



INSTITUTO ESPAÑOL
DE ANALISTAS DESDE 1965
FUNDACIÓN

IX PANEL DE SEGUIMIENTO FINANCIERO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

El reto del tamaño empresarial en España

COORDINADORES:

ÁNGEL GAVILÁN (Banco de España)

DOMINGO GARCÍA COTO (Bolsas y Mercados Españoles)

MARZO 2024 - DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 35

ISBN: 978-84-09-60965-9
Edita: Instituto Español de Analistas
Imprime: Reimpventa

Índice

Presentación	6
1. Resumen ejecutivo y conclusiones	
<i>Beatriz Pérez Galdón (periodista especializada en Economía), y Domingo García Coto (coordinador del Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF de la Economía Española)</i>	9
Tamaño empresarial, regulación y productividad	13
Propuesta de una nueva taxonomía de tamaño empresarial en España	16
Fiscalidad y tamaño empresarial.....	18
Cómo impulsar la competitividad de los mercados de capitales españoles.....	22
2. El reto del tamaño empresarial en España: regulaciones, tamaño y productividad empresarial	
<i>David López Rodríguez, (Banco de España)</i>	27
Introducción.....	28
Una economía de pequeñas y medianas empresas.....	29
Las consecuencias agregadas y los determinantes de un menor dinamismo empresarial.....	34
Las regulaciones asociadas al tamaño empresarial en España	38

3. ¿Una nueva taxonomía de tamaño empresarial para Europa?	
Antonio Oporto del Olmo (<i>Círculo de Empresarios</i>)	47
Introducción.....	48
Radiografía de la empresa en Europa.....	49
La empresa de tamaño intermedio o <i>mid cap</i> fuera de España.....	53
¿Una nueva taxonomía europea?.....	56
4. Fiscalidad y tamaño empresarial	
César García Novoa (<i>Universidad de Santiago de Compostela</i>)	59
Introducción.....	60
¿Cómo debe afrontar la fiscalidad la cuestión del tamaño empresarial?.....	61
El tratamiento de la pyme en el Impuesto de Sociedades.	63
La fiscalidad en lo relativo a las formas de financiación de la empresa.....	64
El fomento del crecimiento a través de las operaciones de reestructuración como las fusiones o canjes de valores.	67
Resumen: propuestas de medidas a adoptar en el ordenamiento tributario español para favorecer el crecimiento de las empresas.....	70
5. Cómo impulsar la competitividad de los mercados de capitales españoles	
Javier Garrido (<i>BME - Grupo SIX</i>)	71
Resumen	72
La importancia de los mercados de capitales y los déficits persistentes que limitan la competitividad y la convergencia de la economía española.....	73
Principales observaciones del análisis de los mercados de capitales en España y otras economías comparables .	77
Relación de medidas propuestas.....	81



Foros de debate - Documentos de trabajo de la Fundación del Instituto Español de Analistas	91
Entidades Patrono de la Fundación del Instituto Español de Analistas	93



INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN

IX Panel de Seguimiento Financiero de la Economía
Española. El reto del tamaño empresarial en España



0

Presentación

9º Panel de Seguimiento Financiero de la Economía Española

La Fundación del Instituto Español de Analistas inició en 2017 una nueva línea de emisión de opinión a través del *Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF de la Economía Española*. Se trata de una decisión que tiene el propósito de promover el conocimiento riguroso y la discusión de materias y aspectos de carácter financiero relacionados directa o indirectamente con el pasado, presente y futuro de la economía española, su competitividad y sostenibilidad.

El componente financiero de la economía española continúa enfrentándose a diferentes retos de mayor o menor magnitud, que son susceptibles de reflexión, crítica y debate constructivo.

La iniciativa está coordinada por Ángel Gavilán de Banco de España y Domingo García Coto de Bolsas y Mercados Españoles (BME-Grupo SIX), a quienes quiero agradecer el excelente trabajo que están realizando.

El Panel del Seguimiento Financiero de la Economía Española ha continuado su andadura con la 9ª sesión que se celebró en el último trimestre de 2023 en el Banco de España, bajo el tema *“El reto del tamaño empresarial en España”*. La jornada contó con la participación de ponentes de primer nivel que, desde perspectivas diferentes (académica, regulatoria y de mercado) abordaron la cuestión objeto de debate.

En este documento de trabajo figuran los artículos correspondientes a las ponencias presentadas y un resumen ejecutivo que recoge las principales conclusiones y recomendaciones que se extrajeron de la jornada.

Las ponencias fueron realizadas por las siguientes personas: David López Rodríguez, del Departamento de Análisis Macrofinanciero y Política Monetaria Banco de España; Antonio Oporto, secretario general del Círculo de Empresarios; Cesar García Novoa, catedrático de Derecho Financiero de la Universidad de Santiago de Compostela y Javier Garrido, subdirector del Servicio de Estudios de BME-Grupo SIX.

En el estudio se plantean y debaten las grandes cuestiones que afectan a este tema como son: (i) el tamaño empresarial, su regulación y el impacto en la productividad; (ii) una propuesta de una nueva taxonomía de tamaño empresarial para España desde una óptica empresarial; (iii) cómo la fiscalidad debe afrontar el problema del tamaño empresarial; y (iv) por último, se plantean numerosas medidas para impulsar la competitividad de los mercados de capitales

españoles, un instrumento esencial para promover el aumento del tamaño empresarial y facilitar la financiación necesaria para mejorar la productividad de las empresas españolas.

La Fundación del Instituto Español de Analistas agradece a todas las personas que han intervenido en este proyecto por su apoyo a esta iniciativa.

Estos debates, con el foco puesto en el ámbito financiero de la economía española, continuarán a lo largo de los próximos meses.

Lola Solana

*Presidenta del Instituto
Español de Analistas*



INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN

IX Panel de Seguimiento Financiero de la Economía
Española. El reto del tamaño empresarial en España



Resumen ejecutivo y conclusiones



El reto del tamaño empresarial en España¹

Tamaño empresarial, regulación y productividad. Propuesta de una nueva taxonomía de tamaño empresarial en España. Fiscalidad y tamaño empresarial. Cómo impulsar la competitividad de los mercados de capitales españoles.

La mesa de debate de la IX edición del Panel de Seguimiento Financiero de la Economía Española del Instituto Español de Analistas y la Fundación de Estudios Financieros se celebró en el 4º trimestre de 2023 en dependencias del Banco de España y giró en torno al reto del tamaño empresarial en España.

Los ponentes y expertos participantes en el Panel alertaron sobre la relevancia del tamaño empresarial para el futuro de la economía española

y la necesidad de identificar correctamente las cuestiones más relevantes para proponer medidas que sean eficaces.

¹ Resumen elaborado por Beatriz Pérez Galdón, periodista especializada en Economía, y Domingo García Coto, coordinador del Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF de la Economía Española. Las conclusiones figuran en negrita y las recomendaciones en negrita y subrayado.

El tejido empresarial español está constituido por compañías pequeñas, siendo la economía de la economía de la UEM con mayor número de microempresas, aquellas con menos de 5 y de 10 trabajadores. Las empresas de menos de 50 empleados concentran más del 50% del empleo. **Faltan grandes empresas en España, país con el menor número de compañías de este tamaño en la Unión Europea, y sucede sobre todo en la actividad industrial, que es el sector que concentra la capacidad innovadora.**

Las evidencias aportadas en este documento de trabajo apuntan a que en los últimos 20 años las empresas españolas han frenado su dinámica de crecimiento debido, principalmente, a la regulación y a determinados umbrales fiscales y laborales.

El efecto conjunto de estos factores da lugar a ese menor número de grandes empresas en España y al mayor peso de las empresas pequeñas que son menos productivas, lo cual genera una caída de la productividad media de la economía.

Además, el concepto de mediana y pequeña empresa requiere una nueva dimensión.

La evolución en el tiempo ha dado lugar a la aparición de nuevos escenarios como es el emprendimiento o la empresa intermedia (*Mid cap*) que han puesto en evidencia que **la taxonomía actual ya no responde adecuadamente a la realidad económica** porque está basada más en conjeturas, datos incompletos e indicios, que en hechos contrastados. En el documento de trabajo se propone contemplar una nueva categoría de empresas entre las grandes y medianas (*large mid cap*) con un rango de empleo entre 500-1.499 empleados.

También hay debate sobre la fiscalidad de la PYME, un ámbito dónde deben analizarse cuidadosamente los cambios para excluir posibles desincentivos al crecimiento. Las normas y ventajas fiscales a favor de las pequeñas y medianas empresas no pueden constituir un desincentivo a crecer.

Un factor fundamental para el crecimiento de las empresas es la financiación, y el sistema tributario otorga tratamientos muy concretos a las distintas formas que adopta. Un problema tradicional es la falta de neutralidad fiscal y el tratamiento comparativamente más ventajoso de la financiación con deuda. Esta situación se

pretende abordar con la entrada en vigor de la directiva DEBRA (Debt Equity Bias Reduction Allowance Directive) para corregir el sesgo fiscal existente en favor del endeudamiento frente a la financiación en forma de capital.

Otra de las vías de crecimiento de las empresas es a través de las operaciones de reestructuración, especialmente fusiones, que disponen de un régimen especial de diferimiento o neutralidad previsto en la Ley del Impuesto de Sociedades, que requiere un motivo económico válido que avale la operación de fusión o canje de valores. Pero la incertidumbre lastra las operaciones de fusión y canje por una actitud restrictiva inicial y por las respuestas a las consultas vinculantes necesarias por parte de las autoridades.

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

En la última década, los

mercados de capitales han perdido competitividad y desarrollo y por ello es necesario que España se dote de un enfoque agregado y estratégico para su mercado de capitales con el establecimiento de medidas adecuadas para impulsar un crecimiento económico sostenible y una industria de valores propia a la altura del potencial de la economía. Desde Bolsas y Mercados Españoles (BME) se ha presentado un Libro Blanco con 56 medidas que persiguen aumentar la competitividad de los mercados españoles.

El Panel de Seguimiento Financiero de la Economía Española está coordinado por Ángel Gavilán, director general de economía y estadística del Banco de España, y Domingo García Coto, director del servicio de estudios de BME-Grupo SIX.

A continuación, figura un resumen de las ponencias del IV Panel y de los artículos elaborados a partir de las mismas.

TAMAÑO EMPRESARIAL, REGULACIÓN Y PRODUCTIVIDAD

Entender la importancia que tiene la PYME en España requiere de un estudio pormenorizado desde diversos ámbitos. El punto de partida es calibrar y sopesar su presencia. David López Rodríguez, responsable de la Unidad de Análisis de Intermediarios Financieros del Banco de España, se encargó de la primera ponencia del Panel y comenzó centrando el foco en el peso que tienen en la economía. **“El tejido empresarial español está constituido por compañías pequeñas, con un gran porcentaje de microempresas -el mayor de la UEM- con menos de 5 y de 10 trabajadores”. “En el aspecto laboral, las empresas de menos de 50 empleados concentran más del 50% del empleo”. “Es algo que se detecta en todos los sectores de actividad, aunque con particularidad en el de servicios”.**

La primera lectura que arrojan los datos es que **“faltan grandes empresas, tenemos el número más reducido de la Unión Europea, y sucede sobre todo en la actividad industrial. El segmento de las grandes empresas es el que concentra la mayor capacidad innovadora”** expone David López.

La segunda, es que **“las empresas españolas en promedio son menos productivas que en las grandes economías de la Unión Europea y el déficit es particularmente relevante en las microempresas”**; es algo que **“debe preocuparnos porque es uno de los factores que está detrás de la falta de convergencia de nuestro PIB real per cápita respecto a la UE”.**

A la hora de analizar los factores que estarían detrás del menor dinamismo empresarial en España, David López reconoce que **“es una cuestión compleja como para tratar de cuantificarlo de manera precisa”,** aunque sí **“se han identificado los determinantes más relevantes”** de la baja productividad y del reducido tamaño empresarial que se detallan a continuación:

- Hay un problema de capital humano, de formación, de empleo, del *management* del promedio de las empresas.
- Hay un déficit de I+D+i.
- Dificultades de acceso a la financiación para las

pymes y una deficiente asignación del crédito.

- Se detectan problemas de funcionamiento (eficacia) del sistema judicial.
- Las regulaciones imponen costes discontinuos en función del tamaño.
- Existe un gravamen efectivo mayor asociado al crecimiento empresarial.

La literatura académica se ha centrado en las **regulaciones que distorsionan el tamaño empresarial** porque **generan efectos agregados**. Así, se ha identificado que estas regulaciones provocan una **mala reasignación de recursos hacia empresas menos productivas y de menor tamaño**; que los **mayores costes impuestos sobre las empresas les impiden alcanzar su escala óptima disminuyendo el número y tamaño de las grandes compañías**; y que, además, son también una de las causas probables de una **menor productividad y output agregado de la economía**.

“España es un país con muchas regulaciones y **la distribución de tamaño empresarial por ventas se encuentra distorsionada**

por la presencia de numerosos **umbrales regulatorios**”, afirma David López. Su intervención se centra en las **normativas** que han sido analizadas en profundidad por el Banco de España **que afectan al tamaño, como el control tributario de las grandes empresas**, el umbral de los 6 millones de euros, a partir del cual la agencia tributaria tiene una unidad especial de grandes contribuyentes que ejerce un control más exhaustivo, **o normativas que se aplican sobre empresas de más de 50 trabajadores** (posibilidad de establecer comité de empresa y otras). En 2017 se crea el Sistema de Intercambio de Información (SII), que supone un instrumento de control además de un coste para las empresas, que está vinculado a un tamaño empresarial arbitrario definido a partir de las ventas que se mantiene en el tiempo. **“La tasa de crecimiento de las ventas, y la probabilidad de aumentarlas, cae cuando se aproximan a umbral de los 6 millones de euros que determinan un mayor control tributario”**.

“En un estudio realizado hace unos años encontramos que las compañías que estaban creciendo son las que reaccionaban más a este umbral, les distorsionaba su dinámica de crecimiento.



En cambio, las que estaban reduciendo ventas reaccionaban menos”, confirma David López.

Un nuevo análisis novedoso del Banco de España sobre el valor añadido y los beneficios comprueba que **las empresas bajo un control tributario menos estricto (que están por debajo del umbral de los 6 millones de euros de facturación) aparentan menor productividad de la que realmente tienen.**

También las regulaciones laborales distorsionan la distribución del tamaño empresarial medido por el número de empleados (mayor o menor de 50 empleados). Aunque de manera menos intensa podría existir división de la actividad antes de alcanzar ese umbral.

El análisis conjunto de las regulaciones que afectan al tamaño empresarial muestra que el efecto de la regulación laboral (>50 empleados) es mayor para las empresas sujetas a un mayor control tributario (>6 millones de euros de facturación).

En líneas generales y a modo de conclusión, **las empresas españolas reaccionan a regulaciones asociadas al tamaño.** “Creemos que la evidencia sobre

el efecto del control tributario de las empresas es la más sólida por ahora y vemos que en los últimos 20 años han modificado su dinámica de crecimiento por este umbral: una mayor dimensión implica operar con mayores tipos impositivos sobre beneficios y valor añadido”.

La evidencia también apunta a que las empresas pequeñas son, en promedio, más productivas de lo observado.

Los resultados preliminares del trabajo de investigación del equipo del Banco de España apuntan a que **el efecto conjunto de las regulaciones da lugar a un menor número de grandes empresas en España, algo que es una constante desde el año 2000 hasta la fecha.** También a que **un mayor peso de empresas pequeñas menos productivas genera una caída de la productividad media de la economía** pendiente de cuantificar en términos de producto y de productividad total de los factores. Finaliza David López incidiendo en la necesidad de **“entender mejor la complementariedad que existe entre los efectos de la regulación laboral y los costes tributarios asociados a una mayor dimensión empresarial”.**

PROPUESTA DE UNA NUEVA TAXONOMÍA DE TAMAÑO EMPRESARIAL EN ESPAÑA

“Seguramente el tamaño empresarial tiene mucho que ver con la prosperidad y el crecimiento económico” comenzó diciendo Antonio Oporto, secretario general del Círculo de Empresarios, prestigioso centro de pensamiento económico con 200 socios a título personal, que se encargó de la segunda ponencia de la sesión.

A lo largo de la historia, el concepto y la definición de las empresas conforme a su tamaño ha ido cambiando. “Tras la fundación de las instituciones que precedieron a la Unión Europea en los años 50 del pasado siglo, se elaboró una clasificación en tres categorías de tamaño (pequeñas, medianas y grandes). En las décadas siguientes se fueron actualizando los parámetros y se añadió también la microempresa. La última revisión data de 2003, poco después de la introducción del euro”, recuerda Antonio Oporto.

En la actualidad se determinan según el volumen de negocio y número de trabajadores, aunque Oporto aclara que se atiende

más a este último concepto. Por ejemplo, la micro, pequeñas y medianas registran menos de 10, 50 y 250 empleados.

En Europa hay 30 millones de empresas registradas. En el ranking, España ocupa el segundo puesto por detrás de Francia y por delante de Alemania, precisamente por la cantidad de microempresas que tiene.

En las tres últimas décadas han surgido situaciones que dan lugar a una nueva reflexión de Oporto: **“el emprendimiento y la empresa intermedia, la que está a caballo entre la mediana y la grande, evidencian que la taxonomía actual de Eurostat es manifiestamente estrecha y apretada respecto de la realidad económica”.**

Algunos países han tratado de poner nombres a estos actuales perfiles. Por ejemplo, Alemania con las denominadas Mittelstand (una realidad palpable a una economía con un peso del sector industrial por encima de la media de la UE, del 23%); Reino Unido, “cuya categorización se refiere

fundamentalmente al tamaño y a la estructura de su balance y no a su cifra de empleados, que es el criterio dominante de facto en la clasificación de Eurostat”, y Francia, que ha “ampliado legalmente la taxonomía de Eurostat clasificando la empresa de tamaño intermedio como aquella que tiene entre 250 y 4.999 empleados, sus ventas no superan los 1.500 millones de euros y su balance no sobrepasa los 2.000 millones”.

En el caso de España siempre ha preocupado la relación del tamaño empresarial con la relativa baja productividad general y el alto peso del sector servicios en nuestra economía. **“En líneas generales, se considera que el tamaño está muy afectado por la carga normativa y burocrática, así como por las regulaciones fiscales y laborales”.** Estas últimas han dado lugar a la conocida “maldición del empleado 50”, que conlleva una serie de obligaciones en materia sindical que resultan disuasorias para el empresario. Algo análogo ocurre cuando la empresa sobrepasa los 6 millones de euros de facturación en materia fiscal y de auditoría.

