting-lab.

[48] EFRAG, «European Corporate Reporting Lab @ EFRAG», https://www.efrag.org/Activities/1807101446085163/European-Corporate-Report- ing-Lab-at-EFRAG?AspxAutoDetectCookieSupport=1.

[49] Dirección General de Justicia y Consumidores (Comisión Europea) y EY, «Identification and assessment of legal and practical impediments for the use of digital tools for interaction between companies and their shareholders», 2018.

[50] Financial Reporting Council, «Proposed Revision to the UK Stewardship Code: Annex A - Revised UK Stewardship Code», 2019.

[51] Financial Reporting Council, «UK Stewardship Code», https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code.

[52] CFA Institute, «The Corporate Governance of Listed Companies - A Manual for Investors», 2018.

[53] Next CMU High-Level Group, «Savings and Sustainable Investment Union - Report to Ministers and presented to the Finnish Presidency», 2019.

[54] Uuriintuya Batsaikhan y Maria Demertzis, «Financial literacy and inclusive growth in the European Union», Bruegel, 2018.

[55] Comisión Europea, «European Financial Stability and Integration Review 2018», 2018.

[56] Comisión Europea, «Distribution Systems of Retail Investment Products across the European Union», 2018.

[57] Uuriintuya Batsaikhan y Maria Demertzis.

[58] Tabea Bucher-Koenen, Annamaria Lusardi, Rob Alessie, Maarten van Rooij, «How financially literate are women? An overview and new insights», documento de trabajo, 2016.

[59] Directiva relativa a los contratos de crédito al consumo relativos a los bienes inmuebles residenciales, artículo 6.

[60] Zsolt Darvas y Dirk Schoenmaker, «Institutional Investors and Home Bias in Europe's Capital Markets Union», Bruegel, documento de trabajo, 2017.

[61] Comisión Europea, «Tax Policies in the European Union: 2018 Survey», 2018.

[62] Comisión Europea, «Code of Conduct on Withholding Tax», 2017.

[63] Comisión Europea, Tax Barriers Business Advisory Group, «Workable solutions for efficient and simplified fiscal compliance procedures related to post-trading within the EU», 2013 y OCDE, «Trace Implementation package», 2013.

[64] CFA Institute, «Capital Markets Union Survey Report», 2015.

[65] Fondbolagens forening, «How Sweden became a world leader in fund saving», https://www.fondbolagen.se/en/Facts_Indices/sweden-a-world-champion-in-fund-savings/

[66] Veckans Affarer, «Oppet brev fran Spotifys grundare: Svensk politik tvingar startups att flytta utomlands», 12 de abril de 2016.

[67] Accountancy Europe, «Response to CMU mid-term review consultation», 2017.

[68] Comisión Europea, «Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance», 2017.

[69] David Petersson, «What ICOs Do Better Than IPOs And It's Not Just Raising Money», Forbes, 2018.

[70] ESMA, «ESMA highlights ICO risks for investors and firms», 2017, https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-highlights-ico- risks-investors-and-firms.

[71] ESMA SMSG, «Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets», 2018.

[72] Comisión Europea, «Consultation document - On an EU framework for markets in crypto-assets», 2019.

[73] CFA Institute, CFA Society France, «Initial Coin Offerings - Too soon or too late?», 2019.

[74] Comisión Europea, «Citizen support for climate action», 2019, https://ec.europa.eu/clima/citizens/support_en

[75] BlackRock, «Sustainability: The future of investing», 2019.

[76] Global Sustainable Investment Alliance, «Global Sustainable Investment Review 2018», 2018.

[78] Ralph De Haas y Alexander Popov, «Finance and carbon emissions», ECB, serie de documentos de trabajo, 2019.

[79] Ralph De Haas y Alexander Popov, «Finance and decarbonisation: why equity markets do it better», ECB, Research Bulletin n.º 64, 2019.

[80] Accountancy Europe, «Sustainable Finance: The Accountancy profession's contributions to EU strategy», 2018.

[81] ESMA, «Explanatory note - Survey on undue short-term pressure on corporations from the financial sector», 2019.

[82] ESMA, informe, «Undue short-term pressure on corporations», 2019.

[83] CFA Institute, «Response to ESMA consultation on undue short-term pressure on corporations from the financial sector», 2019.

Informe sobre OPVs en Europa en 2020

CONTÁCTENOS

DIRECCIÓN:
116 avenue de Cortenbergh
1000 Bruselas

TELÉFONO:
+32 2 551 01 80

WWW.FESE.EU
INFO@FESE.EU