Recientemente, en septiembre de 2023, la Comisión Europea publicó un borrador (*SME Relief Package*) con un amplio programa

para renovar las políticas europeas dirigidas a las empresas en función de su tamaño. En el documento de base, se afirma que las pequeñas y medianas empresas son importantes y se esbozan intenciones de establecer una serie de políticas específicas para el conjunto de pequeñas y medianas, nacionales y transeuropeas, dirigidas a la simplificación administrativa, fiscal, de mejora de su liquidez, y acceso a la financiación, a las compras públicas y al talento, entre otros ámbitos.

Antonio Oporto se muestra ente esperanzado y escéptico, “la Comisión Europea, ante la evidencia de compañías que superan la definición tradicional de PYME, propone a las demás instituciones europeas, incluido el Consejo Económico y Social, máximo actor del diálogo social europeo, la creación de una categoría adicional que sería la pequeña empresa intermedia o *mid cap*, dejando seguramente para otro momento la consideración de la gran empresa intermedia o *large mid cap*”.

“Tras muchos años y tras los cambios ocurridos por la pandemia y la guerra de Ucrania, la Comisión Europea finalmente se ha planteado abordar la revisión

de la taxonomía de tamaño empresarial que ha prevalecido durante más de 70 años en la UE”.

Antonio Oporto recalca la necesidad de contemplar esa categoría de *large mid cap* con un rango de empleo entre 500-1.499 empleados. Recuerda también que el Círculo de Empresarios puso en marcha en 2014 la Fundación “Cre100do”, junto con la Fundación Bankinter y el Instituto de Comercio Exterior, que tiene por objeto favorecer y promover el crecimiento de empresas

medianas españolas excelentes. El objetivo es contribuir a “fomentar la productividad, crear empleo cualificado y sostenible, generar inversiones con mayor retorno, y tener un efecto arrastre sobre otras empresas más pequeñas”.

Como cierre de su intervención el secretario general del Círculo de Empresarios pide “anticiparse a la taxonomía en ciernes y que el Instituto Nacional de Estadística (INE) incluya las nuevas tipologías de empresas”

FISCALIDAD Y TAMAÑO EMPRESARIAL

La fiscalidad también ocupó un lugar destacado en el IX Panel financiero del Instituto Español de Analistas dedicado al tamaño empresarial. César García Novoa, catedrático de derecho financiero de la Universidad de Santiago de Compostela, circunscribe la temática a dos aspectos que considera que influyen directamente en el tamaño empresarial y en la exigencia de mejorarlo.

Uno es la **problemática derivada de la visión que se tenido de la pequeña y mediana empresa por**

la fiscalidad, entendiendo que tiene que haber un tratamiento ventajoso. “Es evidente que lo tiene que haber, **pero hay que excluir el posible desincentivo al crecimiento**. Las normas y ventajas fiscales a favor de las pequeñas y medianas empresas no pueden constituir un desincentivo a crecer, que es un problema que siempre han tenido los beneficios fiscales”.

El segundo foco es la financiación. “**Hay un factor fundamental para el crecimiento de las empresas que es la financiación y el sistema tributario,**

especialmente los impuestos que recaen sobre la actividad, el impuesto sobre sociedades, que otorgan un tratamiento muy concreto a las distintas formas de financiación”.

García Novoa destaca que el legislador tributario cuando afronta el tema de la pequeña y mediana empresa tiene varios planteamientos o perspectivas para actuar. Lo primero son los principios constitucionales de obligado cumplimiento. “El legislador puede plantear que la micro, la pequeña y mediana empresa tienen menos capacidad económica que la grande y por tanto dispensar un tratamiento fiscal ventajoso por razones de capacidad económica”.

En segundo lugar, las leyes deben ser fáciles de practicar por los contribuyentes y los operadores económicos en general. “Esto también **legitima un tratamiento singular para las pymes** teniendo en cuenta que tienen condiciones comparativamente peores para el cumplimiento de sus obligaciones tributarias y, por tanto, no es bueno aumentar la presión fiscal directa”.

Y otro elemento fundamental es la denominada **extra fiscalidad**. “El

sistema tributario cuando afronta el tema de la mediana y pequeña empresa, además de tener en cuenta la menor capacidad en relación con la grande, tiene una responsabilidad extra fiscal que es lograr los objetivos de política económica, como es la mejora de la productividad a través del robustecimiento del tejido productivo”.

En la actualidad hay ejemplos de cómo la normativa está teniendo en cuenta estos principios. “Uno de ellos es la directiva que refuerza el sistema de franquicia, que debe ser traspuesta antes del 31 de diciembre de 2024, y que establece un umbral de 85.000 euros para dejar fuera de la aplicación del sistema ordinario de IVA a empresas que facturen por debajo. Los estados miembros pueden regular de manera flexible el régimen de franquicia para evitar el efecto disuasorio del crecimiento”. Es decir, cuando hagan la trasposición de este régimen de franquicia, pueden implementar mecanismos para evitar que se disuada el crecimiento por encima de los 85.000 euros con la posibilidad de perder el régimen especial. “Por tanto, hay una valoración positiva en las normas que en la UE están estableciendo mecanismos

ventajosos para la micro y mediana empresa para evitar ese efecto”.

En nuestro sistema tributario el umbral de los 6 millones de euros de facturación funciona a efectos de control fiscal y de obligaciones formales, pero la Ley del Impuesto de Sociedades tiene una especie de concepto propio de PYME que se llama entidad de reducida dimensión con un importe neto de la cifra de negocio inferior a los 10 millones.

Existe un debate importante sobre el tipo de gravamen en la PYME, que en la actualidad tributa al mismo tipo, el general, que el resto, cosa que no sucedía en 2016, que tenía el beneficio fiscal añadido de los 300.000 primeros euros de base imponible se tributaba al 25%, y el resto al 28%. Eso era claramente un efecto que desincentivaba el crecimiento.

En la actualidad quedan unos tipos inferiores que se aplican a entidades de nueva creación; la ley de *start up*, que prevé también un tipo reducido del 15% para los cuatro primeros ejercicios.

García opina que “es fundamental hacer una criba de estos beneficios fiscales que existen en la Ley del Impuesto de Sociedades en relación con las

compañías de reducida dimensión para dejar únicamente aquellos que realmente tienen sentido”.

Otra sugerencia es “cuando se implante el régimen de franquicia en el IVA tendría que hacerse teniendo en cuenta esa regla que prevé la directiva para que los estados miembros valoren la implementación de mecanismos que impidan el efecto disuasorio sobre el crecimiento económico”.

García Novoa también hace referencia a la reserva de nivelación recogida en la Ley del Impuesto de Sociedades, un mecanismo de compensación. Considera que no es una mala medida para anticipar la deducción de pérdidas” y que “se podía complementar con un sistema de compensación de pérdidas hacia atrás”, que no existe en nuestro ordenamiento jurídico, unido a alguna medida más. No obstante, dice “no es propiamente un mecanismo para favorecer la financiación propia.

Con respecto a la financiación, “hay un problema tradicional que es la falta de neutralidad fiscal”. Existe un debate en cuanto a la forma (deuda o la financiación por recursos propios) y el tratamiento comparativamente más ventajoso de la deuda. Esta situación se ha

corregido en parte a través de una directiva de la UE implantando una limitación a la deducción de gastos financieros que está en la actualidad en el artículo 16 de la Ley del Impuesto de Sociedades; la deducción del 30% del beneficio operativo con un umbral de 1 millón de euros.

Fiscalmente es mejor financiarse con recursos ajenos porque los intereses son gastos deducibles, pero la PYME tiene más dificultades que la grande para optar a esa alternativa.

La propuesta de directiva conocida por las siglas DEBRA (*Debt Equity Bias Reduction Allowance Directive*) pretende corregir este escenario, ya que **intenta favorecer fiscalmente la financiación en forma de capital propio de las empresas implementando un mecanismo de intereses nocionales**, en la línea de lo que ha sido común en algunos países de nuestro entorno, singularmente en Bélgica, que hace muchos años había implantado este sistema.

De lo que **se trata fundamentalmente es de otorgar una deducción impositiva a la financiación con recursos propios (incrementos de capital) equivalente a un interés que se**

calcula sobre ese incremento de capital neto y que tiene una doble composición: un tipo de interés libre de riesgo a 10 años más una tasa o prima de riesgo del 1,5% para las PYMES y del 1% para el resto de las empresas.

Cesar García Novoa valora positivamente la directiva, aunque apostilla que **“se tiene en cuenta la condición de pequeña y mediana empresa para la determinación de la forma en que se debe implantar ese régimen de intereses nocionales. Por tanto, hay un sesgo de favorecimiento hacia la PYME”**.

La directiva Debra contempla que los Estados miembros de la UE puedan retrasar su aplicación si al 1 de enero de 2024 están aplicando una medida nacional que conceda una deducción sobre fondos propios durante un plazo de 10 años. De tal forma, que se puedan valorar las medidas internas que vengán aplicando hasta el momento de la trasposición, que en el caso de España sería la reserva de capitalización del impuesto de sociedades e ir a una introducción progresiva de la nueva medida. El sistema de deducción que existe en España para deducir fondos propios es la reserva de capitalización, que se contempla en el artículo 25 de la Ley de

Impuesto de Sociedades. No es una medida prevista para entidades de reducida dimensión y consiste básicamente en aplicar una deducción del 10% del incremento de fondos propios en la base imponible que se tenga en un periodo impositivo.

Como conclusión, César García manifiesta la **“necesidad de la transposición de las normas de la directiva DEBRA y que se mantenga la reserva de capitalización aun cuando ésta no esté pensada en la Ley española del Impuesto de Sociedades como un mecanismo que discrimine positivamente a la pequeña y mediana empresa, porque está prevista para todas las empresas”**.

Otra de las vías de crecimiento de las empresas es a través de las operaciones de reestructuración, especialmente fusiones, que disponen de un régimen especial de diferimiento o neutralidad previsto en la Ley del Impuesto de Sociedades, que requiere un motivo económico válido que avale la operación de fusión o canje de valores. Frente a ello hay, en general, una tradicional actitud restrictiva inicial de la Agencia Tributaria que aconseja la presentación de figuras tributarias vinculantes cuyas respuestas son, también a menudo, desalentadoras. En suma, la vía del crecimiento a través de operaciones de fusión ha derivado en un escenario de creciente incertidumbre.

CÓMO IMPULSAR LA COMPETITIVIDAD DE LOS MERCADOS DE CAPITALES ESPAÑOLES

“Y para impulsar el tamaño, la financiación y el crecimiento de las empresas es esencial contar con mercados de capitales competitivos y eficientes como demuestran las evidencias internacionales”. Así lo reconoce al inicio de su ponencia Javier Garrido, subdirector del servicio de estudios de BME,

la compañía que gestiona los principales mercados de valores e instrumentos financieros de España ahora parte del Grupo SIX de capital suizo.

Garrido relata el esfuerzo llevado a cabo en los últimos meses por BME con la colaboración de Deloitte para

sustanciar con datos una **realidad de los mercados de capitales españoles que muestran preocupantes tendencias en cuanto a tamaño y actividad y que inciden en la capacidad de crecimiento del país y por tanto de inversión e innovación de las empresas españolas y de la economía en su conjunto.**

“Es obligado resaltar públicamente la importancia de la pérdida de competitividad de los mercados españoles en los últimos años y proponer medidas encaminadas a mejorar las condiciones para detener este proceso y reforzar su aportación al crecimiento de nuestra economía”, refuerza Javier Garrido.

Durante los últimos años se ha producido **“una pérdida de interés del capital nacional e internacional por las acciones de las principales empresas españolas que son activos financieros estratégicos para el país, y hay una escasa o nula participación en determinadas figuras societarias y/o productos financieros. Faltan también fórmulas de inversión alternativas que han permitido a otros países del entorno encauzar fuertes volúmenes de inversión a través de sus sistemas, con los positivos efectos que tiene sobre el empleo, la productividad y,**

en suma, la actividad económica interna de esos países”.

En paralelo, la Bolsa española está teniendo unos retornos muy por debajo de la media desde la crisis financiera de 2008. La financiación con *private equity* se está imponiendo, lo que podría considerarse como un elemento de diversificación positivo pero que pasa a no serlo tanto cuando ese crecimiento viene derivado de una elección que excluye a los mercados de capitales públicos de la vida de las empresas.

Con respecto a la **regulación y la fiscalidad**, el subdirector de estudios de BME considera que **“resultan comparativamente inapropiadas en algunos productos y servicios de inversión, lo que está provocando una deslocalización de estos”.**

Al mismo tiempo, se han **eliminado incentivos o incluido cargas fiscales sobre vehículos de inversión cotizados o que invierten en Bolsa. “Nos hemos quedado sin algunos mercados y hemos llegado tarde a otros; mientras que en Europa y en el mundo se han desarrollado extraordinariamente, aquí prácticamente los tenemos casi a cero o no existen como el de ETF, certificados o ETPs”.**

Asimismo, la regulación y la fiscalidad “es poco clara para productos innovadores, como es el caso de las SPACS y los activos digitales, lo que hace perder oportunidades como bien sabemos por la experiencia del pasado”.

Otro de los problemas es que “para los Gobiernos que hemos tenido en España, los mercados de capitales no son una prioridad estratégica”.

Los mercados de capitales se han desarrollado extraordinariamente en España desde la primera Ley del Mercado de Valores en 1988 y ha contribuido al progreso económico, social y a la creación de grandes grupos multinacionales especialmente hasta la crisis de 2008. “Sabemos que la cotización en mercados normalmente promueve el crecimiento empresarial de una forma más rápida que otros mecanismos, y ahí tenemos los ejemplos de mercados jóvenes como el MARF de Renta Fija o BME Growth de acciones”, dice Garrido. “Situación a los mercados públicos de capitales como centro de desarrollo, atraer capitales, haría seguramente que gran parte de las problemáticas financieras y corporativas que se plantean

para muchas empresas españolas se pudiesen solventar mejor”.

Coincidiendo con la pérdida de peso y presencia de los mercados de capitales, en la última década los indicadores de convergencia y competitividad han empeorado y la economía española está creciendo por debajo de su potencial presentando déficits persistentes en productividad e innovación. España también se sitúa a la cola de las grandes economías europeas y globales en términos de inversión en I+D respecto al PIB.

Javier Garrido recuerda que en 2017 el Ministerio de Economía publicó un estudio donde se afirmaba que, si la estructura de nuestro tejido empresarial convergiese hacia la media de la UE, nuestro PIB podría incrementarse en cerca de 3,3 puntos porcentuales. “En ese horizonte el tamaño tiene un peso importante y sabemos que la presencia de más empresas, más inversores y más capital en los mercados de valores es el factor que más rápido acelera las transformaciones empresariales de forma individual y agregada”.

“La visión de BME es contar con unos mercados de capitales fuertes y atractivos, dotados de un

enfoque agregado y estratégico que dé lugar a una industria de valores propia a la altura del potencial de nuestra economía”.

Es un objetivo alineado con Europa, porque la Unión del Mercado de Capitales persigue un mayor peso de los mercados de capitales europeos alineado con el del PIB europeo en el mundo. Igualmente es importante dotar de un mayor tamaño a las plazas financieras españolas.

BME identifica hasta 56 medidas para reforzar la competitividad de los mercados de capitales nacionales que agrupa en cuatro bloques: aquellas orientadas a fomentar la incorporación de más empresas a los mercados; las destinadas a potenciar preferentemente la canalización de la inversión hacia esas empresas y activos financieros emitidos y negociados en España; otras pensadas para evitar o desincentivar la deslocalización de activos y capitales; y, por último, un grupo de medidas tendentes a favorecer el desarrollo en vanguardia de nuevos ecosistemas regulados de inversión y financiación.

Con respecto al primero, se incluyen medidas como la simplificación y agilización de los procesos de admisión a cotización

(y al mercado regulado desde otros segmentos como SMN); mantener los incentivos fiscales recogidos en la ley de *start up* cuando empiecen a negociarse en mercados alternativos como BME Growth; desarrollar nuevos mercados o segmentos más flexibles, con menores requisitos para pymes y Socimis, y no imponer restricciones al marketing, distribución, negociación y comercialización de productos derivados cotizados.

El bloque dos propone iniciativas como la incentivación de la participación de los pequeños inversores o minoristas, sin olvidar las pymes; fiscalidad favorable para vehículos de inversión en PYMES, como son por ejemplo los FILPE (fondos de inversión de largo plazo europeos) o incentivar las salidas a Bolsa como vía de desinversión para las participadas de entidades de capital riesgo y *venture capital*, entre otras.

Dentro del bloque tres, el trabajo de BME apunta la eliminación del impuesto sobre transacciones financieras (ITF) que ha resultado especialmente dañino para la actividad de los mercados de acciones españoles; la cooperación y coordinación entre reguladores y agentes de mercado para conseguir

un aumento de emisiones de renta fija en España; acelerar la aprobación de la normativa que permita el préstamos de valores para las Instituciones de Inversión Colectiva; incrementar la liquidez del mercado secundario de Deuda Pública Española y dar mayor acceso a éste al particular; la posibilidad de constituir fondos de titulización con carácter previo a la cesión de activos y a la emisión de pasivos, así como diversas mejoras de ámbito fiscal y tributario a nivel operativo.

En el apartado cuarto se recoge la agilización de la creación de estructuras para la prestación de servicios sobre criptoactivos, así como establecer un régimen fiscal que favorezca las transacciones de activos digitales; el diseño de un plan de educación financiera y promover el desarrollo de servicios de análisis de sostenibilidad para cotizadas de pequeña y mediana capitalización, entre otras.

“Contar con unos mercados de capitales fuertes y atractivos ha demostrado ser un factor determinante de aceleración del progreso económico de los países más avanzados. España, en los últimos años, parece caminar en dirección opuesta y la propuesta desde BME pone

de relieve que se pueden poner en práctica muchas medidas para conseguir dar la vuelta a esta tendencia” finaliza Garrido.





INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN

2



IX Panel de Seguimiento Financiero de la Economía Española. El reto del tamaño empresarial en España

El reto del tamaño empresarial en España: regulaciones, tamaño y productividad empresarial

El reto del tamaño empresarial en España: regulaciones, tamaño y productividad empresarial¹

DAVID LÓPEZ RODRÍGUEZ (Banco de España)

1. INTRODUCCIÓN

En esta nota se presenta un breve diagnóstico sobre el reto del tamaño empresarial en España. En concreto, se discuten un conjunto de factores y regulaciones que, de acuerdo con el análisis económico disponible, contribuirían a explicar el escaso dinamismo del tamaño medio y la productividad empresarial en la economía española.

Este diagnóstico parte, en la sección dos, de una selección de hechos estilizados en los que se documenta el persistente dominio de las pequeñas y medianas empresas (pymes) en el tejido empresarial español. Esta menor presencia relativa

de las grandes empresas se complementa con un déficit acumulado de productividad. Este déficit se observa, en promedio, tanto en los principales sectores de actividad como en las distintas categorías de tamaño empresarial de la economía

¹ Las opiniones y conclusiones recogidas en esta nota representan las ideas del autor, con las que no necesariamente tiene que coincidir el Banco de España o el Eurosistema.

española en relación a las grandes economías del área del euro. En la tercera sección, se discuten las consecuencias agregadas para la economía, identificadas por la literatura económica, que supone disponer de un menor peso relativo de grandes empresas, segmento empresarial en el que se concentra la capacidad innovadora y exportadora de la economía. Esta discusión se complementa con una revisión de los principales determinantes que, de acuerdo con la literatura económica, podrían explicar de manera conjunta las dinámicas

de crecimiento empresarial en la economía española. En la última sección, se analiza con mayor detalle el papel que pueden jugar en España las regulaciones tributarias y laborales asociadas al tamaño empresarial. Este diagnóstico permite señalar algunas consideraciones generales que pudieran guiar al legislador en el futuro diseño de las políticas públicas con el objetivo de impulsar el tamaño empresarial y, de ese modo, contribuir al necesario crecimiento de la productividad de la economía española.

2. UNA ECONOMÍA DE PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS

El tejido empresarial español está dominado por las pequeñas y medianas empresas (*pymes*). Este dominio también se observa en el conjunto de las economías europeas, si bien en España este fenómeno presenta una significativa relevancia y resulta en un modesto peso relativo de las grandes empresas. Asimismo, este hecho estilizado se observa de manera persistente en el tiempo y entre los distintos sectores de actividad, si bien es más relevante en el sector servicios. No obstante, el sector industrial español

también presenta una escasez relativa de grandes corporaciones. La combinación de un menor tamaño empresarial medio con un déficit de productividad para el promedio de las empresas resulta en un menor dinamismo de la productividad empresarial de la economía española en relación a las grandes economías de la UE-27. A continuación, se describen con mayor detalle estos hechos estilizados.

Una primera caracterización del tamaño empresarial, medido

en términos de empleo, para las economías de la UE-27 se puede realizar a partir de la información disponible en Eurostat (2023). En concreto, un ejercicio habitual consiste en analizar el peso relativo de las empresas cuyo número de trabajadores se sitúa en distintas categorías de empleo que aproximan el tamaño empresarial; o bien examinar el porcentaje que representa el empleo agregado de las empresas de distinto tamaño en relación al empleo total de la economía (véase gráfico 1). Por ejemplo, el gráfico 1.1 muestra que el 94,6% de las empresas españolas que operaban en la economía de mercado en 2022 (último año disponible) tenían menos de 10 trabajadores, y sólo un 0,8% del total superaba los 50 empleados. Si bien esta distribución de tamaño sesgada hacia las *pymes*² se observa, a grandes rasgos, en buena parte de las economías europeas, España se encuentra de manera persistente entre el conjunto de economías europeas con una mayor

presencia de microempresas que no alcanzan los 5 trabajadores (Banco de España 2022).³

En términos de volumen total de empleo (véase gráfico 1.2), las empresas con menos de 50 trabajadores en España concentraban cerca del 53% del empleo en 2022; frente al 33,4% de las grandes empresas con más de 250 trabajadores y el 13,9% de las empresas medianas-grandes, que se definen como aquellas con un número entre 50 y 249 trabajadores. En el segmento de las empresas con más de 50 trabajadores es donde se detecta una menor contribución relativa al empleo total en España frente al promedio de la UE-27 en 2022 (15,4% hasta 250 trabajadores y 35,3% entre las empresas de mayor dimensión). Al mismo tiempo, entre las grandes economías del área del euro, el volumen del empleo total que representan las empresas con más de 50 trabajadores alcanza entre el 55% en Francia y los Países Bajos y el 60% en Alemania, frente al

² Las pymes en el resto de esta sección se definen en términos de empleo y son aquellas que no superan los 50 empleados. El sesgo hacia empresas de menor dimensión también se observa utilizando medidas alternativas de tamaño como las ventas o los activos.

³ Los datos previos al shock de la pandemia del covid-19 situaban a España en 2019 como la economía del área del euro con un mayor porcentaje de empresas con menos de 5 trabajadores. En concreto, un 77,8% en el conjunto de la economía de mercado y un 80,1% en el sector servicios.



47% en España o el 38% en Italia. En ese contexto, entre las grandes economías europeas, Alemania destaca por una significativa presencia de empresas medianas-

grandes y grandes (2,6% frente al 0,95% en la UE-27) e Italia por una mayor presencia relativa de pymes (99,4%).

Gráfico 1.1.
Porcentaje de empresas según el número de trabajadores en 2022. Por países de la unión europea (a).

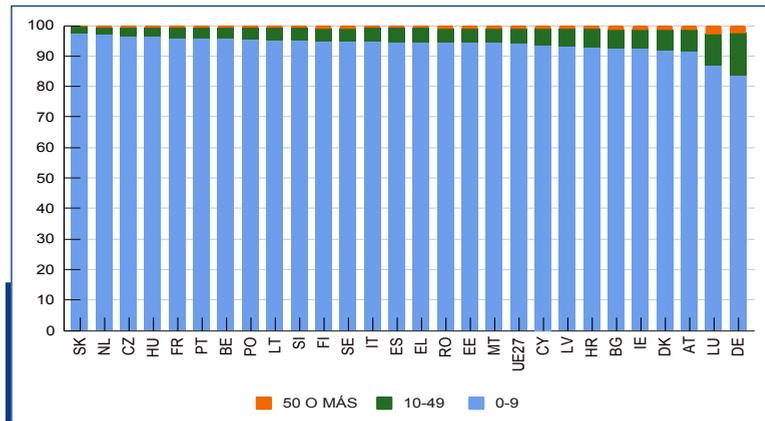
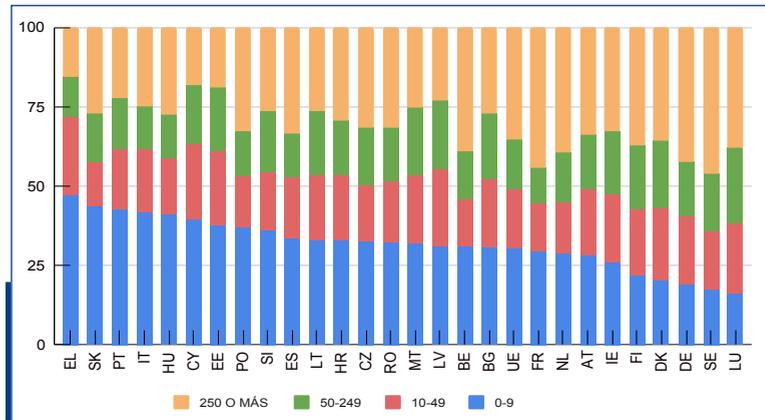


Gráfico 1.2.
Porcentaje de empleo según el número de trabajadores de las empresas en 2022. Por países de la unión europea (a).



Fuente: Structural Business Statistics (Eurostat 2023).

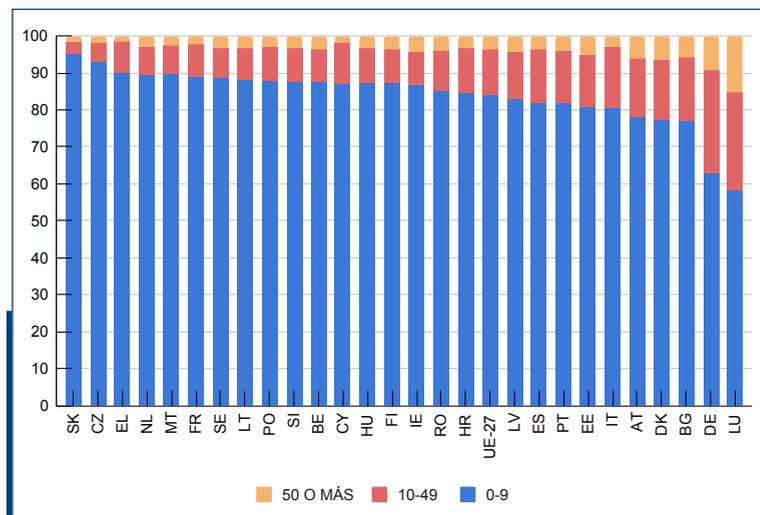
Nota: AT: Austria, BE: Bélgica, BG: Bulgaria, CY: Chipre, CZ: República Checa, DE: Alemania, DK: Dinamarca, EE: Estonia, EL: Grecia, ES: España, FI: Finlandia, FR: Francia, HU: Hungría, HR: Croacia, IE: Irlanda, IT: Italia, LT: Lituania, LU: Luxemburgo, LV: Letonia, MT: Malta, NL: Países Bajos, PO: Polonia, PT: Portugal, RO: Rumanía, SE: Suecia, SI: Eslovenia, SK: Eslovaquia.

a. Se incluyen los sectores industriales, los servicios de mercado y la construcción.

Las actividades vinculadas al sector servicios son las que, en promedio, concentran una mayor proporción de pymes en España. De ese modo, el progresivo incremento del peso relativo del sector servicios en la economía contribuye al reducido tamaño medio de la empresa española. No obstante, la mayor presencia de grandes empresas en el sector industrial español también muestra limitaciones en términos de su volumen agregado de actividad y empleo (véase gráfico 2). En el sector industrial, un 3,5% de las empresas españolas superaba los 250 trabajadores en 2022 (véase gráfico 2.1), ratio

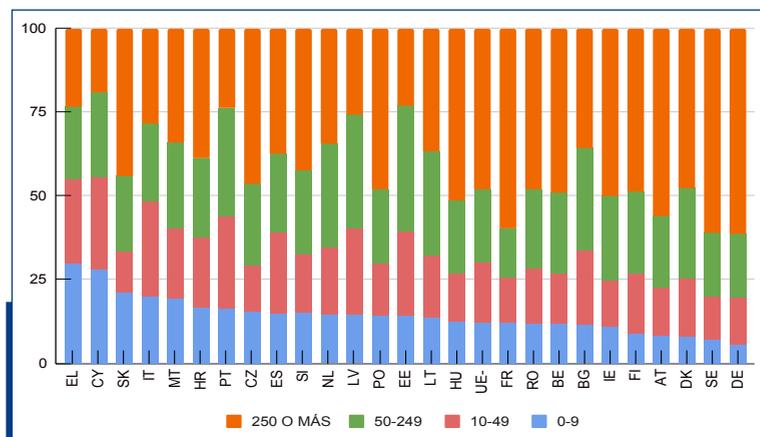
cercana a la del promedio de la UE-27 (3,7%) y cifra superior a la de Francia (2,4%), Países Bajos (2,9%) o Italia (3,1%). Sin embargo, el peso en el empleo industrial de las empresas españolas con más de 50 trabajadores, cerca del 60% del total en 2022, se situaba sensiblemente por debajo del 70% en el promedio de la UE-27, del 65% en los Países Bajos, el 75% en Francia o el 80% en Alemania. Esta evidencia es el resultado de la escasez relativa de grandes corporaciones industriales entre las empresas españolas de más de 250 trabajadores en relación a las principales economías del área del euro, con la excepción de Italia⁴.

Gráfico 2.1.
 Porcentaje de
 empresas según
 el número de
 trabajadores en
 2022,
 por países de la
 unión europea.
 Sector industrial.



⁴ El peso relativo en el empleo de las grandes empresas industriales en Italia se situó en el 51% en 2022.

Gráfico 2.2.
 Porcentaje de
 empleo según
 el número de
 trabajadores de
 las empresas en
 2022, por países de
 la unión europea.
 Sector industrial (a).



Fuente: Structural Business Statistics (Eurostat 2023).

Nota: AT: Austria, BE: Bélgica, BG: Bulgaria, CY: Chipre, CZ: República Checa, DE: Alemania, DK: Dinamarca, EE: Estonia, EL: Grecia, ES: España, FI: Finlandia, FR: Francia, HU: Hungría, HR: Croacia, IE: Irlanda, IT: Italia, LT: Lituania, LU: Luxemburgo, LV: Letonia, MT: Malta, NL: Países Bajos, PO: Polonia, PT: Portugal, RO: Rumanía, SE: Suecia, SI: Eslovenia, SK: Eslovaquia.

a. No se incluye Luxemburgo al no disponer de los datos desagregados para las empresas con menos de 50 trabajadores.

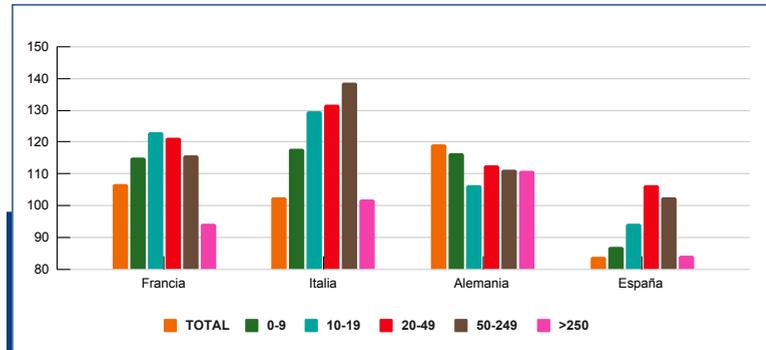
El menor tamaño empresarial en España se ve acompañado de un déficit de productividad de las empresas españolas en relación a la productividad media de las principales economías del área del euro (Banco de España 2021). Este déficit persiste en el tiempo y se observa para las diferentes categorías de tamaño de empresa consideradas. Por ejemplo, en el sector industrial, la ratio de valor añadido por trabajador en 2021 (último año disponible) se situaba en España un 16% por debajo del promedio de la UE-27 y en niveles significativamente inferiores a las ratios medias de las

principales economías europeas (véase gráfico 3). En concreto, este indicador de productividad de las empresas industriales en España era un 40% inferior al de Alemania, un 27% inferior al de Francia y un 22% a la de Italia. Este diferencial con las grandes economías de la UE-27 se mantiene para las diferentes categorías de tamaño empresarial, siendo el gap particularmente elevado en los extremos de dicha distribución de tamaño. En particular, las empresas con menos de 20 trabajadores y las de más de 250 trabajadores son aquellas que presentan un mayor diferencial negativo

en relación a las economías europeas. Las empresas medianas, entre 20 y 49 trabajadores, y las medianas-grandes, entre 50 y 249 trabajadores, son las únicas tipologías que alcanzan el promedio de la UE-27, si bien se encuentran por debajo de las ratios observadas para las

grandes economías europeas. El déficit de productividad entre las empresas de mayor dimensión es particularmente relevante, ya que la combinación de escasez relativa de grandes empresas y su menor productividad resulta en un menor dinamismo de la productividad agregada de la economía.

Gráfico 3.
Productividad empresarial en el sector industrial en 2021, por tamaño de empresa.



Fuente: Structural Business Statistics (Eurostat 2023).

3. LAS CONSECUENCIAS AGREGADAS Y LOS DETERMINANTES DE UN MENOR DINAMISMO EMPRESARIAL

El menor crecimiento de la productividad empresarial es uno de los factores que contribuyen a la falta de convergencia del PIB real per cápita de España en relación al área del euro (Banco de España 2023). Este menor dinamismo en términos agregados se debe, en buena

medida, a la falta de grandes empresas y al déficit relativo de productividad de las mismas. En efecto, entre este conjunto de empresas es donde se concentra buena parte de la capacidad exportadora y el esfuerzo innovador que sostienen la competitividad de la economía

y el bienestar social en el largo plazo. Por ese motivo, el análisis económico y el debate público en España han centrado su atención en responder a cuestiones tales como ¿por qué las empresas españolas, o un grupo relevante de las mismas, no crecen lo suficiente para aumentar el tamaño medio del tejido empresarial? ¿Por qué cuando estas empresas alcanzan determinado tamaño aún existe, en promedio, un déficit de productividad empresarial entre este grupo de empresas?

La adecuada respuesta a estas relevantes cuestiones presenta una elevada complejidad técnica. En particular, son necesarios modelos estructurales y análisis empíricos que permitan la identificación precisa y la cuantificación de los distintos mecanismos que explican las dinámicas de tamaño y productividad empresarial. No obstante, el análisis económico ha señalado un conjunto de determinantes que interactúan entre sí y que, de manera conjunta, podrían explicar las dinámicas observadas. A continuación, se resumen los principales mecanismos y los resultados disponibles para alguno de estos determinantes que han sido analizados con mayor detalle para la economía española.

En primer lugar, la existencia de déficits en los determinantes fundamentales de la productividad de una empresa son los que pudieran limitar su capacidad de crecimiento (Moral-Benito 2018). Por ejemplo, los déficits empresariales en la dotación de capital humano, la formación continua de los trabajadores o la capacidad de gestión empresarial estarían lastrando la productividad de las empresas españolas. Los límites a la capacidad de crecimiento empresarial estarían también asociados a un menor esfuerzo innovador del sector privado, medido dicho esfuerzo en términos de inversión en I+D+i que en 2022 se situaba en el 0,8% del PIB frente a promedios en la UE-27 y el área del euro alrededor del 1,5% del PIB. Esta insuficiente inversión empresarial en capital humano y tecnológico podría explicarse por las mayores dificultades de acceso a la financiación externa por parte de las empresas de menor dimensión. Estas dificultades tendrían un efecto mayor en el tamaño empresarial medio cuando éstas resultaran en limitaciones de los recursos necesarios por parte de las entidades con innovaciones más disruptivas y un mayor potencial de crecimiento. Estas limitaciones se deberían tanto a un menor desarrollo

del capital riesgo en España como a la mayor necesidad de las empresas de disponer de colateral para acceder al crédito bancario (Blanco et al. 2024). De ese modo, la asignación del crédito bancario entre las pymes con potencial de crecimiento se habría visto distorsionada por la disponibilidad de colateral y los shocks que afectan a la valoración del mismo (Basco et al. 2021). En concreto, la asignación de capital entre las empresas españolas no se produciría únicamente en función de la productividad relativa de las mismas, si no que el acceso a los recursos estaría condicionado por la disponibilidad de capital tangible y su valoración, reduciendo los flujos de financiación necesarios a empresas innovadoras con activos intangibles y aquellas que realicen actividades más arriesgadas. Finalmente, los problemas en el eficiente funcionamiento del sistema judicial y la pérdida de su eficacia en el ámbito empresarial darían lugar a un entorno menos favorable tanto para la creación de nuevas empresas como para el crecimiento empresarial de las ya existentes (García-Posada y Mora-Sanguinetti 2015).

Las regulaciones pueden jugar un papel relevante en el menor tamaño empresarial y el déficit

de productividad. Por un lado, la denominada complejidad regulatoria, asociada a una elevado volumen y fragmentación del marco regulatorio, podría reducir el número de empresas y contribuir a un menor tamaño empresarial (Mora-Sanguinetti y Pérez-Valls 2021). Por otro lado, la existencia de regulaciones asociadas al tamaño empresarial ha sido señalada por la literatura económica como un canal relevante que puede desincentivar el crecimiento empresarial y generar importantes efectos agregados sobre la productividad (Guner et al. 2008; Restuccia y Rogerson 2008). Este hecho se produce cuando las regulaciones imponen costes discontinuos en función del tamaño de una empresa, de modo que crecer se encuentra asociado a un salto en los costes hundidos, fijos o variables de la actividad empresarial. De ese modo, las empresas se podrían ver, en primer lugar, desincentivadas a realizar inversiones de resultado incierto o contrataciones de personal que supusieran cruzar umbrales arbitrarios de tamaño cuando crecer implicara un aumento de costes mayor al retorno esperado. Esta decisión podría ser transitoria, generando una demora en el crecimiento empresarial con un coste

temporal y un impacto reducido en términos de productividad empresarial, o desencadenar un proceso de división artificial de la actividad. Este proceso de división de la actividad de una empresa en distintas entidades sin vinculación formal entre las mismas provocaría una distorsión en las medidas disponibles de tamaño empresarial y en la medición de la productividad. Asimismo, este proceso generaría costes de eficiencia que sí tendrían un impacto real en el tamaño efectivo del grupo empresarial por la pérdida de potencial de crecimiento del mismo. En segundo lugar, las empresas decidirán crecer cuando el beneficio esperado de cruzar un umbral regulatorio sea mayor al de permanecer por debajo del mismo. No obstante, las empresas que cruzan los umbrales regulatorios podrían operar en el mercado con unos mayores costes que los existentes en un escenario alternativo sin regulación. Este hecho supondría para la empresa alcanzar una escala óptima inferior a su tamaño potencial sin la existencia de umbrales regulatorios asociados al tamaño. De ese modo, este

tipo de regulaciones reduciría el tamaño de las grandes empresas y produciría una reasignación de los recursos de la economía hacia el conjunto de empresas de menor dimensión y productividad, dando lugar a pérdidas de bienestar y productividad a nivel agregado.

La economía española presenta un amplio conjunto de regulaciones de distinta naturaleza que se encuentran vinculadas a umbrales de tamaño empresarial definidos de manera arbitraria en función del volumen de ventas, activos o empleo. Entre estas regulaciones, las más destacadas son aquellas que afectan a la normativa laboral y, sobretudo, a la normativa tributaria⁵. En la siguiente sección se discute la evidencia disponible sobre una selección de estas regulaciones y sus efectos en la distribución de tamaño empresarial. Esta discusión incluye una revisión de los canales a través de los cuáles se generarían impactos agregados que pudieran considerarse por el legislador en el diseño de las políticas públicas.

⁵ Véase Comité de Personas Expertas (2022) para una revisión detallada de los principales umbrales asociados a la normativa tributaria en el ámbito empresarial y sus posibles efectos sobre el tamaño y el crecimiento empresarial.

4. LAS REGULACIONES ASOCIADAS AL TAMAÑO EMPRESARIAL EN ESPAÑA

La reciente disponibilidad de estudios empíricos que analizan el impacto de las regulaciones asociadas al tamaño empresarial en España permite realizar una primera aproximación a los mecanismos que darían lugar a potenciales efectos agregados. En un primer trabajo, Almunia y López-Rodríguez (2018) analizan la respuesta de las empresas españolas al incremento del control tributario que se produce a partir de un nivel arbitrario de facturación durante el período 1995-2007. En concreto, las entidades con importe neto de su cifra neta de negocios superior a los 6 millones de euros⁶ se encuentran sujetas al control por parte de las Unidades de Gestión de Grandes Empresas (UGGEs). Estas unidades estarían dotas de mayores recursos relativos y podrían realizar un control más exhaustivo de los contribuyentes a partir de la información tributaria disponible. De ese modo, si bien los tipos de gravamen del Impuesto

sobre Sociedades no se ven afectados por el hecho de cruzar este umbral, los tipos efectivos esperados serían mayores en relación al gravamen efectivo de las empresas de menor dimensión, que tendrían una mayor capacidad para no reportar de manera adecuada algún componente de sus bases tributarias.

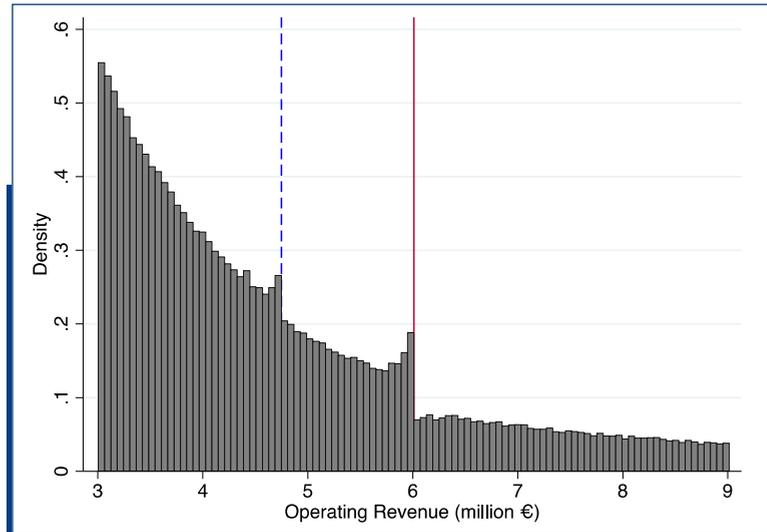
Los análisis incluidos en Almunia y Lopez-Rodriguez (2018) presentan tres resultados de interés. En primer lugar, la distribución de empresas españolas en función de su tamaño, medido en términos del importe de su cifra neta de negocios, se encuentra distorsionada (véase gráfico 4). En concreto, durante el período analizado un número significativo de empresas reporta un nivel de ventas justo por debajo del umbral asociado al mayor control tributario, reduciéndose el número esperado de empresas justo por encima del umbral regulatorio. Si bien la regulación causaría, en

⁶ El umbral de facturación a partir del que se incrementa el control tributario se estableció en 1995 en una cifra de mil millones de pesetas, cuantía que en euros se ha mantenido constante en términos nominales hasta la fecha.

promedio, un ajuste estimado de las ventas reducido, un 2% de su facturación total, el impacto

estimado entre el segmento de empresas que reaccionan se situaría entre el 6,5% y el 8,5%.

Gráfico 4:
Distribución por
tamaño en términos
de facturación
(1995-2007).



Un segundo resultado relevante es el hecho que el control tributario diferenciado por tamaño tiene un efecto heterogéneo entre los sectores de actividad (véase gráfico 5). En concreto, la respuesta observada a la regulación es mayor en aquellos sectores con una mayor proporción de ventas intermedias, como serían los sectores industriales y de la distribución. En sentido opuesto, la respuesta es más reducida en aquellos sectores cuyas empresas venden en una mayor cuantía al consumidor final (comercio minorista, restaurantes y hoteles).

Los análisis presentados indican que las dificultades de trazabilidad en las ventas al consumidor final son las que limitan la efectividad de la regulación. De ese modo, se puede inferir que el tipo efectivo esperado de las empresas que cruzan el umbral es mayor para aquellos sectores que venden bienes intermedios como son las empresas en el sector industrial. Este resultado podría tener implicaciones relevantes en la composición sectorial de la actividad de la economía española, cuyo análisis requeriría de estudios más detallados.

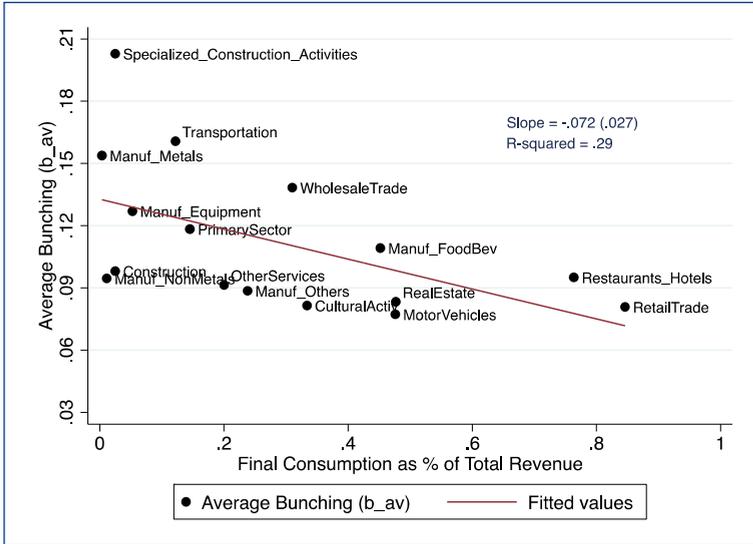


Gráfico 5: Respuesta de agrupamiento por sectores de actividad.

En tercer lugar, los análisis muestran una mayor proporción de gastos declarados en consumos intermedios y una caída del gasto salarial para el promedio de las empresas debajo del umbral del control tributario. Estos patrones, de manera conjunta con la reducción de ingresos asociada a las menores ventas, se traducen en una caída tanto en el margen de beneficios, estimada en un 20%, como en una reducción del valor añadido (véase gráfico 6). Los ejercicios desarrollados indicarían que

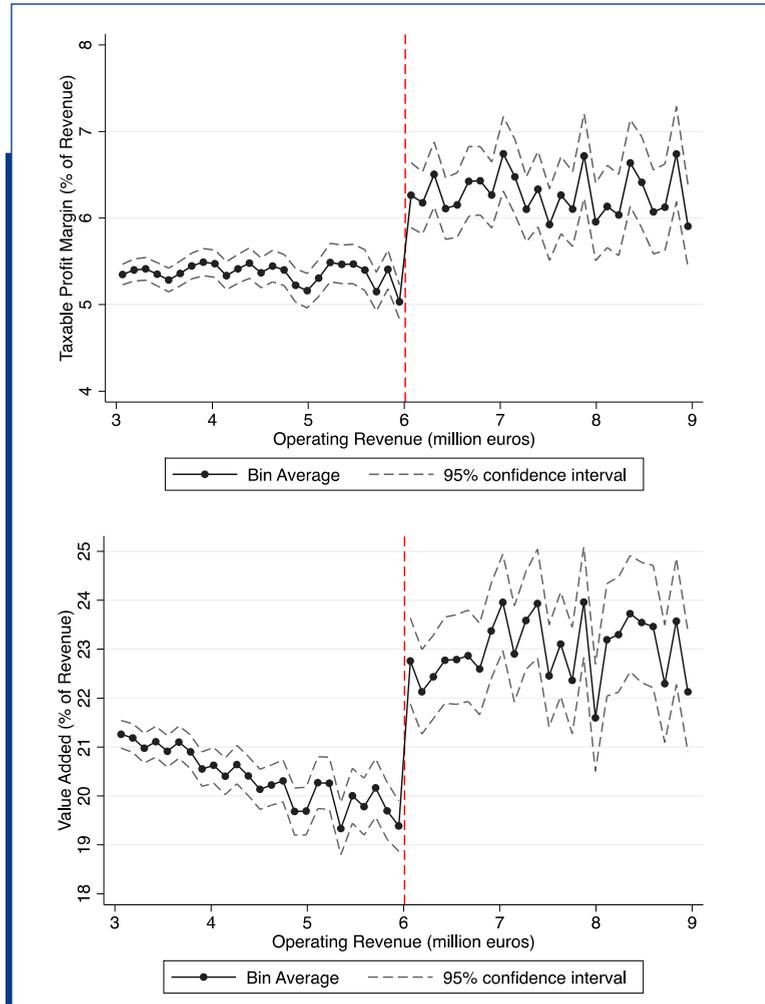
las respuestas de las empresas en el corto plazo estarían más vinculadas con ajustes en las bases tributarias declaradas que en efectos en la producción real de las empresas. No obstante, esta evidencia implica que el tipo efectivo al que realmente operan las empresas de menor dimensión pudiera ser menor al gravamen real de las empresas de mayor dimensión, generando incentivos tanto a la división de su actividad⁷ como a demorar decisiones de inversión que impulsen su crecimiento⁸.

⁷ Onji (2009) analiza los incentivos y mecanismos de la división artificial de la actividad que desencadena la existencia de umbrales tributarios asociados al tamaño empresarial en el caso de Japón.

⁸ En una versión previa de este trabajo, Almunia y Lopez-Rodriguez (2014) muestran de manera descriptiva que buena parte de las empresas que reaccionan al umbral del control tributario



Gráfico 6: Margen de Beneficios (izq.) y Valor Añadido sobre Ventas (dcha.).



En un trabajo relacionado, Almunia, Jimeno, Lopez-Rodriguez y Petit (2024) intentan profundizar en las posibles implicaciones agregadas de las respuestas observadas en el umbral del

control tributario. En concreto, los autores adoptan un modelo de dinámica empresarial en el que se pueden examinar los efectos que las regulaciones asociadas al tamaño empresarial

demoran su decisión de cruzar el umbral de manera transitoria.

podrían tener en la productividad y el bienestar de la economía española. La principal novedad de este trabajo consiste en analizar de manera simultánea y en un marco analítico cuantitativo los efectos de las dos principales regulaciones asociadas al tamaño empresarial. En concreto, la complementariedad entre el umbral de control tributario y las regulaciones laborales vinculadas al tamaño empresarial en el período expansivo anterior a la pandemia en 2014-2019. En el ámbito tributario, al mayor control vinculado a cruzar el umbral de los 6 millones de euros se añade desde el año 2017 la introducción del denominado sistema de Suministro Inmediato de Información (SII). El SII incrementa para las entidades de mayor dimensión las obligaciones de información y los costes de gestión tributaria debido a la exigencia de un mayor volumen y periodicidad de información suministrada por las empresas a la Agencia Tributaria. Este sistema implica costes de gestión, pero al mismo tiempo refuerza el control tributario sobre las grandes empresas. En el ámbito laboral, el

umbral regulatorio más relevante asociado al tamaño empresarial en España se encuentra situado en 50 empleados. En este umbral, entre otras consideraciones, se incrementan los derechos de representación y de información de los trabajadores, así como la probabilidad de constitución de un comité de empresa. De acuerdo con la literatura académica, este tipo de regulaciones puede tener efectos positivos en términos de coordinación dentro de una empresa, pero al mismo tiempo pudieran incrementar los costes variables del factor trabajo por un aumento de la remuneración efectiva o suponer una menor flexibilidad de la demanda de trabajo ante shocks negativos sobre su actividad. Los efectos de este tipo de regulaciones y su impacto sobre los costes empresariales han sido estudiados para otras economías europeas, como Italia o Francia⁹, donde se han identificado distorsiones en la distribución de tamaño en términos de empleo, así como mecanismos que generan efectos agregados de las mismas sobre la productividad y el bienestar social.

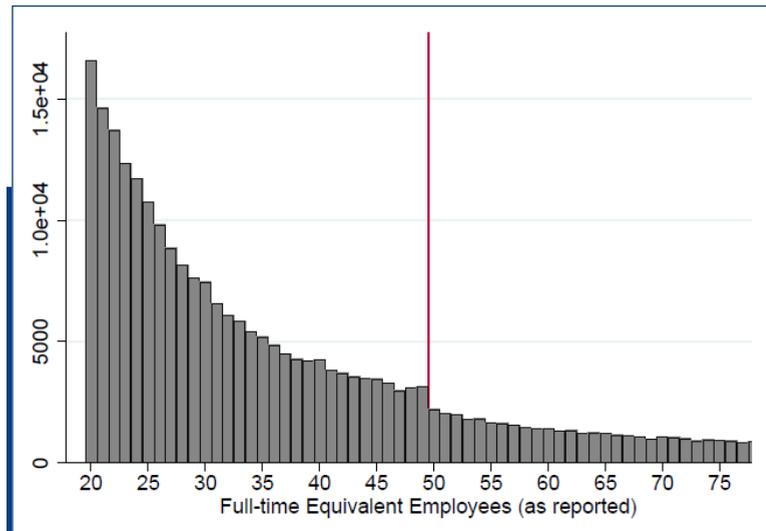
⁹ Véase Schivardi y Torrini (2008) para un análisis del umbral de 15 trabajadores en Italia; y Gourio y Roys (2014) y Garicano et al. (2016) para un análisis de los efectos del umbral de 50 trabajadores en Francia, umbral donde se concentran un amplio abanico de regulaciones laborales en dicha economía.



La evidencia preliminar discutida en Almunia et al. (2024) muestra que en el periodo reciente las empresas españolas siguen reaccionando de manera muy significativa al umbral del control tributario, pero la respuesta al umbral de los 50 trabajadores es de una cuantía más modesta (véase gráfico 7). No obstante, los autores muestran la heterogeneidad de estas reacciones, y la complementariedad entre las mismas. Por ejemplo, la mayor reacción estimada al umbral de

50 trabajadores se encuentra entre aquellas empresas que han superado un tamaño de 6 millones de euros. Esta reacción es particularmente relevante en el sector industrial donde la aplicación de las regulaciones laborales pudiera tener un mayor impacto sobre los costes empresariales. Por lo tanto, el sector industrial presentaría, en promedio, distorsiones significativas en su distribución de tamaño empresarial ante la existencia de ambos umbrales regulatorios.

Gráfico 7:
Distribución por
tamaño en términos
de empleo (2014-
2019).



Estas reacciones pueden racionalizarse en el marco de un modelo de dinámica empresarial por unos mayores

costes asociados al tamaño empresarial. De ese modo, las empresas grandes que operarían con unos mayores costes relativos

alcanzarían una menor escala óptima. Al mismo tiempo, la evidencia sugiere que las empresas en fase de expansión podrían tener incentivos a dividir su actividad en entidades de menor dimensión, reduciendo las ganancias asociadas a las posibles economías de escala y dando lugar a costes de oportunidad. Estos efectos darían lugar a una disminución del tamaño empresarial medio y a pérdidas de eficiencia que reducirían la productividad agregada de la economía. De manera adicional, las respuestas de las empresas en términos de unas menores bases tributarias declaradas apuntan a una posible distorsión en las medidas de productividad de las pequeñas empresas. Por ejemplo, las medidas de valor añadido por trabajador podrían estar sesgadas a la baja ante el aumento de los gastos declarados de consumos intermedios y la infradeclaración de las ventas.

La existencia de regulaciones asociadas al tamaño empresarial es una característica común en buena parte de las economías avanzadas. En el ámbito del control tributario, las organizaciones multilaterales como el FMI o la OCDE han recomendado la creación de unidades especiales de grandes

contribuyentes para mejorar la eficiencia de la administración tributaria. Por otro lado, este tipo de regulaciones se han justificado ante fallos de mercado que limitarían la creación y crecimiento de las pymes que pudieran corregirse con subsidio implícitos a las mismas. Este tipo de políticas de apoyo a las pymes han sido ampliamente adoptadas en el ámbito tributario y en el laboral. No obstante, no se han cuantificado con precisión los posibles efectos dinámicos en el medio y largo plazo que pudieran tener sobre las empresas medianas-grandes y grandes en España. En particular, la saliencia de algunas de estas regulaciones en la economía española podrían reducir los incentivos al crecimiento empresarial y disminuir el tamaño potencial entre las grandes empresas. Los trabajos analíticos disponibles para la economía española evidencian la existencia de distorsiones en el tamaño empresarial creados por estas regulaciones, así como los posibles mecanismos a través de los que unos mayores costes asociados al crecimiento empresarial podrían contribuir a limitar su tamaño y la productividad de la economía. Esta evidencia no debiera interpretarse como una

prueba de la dominancia de estos factores como la principal causa que explican los déficits de tamaño empresarial de la economía española. En ese sentido, es necesario seguir avanzando en el desarrollo de nuevos trabajos cuantitativos que permitan identificar la contribución de los distintos

determinantes que explican el déficit de productividad en el tejido empresarial español. De ese modo, el legislador encargado de diseñar el marco regulatorio del sector empresarial podría tomar las decisiones oportunas en función de sus objetivos y un mayor conocimiento de los efectos de las políticas públicas.

REFERENCIAS

- Almunia, M., y D. Lopez-Rodriguez (2014). "Heterogeneous responses to effective tax enforcement: evidence from Spanish firms". Banco de España, Documento de Trabajo, N° 1419.
- Almunia, M., y D. Lopez-Rodriguez (2018). "Under the Radar: The Effects of Monitoring firms on Tax Compliance". *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 10(1), pp. 1-38.
- Almunia, M., Juan F. Jimeno, D. Lopez-Rodriguez y B. Petit (2024). "Size-dependent regulations in Spain". Mimeo.
- Banco de España (2021). "Los retos estructurales de la economía española tras el COVID-19 y las políticas para abordarlos", capítulo 2, Informe Anual 2020.
- Banco de España (2022). "Retos y políticas para un crecimiento sostenible y equilibrado de la economía española", capítulo 2, Informe Anual 2021.
- Banco de España (2023). "Retos y oportunidades para crecer y converger con la Unión Económica y Monetaria de manera robusta y sostenible", capítulo 2, Informe Anual 2022.
- Basco, S., D. Lopez-Rodriguez, y E. Moral-Benito (2021). "House Prices and Misallocation: The Impact of the Collateral Channel on productivity". Banco de España, Documento de Trabajo N° 2135.
- Blanco, R., M. García-Posada, S. Mayordomo, y M. Rodríguez-Moreno (2024). "Access to credit and firm survival during a crisis: the case of zero-bank-debt firms". Mimeo.
- Comité de Personas Expertas. (2022). "Libro Blanco sobre la Reforma Tributaria". Instituto de Estudios Fiscales, Ministerio de Hacienda y Función Pública.

- Eurostat (2023). Structural Business Statistics.
- García-Posada, M. y J.S. Mora-Sanguinetti. (2015). "Does (average) size matter? Court enforcement, business demography and firm growth." *Small Business Economics* 44, pp. 639-669.
- Garicano, L., C. Lelarge, y J. Van Reenen (2016). "Firm size distortions and the productivity distribution: Evidence from France". *American Economic Review* 106 (11), pp. 3439-79.
- Gourio, F. y N. Roys (2014). "Size-dependent regulations, firm size distribution, and reallocation". *Quantitative Economics* 5(2), pp. 377-416.
- Guner, N., G. Ventura, y Y. Xu (2008). "Macroeconomic implications of size-dependent policies". *Review of Economic Dynamics* 11(4), pp. 721-744.
- Mora-Sanguinetti, J. S., y R. Pérez-Valls (2021). "How does regulatory complexity affect business demography? Evidence from Spain", *European Journal of Law and Economics*, vol. 51, n.º 2, pp. 203-242.
- Moral-Benito, E. (2018) "Growing by learning: firm-level evidence on the size-productivity nexus". *SERIEs*, vol. 9 (1), pp. 65-90.
- Restuccia, D. y R. Rogerson (2008). "Policy distortions and aggregate productivity with heterogeneous establishments". *Review of Economic Dynamics* 11(4), pp. 707-720.
- Onji, K. (2009). "The response of firms to eligibility thresholds: Evidence from the Japanese value-added tax". *Journal of Public Economics* 93(5-6), pp. 766-775.
- Schivardi, F. y R. Torrini (2008). "Identifying the effects of firing restrictions through size contingent differences in regulation". *Labour Economics* 15(3), pp. 482-511.





INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN

IX Panel de Seguimiento Financiero de la Economía Española. El reto del tamaño empresarial en España

3

¿Una nueva taxonomía de tamaño empresarial para Europa?

¿Una nueva taxonomía de tamaño empresarial para Europa?

ANTONIO OPORTO DEL OLMO (Círculo de Empresarios)

INTRODUCCIÓN

La temática del tamaño empresarial en las economías corresponde más al terreno de las conjeturas que al de las teorías. En efecto, se considera que una conjetura es un juicio de opinión, formado a partir de indicios o datos incompletos o supuestos. Las fuentes estadísticas y de registros públicos ofrecen en general datos incompletos que son más indicios que información suficiente para conocer bien el tamaño de las empresas en un país.

España no es una excepción y ello dificulta un mejor conocimiento de su tejido de empresas según su tamaño y su repercusión en el crecimiento económico.

La teoría microeconómica se centra fundamentalmente en el número de empresas oferentes en un mercado y en su capacidad de influencia en la formación

de precios. Un mercado que, consciente o inconscientemente a menudo, se relaciona más con el tamaño relativo que con el absoluto de las mismas.

En cualquier caso, existe la creencia de que el tamaño de las empresas de un país tiene mucho que ver con su prosperidad y el crecimiento de su actividad económica.

RADIOGRAFÍA DE LA EMPRESA EN EUROPA

Tras la fundación de las instituciones que precedieron a la Unión Europea (UE) en los años 50 del pasado siglo, se elaboró una clasificación de empresas en tres categorías de tamaño empresarial (pequeñas, medianas y grandes). La misma impregnó el lenguaje económico (PME en francés y portugués, SME en inglés y PYME en español) y propendió prácticamente al binomio de

pequeñas y medianas de una parte y grandes de otra. A lo largo de las décadas siguientes se fueron actualizando los parámetros que determinaban estas categorías y se añadió también la de microempresas. La última revisión de estos parámetros data de 2003, poco después de la introducción del euro, y es la que se muestra en el cuadro 1.

Categoría	Empleados	Vol. negocio (M€)	Balance general anual (M€)
Micro	<10	≤2	≤2
Pequeñas	<59	≤10	≤10
Medianas	<250	≤50	≤43
Grandes	≥250	>50	>43

Cuadro 1.

Aunque se consideran tres parámetros, empleados, volumen e negocio y tamaño del balance anual, la mayoría de las veces el criterio más recurrente y utilizado es el del número de empleados. Esta clasificación echó raíces a nivel estadístico en el servicio estadístico de la UE, más conocido por su abreviatura Eurostat, y a nivel social y político, entre los agentes del diálogo social,

patronales y sindicatos, que se organizaron conforme a la misma. Poco importó que la creciente diversidad en la Unión Europea de países grandes, medianos y pequeños fuera enturbiando gradualmente los contornos de esta sencilla taxonomía.

A partir de la misma, hemos procedido a estudiar la realidad del tamaño empresarial en la

UE. Según los últimos datos de Eurostat, están registradas algo más de 30,1 millones de empresas, a falta de contabilizar las de Italia que no están

disponibles. Se ha procedido en los cuadros 2 y 3 a seleccionar los cinco países miembros de la UE con mayor y menor número de empresas registradas.

Cuadro 2. Top 5 con mas empresas.

1	 Francia	4 441 494
2	 España	3 124 962
3	 Alemania	3 104 703
4	 Polonia	2 668 064
5	 Países Bajos	2 057 022

Cuadro 3. Top 5 con menos empresas.

22	 Letonia	136 099
23	 Estonia	124 525
24	 Chipre	80 924
25	 Malta	55 412
26	 Luxemburgo	41 553

bviamente, entre los países con mayor número de empresas destacan las mayores economías de la UE. Sin embargo, Alemania figura en tercer lugar, a pesar de ser la mayor economía de la Eurozona, y Francia ocupa el

primero. A su vez, que España preceda a Alemania se explica por la multitud de microempresas existentes en nuestro país. En cualquier caso, parece obvio que solo el tamaño empresarial puede explicar que Alemania, que tiene

un PIB algo inferior a tres veces el español, tenga unas 20.000 empresas menos en sus registros.

de un gran número de ellas, y que este país tiene el PIB per cápita más alto de toda la UE.

De los países con menor número de empresas, llama la atención que sea Luxemburgo el país con menor número de empresas, y ello a pesar de la implantación por motivos fiscales

En el cuadro 4 se presentan de manera resumida los países con mayor y menor número de empresas de cada tamaño, así como la posición de España en cada uno de esos rankings.

Cuadro 4. Porcentaje sobre el total de empresas.



Fuente: Eurostat. Datos de Italia no disponibles. Muestra: 26 países.

La primera observación es que España ocupa posiciones intermedias, entre la 11 y la 18

en todos ellos, de tal manera que no destaca particularmente en ningún tipo de tamaño



empresarial en toda Europa, a pesar de ser la cuarta economía.

El segundo comentario se refiere al hecho de que, como cabía esperar, la microempresa constituye el contingente más numeroso de empresas registradas en toda la UE con unos porcentajes de entre el 84% de Alemania y el 97% de Eslovaquia. Ambos países invierten sus posiciones de primero y último cuando se examinan las "pequeñas empresas". Alemania lidera el ranking, dado que casi un 13 % de las empresas alemanas se incluyen en esta categoría.

Por último, Luxemburgo y Alemania lideran el ranking de empresas medianas y grandes

a partir de datos de Eurostat con porcentajes que multiplican notablemente los del resto de países miembros de la UE.

Más allá de lo anterior, resulta difícil formular cualquier conjetura adicional sobre tamaño empresarial, nivel de desarrollo económico y tamaño del país, pues si se observa la posición de Francia, Países Bajos y los de los países menores no es posible relacionar estos conceptos.

Las empresas nacen, viven, crecen, menguan y mueren. A lo largo de las tres últimas décadas han venido ganado protagonismo otros dos tipos de empresas que se muestran en el gráfico 1.

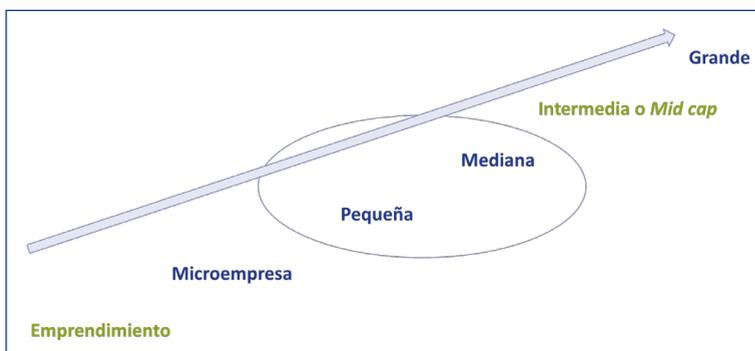


Gráfico 1.

Nos referimos al emprendimiento, de gran relevancia, en la era digital, y a la empresa intermedia o mid cap, de

tal manera que la taxonomía actual de Eurostat es manifiestamente estrecha y apretada respecto de la realidad económica, tanto desde

un punto de vista geográfico, tal y como hemos visto, como

financiero, tal y como pondremos de manifiesto más adelante.

LA EMPRESA DE TAMAÑO INTERMEDIO O MID CAP FUERA DE ESPAÑA

En los grandes países industrializados han ido surgiendo categorías de tamaño empresarial que tratan de explorar ese espacio que existe entre la empresa mediana de Eurostat y la megaempresa. Este asunto ha experimentado diversas tendencias en Europa, que trataremos de sintetizar en las líneas que siguen.

Es proverbial referirse a la empresa mediana alemana, más conocida como *Mittelstand*. La misma es más citada que conocida en España, entre otras razones porque su realidad empresarial se sigue desarrollando en códigos culturales y lingüísticos alemanes. El concepto está tan arraigado que casi no necesita de nuevas políticas específicas. En realidad, no debe olvidarse que el desarrollo del capitalismo alemán desde la posguerra ha dado como resultado un tejido industrial de empresas medianas-grandes, con frecuencia de propiedad familiar, que es más relevante y resiliente

que su tejido financiero y uno de los pilares de su economía. En Alemania hay cierta conciencia de que la taxonomía europea no les sirve en gran medida. De hecho, Alemania durante su última presidencia de la UE, intentó avanzar en una depuración de esa añeja taxonomía para hacer hueco al *Mittelstand*. Estos esfuerzos han dado su fruto solo recientemente como veremos.

Es de sobra conocido que el Reino Unido ha favorecido un sistema financiero global, que equivale directa o indirectamente al 20% de su PIB, y que ha prevalecido por encima de su tejido empresarial industrial. Por ello no debe extrañar que la categorización de empresas en el Reino Unido se refiera fundamentalmente al tamaño y a la estructura de su balance y no a su cifra de empleados, que es el criterio dominante de facto en la clasificación de Eurostat. El Brexit y el COVID han estimulado una política activa de fomento

y apoyo de ese espectro de compañías de tamaño más que mediano y menos que grande. El *Financial Times* ya se permitió hace pocos años acuñar el término *Brittelstand* en el marco de ese liderazgo de lo semiótico que ostenta la lengua inglesa. Ya se sabe, una buena nueva palabra o etiqueta en inglés vale más que mil explicaciones en cualquier otro idioma. En definitiva, el concepto de *Mid Cap* o de *Middle Market* ha ido ganando terreno en todos los países europeos en los que la cultura anglosajona se ha impuesto a la cultura latina o teutona.

La tendencia ordenancista que late siempre en Francia, puede que haya influido en que el país galo haya sido el único país grande de la zona euro que ha ampliado legalmente la taxonomía de Eurostat. En efecto, el artículo 51 de la Ley 2008/776 del 4 de octubre de 2008 sobre Modernización de la Economía, estableció una nueva taxonomía de cinco categorías: microempresas, pequeñas, medianas, intermedias y grandes.

Una "ETI" o "empresa de tamaño intermedio es una empresa que tiene entre 250 y 4.999 empleados, sus ventas no superan los 1.500 millones de

euros y su balance no sobrepasa los 2.000 millones. Es interesante retener la idea general de esa taxonomía y menos los valores adaptados al tamaño de la economía francesa. Asimismo, el acrónimo "ETI" es, tras más de 15 años, una realidad del lenguaje en la prensa económica francesa.

En Alemania hay cierta conciencia de que la taxonomía europea no les sirve en gran medida.

Es importante destacar que reconocer este tipo de empresas es fundamental para informar bien las iniciativas públicas y privadas en este ámbito. A modo de ejemplo el Banco Europeo de Inversiones, la institución financiera más importante de la arquitectura europea que cuenta con un balance de más de medio billón de euros, siempre ha tenido en consideración las empresas de tamaño intermedio o *mid caps*. De hecho, en su catálogo de deuda corporativa siempre ha considerado el concepto de

mid cap, al igual que en sus líneas de *on lending* a través de los sistemas bancarios nacionales.

En el caso de España, reseñar que ha preocupado de siempre la relación del tamaño empresarial con la relativa baja productividad general del sistema económico español. La misma se tiende a relacionar en gran medida con el reducido tamaño de la empresa española en términos promedios, así como con el alto peso del sector servicios en nuestra economía. Esta preocupación ha tenido algún reflejo en la investigación económica atribuyéndolo también a causas gerenciales. Como se pone de manifiesto en la presente publicación del Instituto Español de Analistas, el reputado Servicio de Estudios del Banco de España ha iniciado una relevante línea de investigación en relación con estas preocupaciones en los últimos años.

Por último, se considera que el tamaño empresarial en España

está muy afectado por la carga normativa y burocrática, así como por las regulaciones fiscales y laborales. Estas últimas han dado lugar a la conocida "maldición del empleado 50". En efecto, este empleado conlleva una serie de obligaciones en materia sindical, que resultan disuasorias para el empresario. Algo análogo ocurre cuando la empresa sobrepasa los 6 millones de euros de facturación en materia fiscal y de auditoría. Dado que estos aspectos se desarrollan en otros artículos de esta monografía no se desarrollan en la presente. Cabe no obstante resaltar que el Círculo de Empresarios viene denunciando desde hace años la necesidad de remover y reconsiderar todas estas barreras al libre desarrollo del tamaño empresarial en España¹. Asimismo, el Círculo de Empresarios fue fundador en 2014 de la Fundación Cre100do, junto con la Fundación Bankinter y el Instituto de Comercio Exterior, que tiene por objeto favorecer el crecimiento de empresas medianas españolas excelentes.

¹ Medidas para favorecer el crecimiento de las empresas (Círculo de Empresarios, jul. 2015), Qué aprender de la empresa mediana alemana (Alfredo Bonet, Diario "Expansión", nov. 2018), Un impulso para la empresa mediana española (J. Prieto, Diario "Expansión", feb. 2019), Debemos aumentar el tamaño de nuestras empresas (I. Dutilh, diario "elEconomista", jun. 2020), El tamaño de las empresas y la competitividad (J. Prieto, Diario "Expansión", sep. 2020), Una gran oportunidad para transformar el modelo productivo español con vocación de liderazgo global (M. Pizarro y M. Grandal, Revista "Economistas", sep.21), Empresas de tamaño intermedio: nuestros campeones ocultos (J. Prieto, Diario "Expansión", ene. 2023).

Promueve la excelencia empresarial agrupando a las empresas más destacadas del *middle market* español (ETIs) con el fin de dinamizar su crecimiento, innovación y cooperación. Con

ello contribuye a fomentar la productividad, crear empleo cualificado y sostenible, generar inversiones con mayor retorno, y tener un efecto arrastre sobre otras empresas más pequeñas.

¿UNA NUEVA TAXONOMÍA EUROPEA?

La lentitud de las instituciones europeas en la evolución de ideas y conceptos es proverbial. La prudencia y la necesidad de amplios consensos son innatos a todas las instituciones multilaterales. Recientemente se han cumplido tres años de la última presidencia alemana de la Unión Europea, en la que se intentó impulsar una evolución de la actual taxonomía. Como fruto de ello y del apoyo de las asociaciones de empresas familiares europeas, la Comisión Europea decidió lanzar una amplia y profunda investigación de la empresa intermedia o *mid cap*. La misma finalmente vio la luz en noviembre de 2022 bajo el elocuente título de *“Study to map, measure and portray the EU mid cap landscape”*. Se trata ciertamente de un profundo y extenso estudio que contiene una más que abundante información y que fue realizado

por una consultora austriaca, otra irlandesa y una última británica. Ciertamente se trató de un primer paso muy importante y que forma parte de la dinámica lenta de la UE para introducir reformas.

El 12 de septiembre de 2023 se publicó la Comunicación 535 de la Comisión Europea, bajo el título genérico de SME Relief Package. Se trata en esencia de un borrador de un amplio programa para renovar las políticas europeas dirigidas a las empresas en función de su tamaño. Afirma que las pequeñas empresas son importantes y esboza intenciones de establecer una serie de políticas específicas para el conjunto de pequeñas y medianas, nacionales y transeuropeas, dirigidas a la simplificación administrativa, fiscal, de mejora de su liquidez, y acceso a la financiación, a las compras públicas y al talento,

entre otros ámbitos. En el punto 3.4.2 de la Comunicación, titulado “Growing the business”, con el cuidadoso estilo de redacción de la diplomacia europea, se afirma que, si bien en 2021 se consideró apropiada la actual definición europea de empresa pequeña y mediana, también se dice que es necesario estudiar los retos de esas empresas una vez que han superado la fase de pymes. A continuación, la Comunicación se refiere al estudio mencionado en el párrafo anterior que puso de manifiesto el papel fundamental que desempeñan las small mid caps (250 a 499 empleados) y las large mid caps (500 a 1.499 empleados), que suponen un 13% del empleo total en la UE del sector no financiero. Además, se dice que las mismas están muy presentes en ecosistemas que son claves para “la competitividad y la soberanía tecnológica en sectores críticos, como la electrónica, el aeroespacial y la defensa, la energía, las industrias intensivas en energía y en el sector salud.”

Por último, la Comisión Europea reconoce que falta información estadística sobre las empresas *small mid caps* y que es necesario un enfoque coherente para apoyar su crecimiento, dado que frecuentemente crecen más rápido que otras empresas, son

más innovadoras y gestionan mejor la digitalización que otras pymes menores.

*la Comisión Europea
decidió lanzar una
amplia y profunda
investigación de la
empresa intermedia o
mid cap.*

En la Acción 18 del SME Relief Package se afirma que hay que estar atentos a las necesidades de las compañías que sobrepasen los límites de la definición europea de SME, como son las small mid caps. En ese sentido establece como objetivo para antes de finales de 2023, el desarrollo de una definición consensuada para las small mid caps para abordar con posterioridad las acciones necesarias para reflejar esa definición revisada de SME en toda la normativa legal y construir una base de datos que permita apoyar a este tipo de empresas. En definitiva, la Comisión Europea, ante la evidencia de compañías que superan la



definición tradicional de pyme, propone a las demás instituciones europeas, incluido el Consejo Económico y Social, máximo actor del diálogo social europeo, la creación de momento de una categoría adicional que sería la pequeña empresa intermedia o mid cap, dejando seguramente para otro momento ulterior la consideración de la gran empresa intermedia o large mid Cap.

En definitiva, tras muchos años y tras los cambios ocurridos por la pandemia y la guerra de Ucrania, la Comisión Europea finalmente se plantea abordar la revisión de la taxonomía que ha prevalecido durante más de 70 años en la Unión Europea. Habrá que estar atentos a la evolución de este catálogo de intenciones, que son siempre las comunicaciones de la Comisión Europea.





INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN

IX Panel de Seguimiento Financiero de la Economía
Española. El reto del tamaño empresarial en España

4

Fiscalidad y tamaño empresarial

Fiscalidad y tamaño empresarial

CÉSAR GARCÍA NOVOA (Universidad de Santiago de Compostela)

I. INTRODUCCIÓN.

Se suele señalar que una de las taras de nuestro tejido productivo es el reducido tamaño de las empresas. Se calcula que cerca del 73% del empleo que existe en nuestro país es generado por las pymes. Estamos hablando de un sector que representa el 66 % del Producto Interior Bruto. España es un país de pequeñas y medianas empresas, y más de pequeñas que de medianas. Y la abundancia de pymes es un problema, incluso estructural, de nuestro sistema productivo. Este reducido tamaño de las empresas en España afecta a factores como la productividad, la volatilidad del empleo y, también, por supuesto, dificulta el acceso a una financiación con un coste razonable.

Este peso de la pequeña y mediana empresa convierte el crecimiento de la misma en un imperativo de política económica. Desde una perspectiva *macroeconómica* existen exigencias de incremento de la actividad económica y de creación de empleo que

requieren que la pyme crezca. Especialmente, motivaciones de competitividad. La pyme debe crecer porque si no crece no es competitiva y la aspiración a una mayor competitividad exige y justifica que cada pequeña y mediana empresa haga lo posible por aumentar su dimensión.

Entre los distintos instrumentos normativos que pueden ayudar a que la pyme crezca se

encuentran los de índole fiscal, a los que nos vamos a referir en estas breves páginas.

II. ¿CÓMO DEBE AFRONTAR LA FISCALIDAD LA CUESTIÓN DEL TAMAÑO EMPRESARIAL?

Dos son las perspectivas desde las que la política fiscal puede tomar en consideración el hecho de que una empresa sea pequeña o mediana. Desde el punto de vista de la capacidad contributiva relativa, que hace referencia a la capacidad económica no como fundamento de la imposición, sino como medida de la riqueza individual de cada contribuyente. Esto es, como presupuesto de la cuantía a pagar. Por tanto, habrá que adaptar el sistema tributario a la menor capacidad comparativa de la pequeña empresa, con menores tipos de gravamen o beneficios específicos para las pyme, que supongan para estas entidades una cuota inferior. Incluso aquí se situaría el incremento del interés nocial para pymes a través de la prima de riesgo del 1,5 % que prevé la Directiva DEBRA, que aumenta la cuantía de la deducción cuando sea una pyme la que incrementa su capital neto. Por otro lado, desde la perspectiva de la practicabilidad

del ordenamiento, es necesario facilitar el cumplimiento de las obligaciones fiscales de las pyme, mediante medidas de simplificación (módulos en el IRPF, franquicias en el IVA...).

Es de destacar también que los tributos tienen una función extrafiscal, además de la puramente recaudatoria. Como ha dicho el Tribunal Constitucional en su sentencia 221/1992 de 11 de diciembre, "es constitucionalmente posible que el legislador tributario, al regular cada figura impositiva, otorgue preeminencia a otros valores o principios respetando, en todo caso, los límites establecidos por la Constitución" (FJ 4º). Por tanto, pueden existir medidas fiscales que no sólo atiendan a cuestiones recaudatorias, sino a la importancia de las pyme en el tejido productivo. Y no sólo desde el punto de vista de la protección de las pyme, por su importancia en el entramado productivo, sino por los problemas económicos

que suscita el reducido tamaño de la empresa en España. Así, las leyes fiscales pueden tener, entre otros objetivos, el conjurar lo que se conoce como *efecto disuasorio del crecimiento*, esto es, evitar que las ventajas fiscales dispensadas a las pyme acaben desalentando su crecimiento. A ello se ha referido el Libro Blanco de la Comisión de Personas Expertas para la Reforma Fiscal.

Entre las medidas fiscales que pretenden evitar esa mencionada disuasión del crecimiento se encuentra la posibilidad que se atribuye a los Estados miembros de realizar una aplicación flexible del umbral de 85.000 euros para aplicar el régimen de franquicia en el IVA, previsto en la Directiva 2020/285 del Consejo, de 18 de febrero de 2020, por la que se modifica la Directiva 2006/112/CE, relativa al sistema común del IVA y que debe ser transpuesta en el ordenamiento español no más tarde del 31 de diciembre de 2024. Se faculta a los Estados miembros a permitir que los sujetos pasivos del IVA sigan beneficiándose de la franquicia durante un determinado período de tiempo (con carácter general, un año) una vez que hayan superado el citado umbral y siempre que se cumplan determinados requisitos (que su

volumen de negocios no supere en un porcentaje del 10% o, excepcionalmente, del 25%, el umbral de la franquicia nacional).

“Es constitucionalmente posible que el legislador tributario, al regular cada figura impositiva, otorgue preeminencia a otros valores o principios respetando, en todo caso, los límites establecidos por la Constitución”.

También puede catalogarse como una medida para no desincentivar el crecimiento la sujeción de las entidades de reducida dimensión al tipo general del Impuesto de Sociedades. Antes del 1 de enero de 2016, las pequeñas empresas (entidades de reducida dimensión) en el Impuesto de Sociedades estaban sujetas a un tipo reducido del 25 % para sus primeros 300.000

euros, lo que podía considerarse que desalentaba el crecimiento por encima de esa cifra. En la actualidad, el tipo general, según el artículo 29,1 de la Ley 27/2014, del Impuesto de Sociedades, es del 25 %, excepto para las

entidades cuyo importe neto de la cifra de negocios del período impositivo inmediato anterior sea inferior a 1 millón de euros que será el 23 % y del 15 % para las entidades de nueva creación que realicen actividades económicas.

III. EL TRATAMIENTO DE LA PYME EN EL IMPUESTO DE SOCIEDADES.

Obviamente, a la hora de plantearse las relaciones entre la fiscalidad y el crecimiento de las pyme, es necesario hacer referencia al tratamiento ventajoso que a la pequeña y mediana empresa dispensa el legislador en el Impuesto de Sociedades. La pequeña empresa en el Impuesto de Sociedades se denomina *entidad de reducida dimensión*. Desde el 1 de enero de 2011 y por Decreto-Ley 13/2010 de 3 de diciembre, se define como entidad de reducida dimensión aquella cuyo importe neto de cifra de negocios en el año anterior no supera los 10 millones de euros. Y a favor de estas entidades se habilitan una serie de ventajas fiscales, como la libertad de amortización, la amortización acelerada, y la deducibilidad de las cuotas pagadas en contratos

de arrendamiento financiero y de las pérdidas por deterioro de los créditos por posibles insolvencias de deudores.

Además, es de destacar la reserva de nivelación para pymes, prevista en el artículo 105 de la Ley 27/2014, del Impuesto de Sociedades. La medida permite reducir la base imponible del Impuesto hasta un 10 % de su Importe, con un límite máximo anual de un millón de euros, creando una reserva para compensar futuras pérdidas. Se faculta anticipar la compensación de pérdidas futuras. Es una previsión legal que constituye una ventaja fiscal para las pequeñas y medianas empresas pero que, en cualquier caso, no deja de ser un sucedáneo de la *compensación hacia atrás* o *carry back*. En España no existe *carry back* de

bases negativas para pequeñas empresas, a pesar de que la ha propuesto la Recomendación UE 2021/801 de la Comisión, de 18 de mayo 2021, sobre el tratamiento fiscal de las pérdidas incurridas durante la crisis de la Covid-19. Esta es la medida que se debería prever en lugar de un anticipo de la compensación de pérdidas, que no soluciona el problema de la imposibilidad de compensar *hacia adelante* si no hay beneficios futuros.

Y, sobre todo, cuando se afronta la cuestión del tratamiento tributario de la pequeña y mediana empresa en el Impuesto de Sociedades, siempre se suscita la cuestión de si la pyme debe

disponer de una serie de ventajas fiscales. Y, especialmente, si debe tributar a un tipo inferior. Como dijimos, en España, las entidades de reducida dimensión, desde el 1 de enero de 2016, ya tributan al tipo general. Sólo se prevé la excepción de las entidades con cifra de negocios inferior al millón de euros, que están sujetas al 23 % y de las de nueva creación, que resultan gravadas al 15 % durante los dos primeros períodos.

Se trata de una decisión acertada. No parece que el gravamen a un tipo inferior sea la mejor solución, además de ser una medida que claramente disuade el crecimiento.

IV. LA FISCALIDAD EN LO RELATIVO A LAS FORMAS DE FINANCIACIÓN DE LA EMPRESA

La propensión de las empresas, también de las pequeñas y medianas, a la financiación ajena frente a la financiación propia tiene diversas motivaciones. Pero hay algunas de carácter estrictamente fiscal, que expresan la falta de neutralidad del sistema en lo relativo al tratamiento de los intereses y de los dividendos o retribuciones al socio o partícipe.

Esa falta de neutralidad se pone de manifiesto en el hecho de que, si una empresa, incluso una pequeña empresa, acude a la financiación ajena, el pago de los intereses supone el cómputo de una carga financiera deducible para determinar la renta neta, pues la generalidad de los ordenamientos, y en particular el español, consideran

deducibles los gastos financieros. En estos gastos se incluyen los intereses devengados por cualquier préstamo concertado por una entidad para financiar el desarrollo de sus actividades. Por el contrario, el pago del dividendo no constituye un gasto porque supone una aplicación del beneficio, atribuyéndolo al socio, que es su verdadero propietario económico.

Por eso puede afirmarse que hay un tratamiento diferenciado que afectaría a la neutralidad del sistema fiscal frente al fenómeno de la financiación de las empresas. Entendiendo la neutralidad como la circunstancia que permite a los operadores económicos elegir sus opciones por motivaciones diferentes a la existencia de un tratamiento tributario distinto, en el ordenamiento tributario español se viene denunciando, desde hace ya mucho tiempo, su falta de neutralidad. Y en especial en esta cuestión, puesto que el ordenamiento fiscal español favorece claramente la financiación ajena frente a la propia.

Esta falta de neutralidad se ha intentado corregir para las grandes empresas en España mediante la limitación de la deducibilidad de gastos financieros pagados por encima

de un millón de euros al 30 % del EBIDTA. Se trata de una previsión legal contenida en el artículo 16 de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades y que se encuentra también prevista en el artículo 4 de la ATAD, Directiva Anti-Abuso, 2016/1164, de 12 de julio.

Para las pequeñas y medianas empresas, sin embargo, no se optó por extender una limitación a la deducción de intereses, que podría afectar a su estructura financiera, sino por estimular la financiación propia, pero a base de incentivar la reinversión de beneficios. Es decir, se intentó estimular su capitalización frente a la retribución de los socios o accionistas.

En este sentido, es de destacar el cambio que supone la Propuesta de Directiva DEBRA (*Debt Equity Bias Reduction Allowance Directive*), que se enmarca dentro de la estrategia europea *Comunicación sobre fiscalidad empresarial para el siglo XXI* que la Comisión Europea hizo pública el 18 de mayo de 2021. El objetivo esencial de la Directiva es otorgar a las empresas fuertemente capitalizadas una deducción fiscal de un interés nocional. El importe de esta deducción se calcularía multiplicando la base de la misma,

constituida por el incremento de capital neto, por un denominado tipo de interés nacional. Este interés se compondría de dos elementos: un tipo de interés libre de riesgo a diez años y una prima de riesgo para pymes de un 1,5 %. Según la Propuesta, los Estados Miembros deberán adoptar la Directiva, como muy tarde, el 31 de diciembre de 2023. La entrada en vigor se fija en el proyecto a partir del 1 de enero de 2024. No obstante, su horizonte es a más largo plazo, ya que se requiere la aprobación unánime de los 27 Estados miembros. La deducción de los intereses nacionales se limita al 30 % del EBITDA, pudiéndose deducir el exceso hacia el futuro sin límite.

*El pago del dividendo
no constituye un
gasto porque supone
una aplicación
del beneficio,
atribuyéndolo al socio
que es su verdadero
propietario económico.*

Lo que viene a establecer DEBRA es un ejemplo de lo que se conoce como estrategias basadas en incentivos positivos a la reducción del endeudamiento (ACE incremental). Pero España nunca ha contemplado una medida de este tipo. La única previsión que existe para favorecer la financiación propia de las empresas es la reserva de capitalización, prevista en el artículo 25 de la Ley 27/2014, del Impuesto de Sociedades. Sólo se contempla para entidades que tributen al tipo general del 25 % y permite reducir la base imponible en el 10 % del incremento de los fondos propios. El incremento debe mantenerse durante 5 años desde el cierre del período impositivo al que corresponda esta reducción, salvo por la existencia de pérdidas contables en la entidad. Si se incumplen estas exigencias, deberán regularizarse las cantidades indebidamente reducidas en la misma declaración del ejercicio del incumplimiento.

La cuestión es si la reserva de capitalización debe desaparecer en cuanto la Directiva DEBRA sea objeto de trasposición al ordenamiento interno español. En este sentido, la Propuesta de Directiva prevé, a modo de cláusula *grandfather*, que los Estados miembros puedan

retrasar la entrada en vigor de las medidas DEBRA si a 1 de enero de 2024 están aplicando una medida nacional que conceda una deducción sobre fondos propios. Previsión en la que podría encajar la reserva de capitalización.

Al mismo tiempo, el artículo 6 de la DEBRA establece un nuevo límite a la deducción de gastos financieros, fijado en un 85 % de

los costes de endeudamiento neto, es decir, de los intereses pagados por un contribuyente, deducidos los intereses percibidos. Será aplicable la menor de ambas cantidades; o la limitación actualmente vigente o esta nueva limitación basada en el 85 % de los costes de endeudamiento. La diferencia de la limitación superior a estas dos se puede deducir en ejercicios siguientes, sin límite.

V. EL FOMENTO DEL CRECIMIENTO A TRAVÉS DE LAS OPERACIONES DE REESTRUCTURACIÓN COMO LAS FUSIONES O CANJES DE VALORES.

El crecimiento de las empresas se logra también a través de operaciones de reestructuración, especialmente mediante fusiones, para lograr empresas más grandes. Tales operaciones disponen de un régimen especial, previsto en los artículos 76 a 89 de la Ley 27/2014, de la Ley del Impuesto de Sociedades, denominado régimen de *diferimiento* o de *neutralidad*. Siendo los posibles costes fiscales de estas operaciones uno de los factores que mayor importancia puede adquirir a la hora de impulsar estos procesos de integración empresarial, lo que se pretende es implementar

un régimen *fiscalmente neutro*, que permite diferir al futuro las cargas fiscales. Actualmente, se trata del régimen general referible a las operaciones de reestructuración, desapareciendo, por tanto, la opción para su aplicación, y estableciéndose una obligación genérica de comunicación a la Administración tributaria de la realización de operaciones que aplican el mismo.

La aplicación de este régimen requiere la concurrencia de un *motivo económico válido* que avale la operación de fusión o canje de valores. Frente a ello se sitúa la tradicional actitud

restrictiva de la Agencia Tributaria y, principalmente, de los órganos de Inspección, que vienen negando, con excesiva frecuencia, la concurrencia de este motivo o razón económica. La inexistencia de *motivos económicos válidos* o la exclusiva intención de conseguir una ventaja fiscal, faculta a la Administración tributaria a proceder a declarar la inaplicación total o parcial del régimen de diferimiento. Ello genera muchas incertidumbre y aconseja la presentación de consultas tributarias cuya respuesta es vinculante, para blindar estas operaciones y obtener seguridad jurídica. La Consulta V2214-23, de 27 de julio de 2023, siguiendo la doctrina del Tribunal Supremo, establece que el hecho de obtener una ventaja fiscal a través de una operación de reestructuración no supone incumplir el régimen de diferimiento. Y que sólo cabe regularizar la ventaja fiscal obtenida si se acredita que la operación tiene como objetivo la evasión o el fraude fiscal.

Pero, en los últimos años, muchas de las respuestas a estas consultas son desalentadoras. Habiéndose admitido tradicionalmente por la Dirección General de Tributos un motivo económico abstracto, consistente en la *reestructuración*

El crecimiento de las empresas se logra también a través de operaciones de reestructuración, especialmente mediante fusiones, para lograr empresas más grandes.

y *racionalización* de las actividades de las empresas, desde el primer trimestre del ejercicio 2023 el Centro Directivo ha cambiado su forma de proceder, como consecuencia de la sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea *Euro Park Service*, de 8 de marzo de 2017, asunto C-14/16. Para esta resolución es a la Administración tributaria, como consecuencia del ejercicio de las facultades de comprobación e inspección, a quien le corresponde controlar la concurrencia de motivos económicos, que no son más que circunstancias de hecho. En función de ello, la Dirección General de Tributos, a la hora de absolver consultas, ha dejado de opinar sobre la validez

de los motivos económicos que alegan los interesados en realizar alguna operación societaria a la que pretenden que se le aplique el régimen de diferimiento.

Así ha ocurrido en recientes pronunciamientos de la Dirección General de Tributos, como la respuesta a consulta vinculante V1561-23, en la que se plantea una operación de canje de valores y el consultante sugiere, como posible motivo económico válido, “reorganizar el patrimonio empresarial y poder así acceder a los beneficios fiscales previstos para la empresa familiar”. Para el Centro Directivo “la apreciación de los motivos por los que se llevan a cabo las operaciones de reestructuración son cuestiones de hecho que deberán ser apreciadas por los órganos competentes en materia de comprobación e investigación, atendiendo a las circunstancias concurrentes en cada caso concreto, tanto anteriores como simultáneas o posteriores”.

Esta respuesta a consulta incide en la línea de negar la aplicación del régimen de diferimiento en el caso de operaciones de fusión o canjes de valores realizadas con el propósito de poder acceder a los beneficios previstos en el

ordenamiento tributario para la empresa familiar. Como muestra de ello, en la contestación a la consulta vinculante V3151-21, la Dirección General de Tributos cambió su criterio tradicional e indicó que facilitar la sucesión futura y el relevo generacional no responde a motivos de reestructuración y racionalización de las actividades y, por este motivo, las operaciones de reestructuración llevadas a cabo con esta intención no se podían acoger al diferimiento fiscal. Todo lo cual ha derivado en un escenario de incremento notable de la inseguridad jurídica a la hora de afrontar estas operaciones de reestructuración, como vía para que las empresas aumenten su tamaño mediante la integración.

Ello enlaza con las ventajas fiscales de la empresa familiar centradas en la exención en el Impuesto sobre el Patrimonio de los bienes de la misma y de sus acciones y participaciones, en conexión con su transmisión *inter vivos* y *mortis causa*. No se trata, en este caso, de medidas para favorecer a la pequeña empresa, pues lo que define a la empresa familiar es que más del 20 % del capital esté en manos de un grupo familiar, y no otras circunstancias ligadas al tamaño o beneficio de la entidad.

VI. RESUMEN: PROPUESTAS DE MEDIDAS A ADOPTAR EN EL ORDENAMIENTO TRIBUTARIO ESPAÑOL PARA FAVORECER EL CRECIMIENTO DE LAS EMPRESAS.

En función de lo dicho, se sugieren la siguientes medidas para mejorar la fiscalidad frente a los desafíos del tamaño de la empresa española.

- Apostar por medidas que promuevan que la empresa individual pase a operar como sociedad mercantil. Se sugiere la supresión del régimen de estimación objetiva por módulos.
- Introducir el régimen de franquicia en el IVA, incluyendo una medida contra el *efecto disuasorio del crecimiento* prevista en la Directiva.
- Implementar, en el menor plazo posible, las medidas de transposición de la Propuesta de Directiva DEBRA.
- Mantener la reserva de capitalización como medida equivalente a la deducción de intereses notacionales de la Directiva DEBRA, al amparo de su cláusula *grandfather*.
- Revisar los beneficios fiscales

a las entidades de reducida dimensión en el Impuesto de Sociedades, dejando sólo la amortización libre de inversiones de escaso valor y deterioro de créditos por insolvencias.

- Extender la libertad de amortización a todas las entidades.
- Suprimir la reserva de nivelación e introducir un *carry back* para pérdidas extraordinarias para pequeñas y medianas empresas.
- Mejorar la seguridad jurídica en las operaciones de restructuración, propiciando una actitud más proactiva de la Dirección General de Tributos a la hora de responder consultas vinculantes.





INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN

IX Panel de Seguimiento Financiero de la Economía
Española. El reto del tamaño empresarial en España

5

Cómo impulsar la competitividad de los mercados de capitales españoles

Cómo impulsar la competitividad de los mercados de capitales españoles

JAVIER GARRIDO (Bolsas y Mercados Españoles)

RESUMEN

Este artículo resume los principales aspectos de un trabajo del mismo nombre realizado por BME con la colaboración de Deloitte. El informe sustancia con datos una realidad de nuestros mercados de capitales que muestran, en la última década, preocupantes tendencias en cuanto a tamaño y actividad que inciden negativamente en la capacidad de crecimiento y, por tanto, de inversión e innovación de las empresas españolas y de la economía.

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

Como no puede ser de otra manera, estos objetivos son compartidos con Europa donde, a través de la Unión de los Mercados de Capitales (CMU) y sus sucesivos planes de acción, este espacio económico busca dotarse de un marco de desarrollo para sus mercados de capitales que equilibre su

potencial e influencia con el peso superior de su PIB en el mundo.

De la lectura conjunta de los datos extraemos una conclusión: es necesario que España se dote de un enfoque agregado y estratégico para su mercado de capitales con el establecimiento de medidas adecuadas para impulsarlo y con él, no solo el crecimiento económico más sólido y sostenible sino, también, una industria de valores propia a la altura del potencial de nuestra economía.

El valor de contar con una Bolsa y unos intermediarios

financieros fuertes y solventes se incrementa si están anclados a un entorno regulatorio y fiscal coherente y adaptado a las exigencias competitivas que impone la atracción de capitales e inversión internacionales. A su vez, favorecer la actividad y el tamaño de los mercados de capitales españoles pasa por acciones estratégicas. En este sentido, se presentan y justifican en nuestro Informe un conjunto exhaustivo de 56 propuestas de diferente calado que, en general, no son de implementación compleja y en muchos casos ya están vigentes en otros mercados europeos comparables.

LA IMPORTANCIA DE LOS MERCADOS DE CAPITALES Y LOS DÉFICITS PERSISTENTES QUE LIMITAN LA COMPETITIVIDAD Y LA CONVERGENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

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

2008 y la posterior crisis de deuda en la zona euro.

En la última década, los indicadores de convergencia y competitividad de la economía española han empeorado justo en un período en el que la pérdida de peso y de presencia de nuestros mercados de capitales se observa de manera

elocuente a través de los datos. Esto no ha sido así en otros países comparables de nuestro entorno.

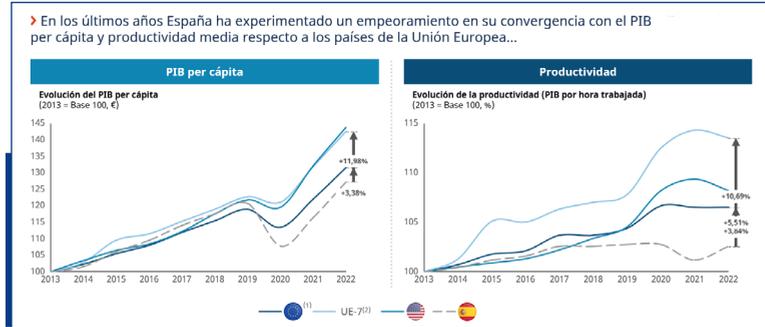
Existen numerosas trabas o umbrales fiscales y regulatorios que afectan a la situación actual y al potencial de desarrollo de nuestros mercados de capitales que, especialmente en los últimos años, están minando de manera importante su competitividad. En muchos casos se han tomado medidas que discriminan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

Las consecuencias de esta escasa orientación competitiva están siendo muy perjudiciales y pueden agravarse en el futuro si no se actúa con la decisión y el sentido adecuados. Las más destacables son: la pérdida de interés del capital nacional e internacional en nuestros activos financieros estratégicos (nuestras empresas); la escasa o nula participación en muchos casos, de los mercados de capitales españoles en determinadas figuras societarias y/o productos financieros; y, por último, la ausencia de fórmulas de

inversión alternativas que han permitido a otros países de nuestro entorno encauzar fuertes volúmenes de inversión a través de sus sistemas, con los positivos efectos que ello tiene sobre el empleo, la productividad y, en suma, la actividad económica interna de esos países.

A pesar del progreso económico y social de España desde la última década del siglo pasado, los niveles de convergencia con Europa en PIB per cápita han sido escasos. Entre otras cosas porque los indicadores de productividad y gasto en innovación siguen estando muy alejados de los estándares de los países más avanzados de Europa. En la actualidad, hay pocas dudas de que una parte importante de esta situación obedece al escaso tamaño medio del sector empresarial nacional que, a su vez, tiene repercusiones sobre la estructura y la resiliencia de nuestros niveles de empleo. Y también existen pocas dudas respecto a la importancia de contar con los niveles de capital suficientes para llevar a cabo las inversiones necesarias, para lo cual es necesario contar con un ecosistema de mercado de capitales atractivo que canalice el ahorro doméstico e incentive el interés del capital internacional.

Gráfico 1.
 Indicadores de
 convergencia
 macroeconómicos.



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

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

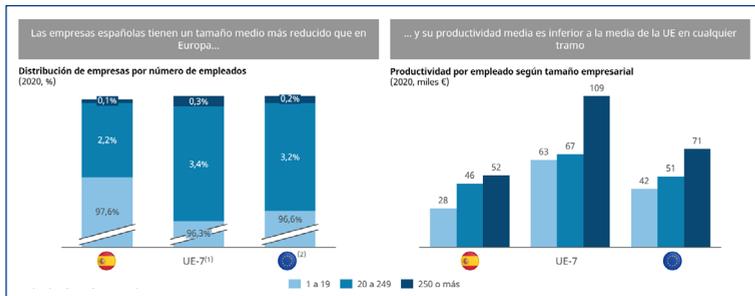


Gráfico 2. Tamaño
 medio de las empresas
 y productividad.

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

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

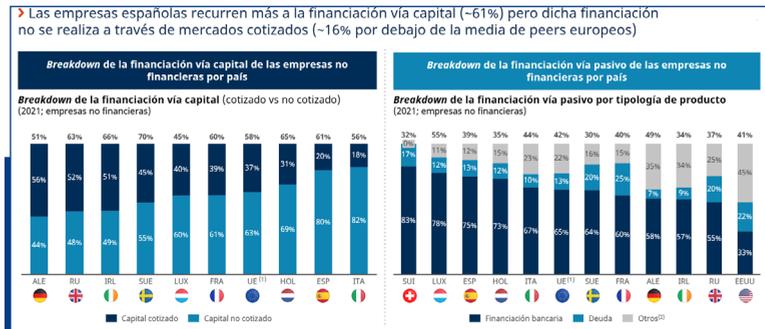
En los últimos años se observa cómo la vía de la financiación

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

Hay razones que ayudan a explicar una parte de esta atonía de incorporaciones a Bolsa de empresas medianas y grandes en estos años, como son un ambiente de mercado muy inestable o la anómala y prolongada situación de tipos de interés bajos. Pero no solo eso, también sabemos que hay incentivos que desvirtúan la neutralidad entre ambas vías de financiación a favor del Capital Riesgo, o que los procedimientos,

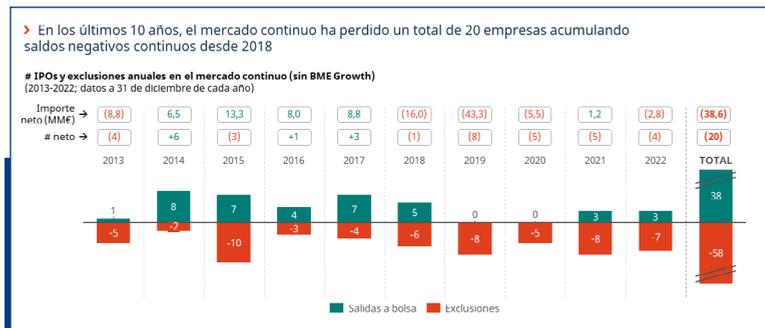
trámites, exigencias y plazos administrativos que acompañan a los procesos de salida a Bolsa o casi cualquier operativa financiera dirigida a una comunidad inversora más abierta, son mucho más largos, tediosos, complejos y, en ocasiones, aplicados tal vez con un exceso de celo que podría ser evitado. Y es en estos terrenos, entre otros, dónde por razones de índole e interés nacional creemos que se puede y se debe de actuar.

Gráfico 3. Composición de la financiación de las empresas.



(1) Zona Euro; (2) Otros incluye financiación comercial/proveedores y derivados financieros. Estructura del capital no disponible para EEUU y Suiza
Fuente: Eurostat, US Federal Reserve, Swiss National Bank, UK Office for National Statistics.

Gráfico 4 - Salidas a Bolsa y exclusiones del mercado continuo de BME.



Fuente: BME.

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

En los últimos años hay ejemplos de cómo la contribución de los mercados de capitales a la racionalización y el crecimiento de núcleos de interés estratégicos para España ha sido decisiva. Y, además, lo ha sido en poco tiempo. Entre ellos podemos destacar tres muy evidentes: el primero es su papel en el proceso de reestructuración y recapitalización del sector bancario; el segundo es la apertura de un segmento de mercado como el de SOCIMIs

que ha vuelto a dinamizar un sector básico de la economía española, el inmobiliario; y el tercero es el rápido desarrollo de mercados alternativos de renta fija (MARF) y acciones (BME Growth) que han permitido a muchas empresas de pequeño tamaño acometer sus planes de negocio y expansión de una forma muy exitosa (p. ej.: MásMóvil).

Pero, además, en un entorno sostenido de competencia desigual y desfavorable para nuestros mercados de capitales, se corre el riesgo de que España vuelva a quedarse atrás en ámbitos críticos para el futuro (como temas relacionados con la sostenibilidad o la digitalización de la economía) y se pierda la posibilidad de apoyarse en los mercados para alcanzar metas de desarrollo económico más ambiciosas.

PRINCIPALES OBSERVACIONES DEL ANÁLISIS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES EN ESPAÑA Y OTRAS ECONOMÍAS COMPARABLES

Con el objetivo de delimitar en qué ámbitos debemos actuar para ganar o recuperar la competitividad de nuestros mercados de capitales, nuestras empresas y nuestra economía, el

trabajo realizado ha comparado indicadores cuantitativos y cualitativos de los ámbitos regulatorios y fiscales de los mercados de capitales en España frente a los de otros 10

países: siete de los principales mercados europeos (Alemania, Francia, Italia, Países Bajos, Suecia, Irlanda y Luxemburgo) y tres mercados del resto de la esfera internacional (Estados Unidos, Reino Unido y Suiza).

Se han analizado **41 indicadores (KPIs)** de la economía, el tamaño y la evolución de los mercados de capitales de diferentes magnitudes y tipos de productos de inversión (p.ej.: renta variable, renta fija, derivados, etc.) De este análisis podemos destacar algunas lecturas y hechos observados coincidentes en el tiempo:

- Desde 2013, el crecimiento del índice bursátil español IBEX 35 ha sido el más reducido (+11%) entre los índices de referencia de las economías comparables.
- España es uno de los países cuyas empresas están menos representadas en Bolsa en relación con el PIB.
- Entre 2013 y 2022, el mercado de valores español medido por la capitalización de sus empresas cotizadas ha perdido relevancia en el mundo (pasando del 1,4% al 0,6% del total) y también en Europa, su área económica de referencia (del 3,3% al 3,1%), donde los principales mercados comparables de la eurozona han ganado peso.
- El valor medio del capital captado mediante salidas a Bolsa (OPV/IPO) en España entre 2019 y 2022 ha caído a una cuarta parte del registrado entre 2014 y 2018.
- En el segmento principal de la Bolsa española el resultado neto entre exclusiones y nuevas incorporaciones es persistentemente negativo desde hace un lustro.
- La pérdida de competitividad de los mercados de capitales españoles no es un hecho que se reduzca a los productos o instrumentos relacionados con las acciones (renta variable). También en el ámbito de la financiación empresarial mediante la emisión de deuda doméstica se observan déficits importantes. Así, el volumen total de renta fija de emisores españoles se mantiene estable desde 2017 pero dichas emisiones, en especial las de mayor tamaño, se realizan preferentemente en mercados extranjeros.
- El volumen de opciones y futuros financieros negociados en España también ha sufrido

un proceso de contracción similar, con una disminución del 39,5% desde 2013.

- Por lo que respecta al desarrollo en España de nuevos instrumentos de inversión, que permiten una mayor oferta para los inversores, éste aún es marginal. Por ejemplo, los certificados de inversión representan tan sólo el 0,01% de los productos cotizados debido, principalmente, a un tratamiento fiscal no adaptado a las características de lo que debería de ser un mercado líquido y con cierta profundidad.
- España carece también de mercado para Exchange Traded Products (ETPs) Estos productos gozan de gran popularidad en países de nuestro entorno. Nuevamente, la norma fiscal que se les aplica aquí parece ser, en este caso, un factor importante que limita su desarrollo.
- La fiscalidad adversa que también rige para los Exchange Traded Funds (ETFs) y explica el escaso desarrollo que han tenido en España e incluso su retroceso a partir de 2017. Por el contrario, esta tipología de fondos de inversión ha registrado un crecimiento espectacular en los países de nuestro entorno.
- Un esquema de oferta muy centrado en el canal bancario ha contribuido a sobreponderar históricamente los activos reales inmobiliarios y los financieros tipo depósitos en las carteras de ahorro e inversión de los hogares. Esta concentración de la demanda en esta clase de activos ha tenido especial incidencia en el menor desarrollo de la oferta de productos de inversión financiera de otro tipo.

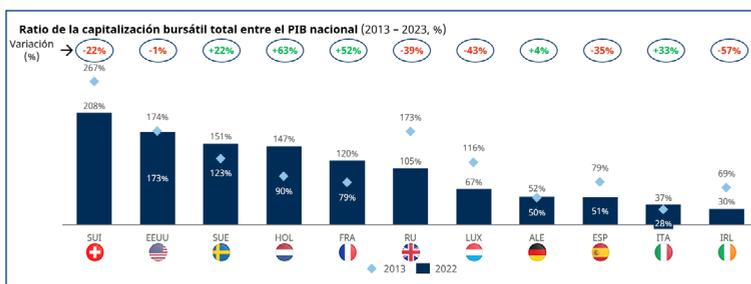
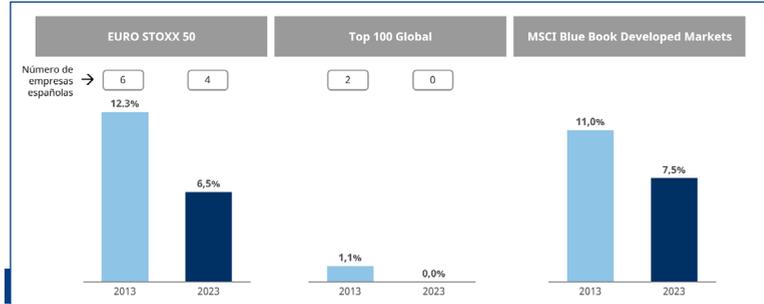


Gráfico 5. Evolución de la capitalización bursátil sobre el PIB.

Fuente: WFE, Euronext, Borsa Italiana, BME.

Gráfico 6. Peso relativo de la capitalización bursátil de valores cotizados españoles en distintos índices de referencia de renta variable.



Se han seleccionado también **8 ámbitos regulatorios** para estudiar y comparar las reglas y normativas de cada país en aspectos que entendemos que incentivan o penalizan el atractivo de sus mercados de capitales en un entorno de libre competencia por los flujos de inversión.

El resumen de lo encontrado es que el régimen español presenta particularidades regulatorias que lastran la competitividad

de nuestros mercados de capitales. Según esto, España no ha impulsado medidas suficientes que incentiven el desarrollo sus mercados de capitales y se echa en falta mayor proactividad institucional a lo hora de implementar normativas que fomenten el desarrollo de productos y vehículos innovadores o derogar aquellas que frenan su crecimiento. Algunos detalles pueden verse en la siguiente tabla comparativa.

Gráfico 7. Resumen del análisis regulatorio comparado.

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

Fuente: Elaboración propia.

Asimismo, se han identificado **11 diferentes ámbitos fiscales** para analizar el tratamiento fiscal aplicable en España y en otras jurisdicciones europeas de determinados productos financieros y/o vehículos de inversión, a efectos de realizar una comparativa en términos de competencia.

El resumen general de lo encontrado es, principalmente, que la fiscalidad aplicable

en España ha podido desincentivar el desarrollo de algunos productos como los ETPs o los certificados de inversión, que gozan de cierta popularidad en otros mercados y que, adicionalmente, se han introducido recientemente nuevas figuras y modificaciones que alientan la deslocalización de inversiones hacia otros mercados. También en este caso ofrecemos una tabla con el resumen de los datos comparados.

										
Certificados cotizados, ETPs: ausencia de retención	X	X	✓	X	✓	X	✓	✓	✓	✓
RF: Activos Financieros con rendimiento implícito y explícito: ausencia de retención sobre plusvalía	X	X	✓	X	✓	X	✓	✓	✓	✓
RV SMN: plusvalías. Exención IRNR	X	✓	✓	✓	X	✓	✓	✓	✓	✓
RV SMN: dividendos. Exención IRNR	X	X	X	X	X	X	X	X	X	✓
Procedimiento de devolución retenciones dividendos RV Esp: Exención IRNR inversores FIAS	X	✓	✓	✓	X	✓	X	✓	N/A	N/A
Inexistencia de requisito de inversión mínima SICAVs	X	✓	✓	✓	N/A	N/A	✓	✓	✓	✓
Fiscalidad de los activos digitales	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Incentivo fiscal de compañías e inversores en SME listadas	X	X	✓	✓	X	X	X	✓	X	X
Ausencia de ITF	X	✓	X	X	✓	✓	✓	✓	X	X
Incentivos fiscales sobre otros vehículos de Inversión: REIT/SOCIMIs	✓	✓	✓	✓	X	✓	✓	X	X	✓
Incentivos fiscales sobre otros vehículos de Inversión: FILPE y otros	X	X	X	✓	X	X	X	X	N/A	X

Gráfico 8. Resumen del análisis fiscal comparado.

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

RELACIÓN DE MEDIDAS PROPUESTAS

En el trabajo se presentan **56 medidas** concretas que contribuirían a revertir el proceso de retroceso del peso de los

mercados de capitales nacionales anteriormente mencionados. El conjunto de propuestas se articula alrededor de cuatro

categorías según a que objetivo entendemos que aportan más beneficios. Son las siguientes:

1. **Medidas para fomentar la incorporación de las empresas a los mercados de valores**

españolas. Aquéllas que faciliten y promuevan la participación de las empresas españolas en los mercados de valores, incluyendo la simplificación de los procesos de admisión y la extensión de beneficios fiscales a empresas que coticen en Sistemas Multilaterales de Negociación (SMNs).

- Simplificar y agilizar el proceso de admisión a cotización.
- Facilitar el acceso a la cotización al mercado principal (regulado) desde otros segmentos de mercado (SMNs)
- Mantener la aplicación de los incentivos fiscales de la ley de "startups" cuando las empresas empiecen a negociar en SMNs como BME Growth.
- Fomentar la información/ comunicación a empresas para facilitar su participación en los mercados.
- Eliminar la obligación para las empresas de pasar del SMN donde cotizan al mercado

principal (regulado) al alcanzar un determinado umbral de capitalización y flexibilizar las condiciones requeridas para el cambio cuando voluntariamente decidan hacerlo.

- Establecer y publicar indicadores de control en las diferentes etapas que conlleva una emisión de valores.
- Desarrollar nuevos mercados y segmentos más flexibles y con menores requisitos para valores de PYMEs y SOCIMIs.
- Agilizar los procesos de autorización de productos en los mercados y las cámaras de compensación de derivados.
- Excluir a los productos derivados cotizados en mercados regulados de las restricciones en marketing, distribución, negociación y comercialización aplicadas a productos como los Contratos por Diferencias (CFDs) que cuentan con estándares de supervisión y regulación mucho más laxos.
- Establecer reglas y plazos claros para la comunicación de las políticas de distribución de dividendos de las sociedades cotizadas de cara a mejorar la



competitividad del mercado de derivados español y, por ende, la liquidez de las acciones subyacentes y los productos derivados sobre ellas.

- Implementación, en la normativa del Impuesto sobre Sociedades español, de las medidas que actualmente se recogen en la Propuesta de Directiva DEBRA.

2. Medidas para potenciar la canalización de la inversión hacia las empresas: orientadas a favorecer su liquidez y sus opciones de financiación.

Se proponen iniciativas principalmente para incentivar la participación de pequeños inversores y la creación de productos o vehículos de inversión en PYMES.

- Desarrollar fórmulas para incentivar la participación de inversores minoristas en mercados de valores españoles en línea con el reciente plan estratégico de incentivo y mejora de la inversión minorista de la UE en el marco de la Capital Markets Union (CMU).
- Fomentar el conocimiento de los mercados de valores españoles mediante la capacitación de los emisores.
- Fomentar la cobertura de los valores cotizados por los analistas.
- Flexibilizar y fomentar la inversión en PYMES españolas cotizadas a través de vehículos de inversión colectiva.
- Modificar el régimen de comercialización de las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre para fomentar su uso como producto de inversión alternativa para el ahorro privado.
- Fomentar la cotización de los vehículos de inversión colectiva alternativa en los mercados de capitales regulados o SMNs.
- Establecer un régimen fiscal favorable para la inversión directa o a través de vehículos colectivos, cotizados o no, que inviertan en PYMES de la Bolsa española.
- Ampliar la exención de tributación a no residentes por rentas derivadas de las transmisiones de valores cotizados en mercados regulados a los valores cotizados en SMNs.
- Incentivar la salida a Bolsa como vía de desinversión para las

participadas de entidades de capital riesgo y venture capital.

- Modificar la regulación de las Entidades de Capital Riesgo - Pyme (ECR-Pyme) para que puedan invertir en empresas cotizadas en un Sistema Multilateral de Negociación.
- Aplicar la exención a no residentes sobre los dividendos percibidos por vehículos de inversión colectiva armonizados ordinarios (UCITS), también a los vehículos de inversión colectiva alternativos comunitarios (FIA). Aplicar la exención anterior también a los valores negociados en SMNs.
- Aplicar la exención a no residentes sobre los dividendos percibidos por fondos UCITS a los FIAs comunitarios y los valores negociados en SMNs.
- Inclusión de nuevo en la normativa del IRPF de mecanismos para corregir la doble imposición económica respecto de los dividendos percibidos, bien mediante un sistema de imputación y deducción en cuota, bien mediante un sistema de exención de un determinado importe fijo.

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

Se trata de aumentar la oferta y el atractivo de los productos y servicios financieros en España para fortalecer la industria y la economía locales. Se sugieren acciones como la implantación de medidas fiscales que favorezcan la negociación de activos financieros en los mercados de capitales españoles en condiciones de justa competencia.

- Eliminar el ITF (Impuesto a las Transacciones Financieras) en la medida en que se ha adoptado de forma unilateral por España y no de forma común por la Unión Europea.
- Desarrollar una estrategia completa entre el regulador y los agentes de los mercados para conseguir un aumento real en España de los volúmenes de emisión de renta fija por parte de las grandes empresas españolas.
- Acelerar la regulación de la operativa de préstamos de valores para las Instituciones de Inversión Colectiva.
- Reducir la capacidad de veto y los límites regulatorios

a la participación de inversores extranjeros en determinadas empresas.

- Eliminar la retención a cuenta en activos o productos cotizados en los siguientes supuestos (se equipararía a la exención ya existente de la obligación de retención en muchos activos con rendimientos explícitos. La retención a cuenta complica innecesariamente la operativa para los inversores y las entidades financieras, y se desincentiva e impide en muchos casos su cotización en España): * Exonerar del deber de retención a cuenta en el IRPF en los productos cotizados denominados genéricamente Exchange Traded Products o ETPs para atraer su cotización en España. * Exonerar de retención a cuenta en el IRPF de los Certificados de Inversión cotizados en mercados oficiales. * Extender a los mercados alternativos de renta fija (ej. MARF) la excepción a la obligación de retención a cuenta del IRPF a las rentas derivadas de la transmisión, amortización, canje y conversión de activos financieros con rendimiento explícito cuando los valores se negocien en estos Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN). Es el caso de los bonos

y obligaciones negociados en estos mercados. *Extender a los mercados alternativos de renta fija (ej. MARF) la no obligación de retención a cuenta del IRPF para los rendimientos derivados de la transmisión o reembolso de activos financieros con rendimiento implícito para casos de negociación en un mercado regulado español o un SMN como el MARF cuando los valores se negocien en estos SMN. Por ejemplo, en el caso de los pagarés cotizados.* Eliminar la obligación de retención a cuenta para las personas físicas residentes en lo que respecta a los pagos de cupón para los activos financieros de renta fija con rendimiento explícito (bonos y obligaciones).

- Revisión y armonización del régimen fiscal de las Instituciones de Inversión Colectiva (IICs): * Extender el régimen de traspasos exentos en los Fondos de Inversión también a sujetos pasivos del Impuesto de Sociedades (IS). Esto ampliaría la inversión realizada a través de personas jurídicas. * Aplicar el régimen de diferimiento fiscal o "traspasos" exentos a los ETFs, tanto para inversores personas físicas sujetos pasivos del IRPF, como para sujetos pasivos del

Impuesto sobre Sociedades, medida enfocada a fomentar el incremento de la contratación directa de los ETFs en España, claramente en situación competitiva desfavorable frente a los fondos de inversión por lo que respecta a la fiscalidad. * Reforma del Impuesto sobre la Renta de No Residentes (IRNR) que elimine la retención a cuenta de las rentas derivadas de la transmisión y reembolso de IICs cotizadas en SMNs (ej. BME MTF Equity) , para igualarla con otras jurisdicciones (p.ej.: Luxemburgo) que compiten por los grandes patrimonios. * Rectificar el régimen regulatorio y fiscal de las SICAVs y de las SOCIMIs. En el caso de las SICAVs principalmente respecto al número de inversores, que incentiva la deslocalización de grandes patrimonios hacia otras jurisdicciones utilizando vehículos similares, mientras en el caso de las SOCIMIs es respecto al tipo impositivo aplicado sobre los dividendos no distribuidos, resultando en una pérdida de competitividad frente a otras plazas europeas que incentivan dicha figura. * Reducir al 0% la tributación de los Fondos de Inversión y otras IICs españolas en el Impuesto de Sociedades, actualmente en el 1%, para mejorar su

competitividad y evitar la deslocalización, transfiriendo la tributación al partícipe en el momento del reembolso.

- Ampliar la exención de tributación en el Impuesto sobre la Renta de No Residentes (IRNR) a ganancias de capital obtenidas en valores cotizados en mercados para pymes en crecimiento (SMNs, por ejemplo, BME Growth). La exención se aplica actualmente solo a valores españoles cotizados en el mercado principal (regulado) y de esta forma se incentivaría también la inversión en empresas de pequeño y mediano tamaño por parte de inversores no residentes.
- Dotar de un régimen fiscal competitivo a los distintos vehículos de inversión colectiva alternativa regulados por las directivas europeas y por el ordenamiento español.
- Aplicar el régimen fiscal de las Entidades de Capital Riesgo (ECR) a todas sus inversiones.
- Regular un régimen de diferimiento fiscal en el IRPF en los supuestos de conversión o el canje de obligaciones convertibles o canjeables en acciones



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

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

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

e iniciativas encaminadas a incorporarnos desde el principio y en condiciones de plena competencia a los procesos de implantación de nuevos productos y mercados innovadores basados en tendencias consolidadas como la sostenibilidad y el desarrollo de los criptoactivos. También fórmulas flexibles de inversión financiera orientadas al largo plazo y un plan a gran escala para aumentar la educación financiera de las familias.

- Agilizar la creación de estructuras para aprovechar el régimen simplificado de MiCA (Reglamento europeo Market In Crypto Assets)
- Establecer un régimen fiscal incentivador para actividades de activos digitales en España, lo que facilitaría el desarrollo de una industria local de referencia en el ámbito de la financiación, la negociación y la custodia de este tipo de instrumentos financieros.
- Agilizar los mecanismos de colaboración y promoción de los operadores de mercado y las autoridades para desarrollar en la práctica iniciativas innovadoras. Se trata de favorecer y simplificar los

pasos para poner en marcha proyectos piloto o experimentos que permitan alcanzar un mejor conocimiento de las nuevas tecnologías aplicadas al mercado español (IA, Big Data, Activos Digitales, DLT, ...) con objeto de estar posicionados mejor y más rápido para ofrecer nuevos servicios a la comunidad financiera nacional e internacional.

- Establecer una línea de incentivos fiscales para favorecer en España el traspaso o conversión de ahorro en bienes reales (especialmente inmuebles) en ahorro financiero propiciando un acercamiento a las proporciones vigentes en las economías centrales de la UE.
- Plan de traspaso de funciones y conocimientos de criptoactivos del Banco de España a CNMV: desarrollo de una Ley “ascensor” que permita el traspaso de información y conocimientos a la CNMV como entidad encargada de la concesión de licencias bajo la regulación MiCA.
- Diseñar un Plan nacional de Educación Financiera orientado a mejorar la diversificación de la estructura de ahorro e inversión de las familias españolas y converger con Europa en el

aumento de la proporción de ahorro financiero familiar orientado a largo plazo.

- Adaptar la regulación y fiscalidad para la creación de un producto de inversión individual en forma de “cuenta de inversión” o “fondo paraguas” que permita traspasos entre activos elegibles: es una figura que ya existe en Suecia y en Estados Unidos. Permitiría la diversificación del ahorro individual entre un amplio abanico de activos con un régimen de diferimiento fiscal por reinversión.
- Promover el desarrollo de servicios de análisis y rating de sostenibilidad (Research ESG) para empresas

cotizadas de pequeña y mediana capitalización.

- Promover la creación de una Mesa o Comisión nacional de seguimiento y mejora continua de la competitividad de los mercados de capitales españoles

Contar con unos mercados de capitales fuertes y atractivos ha demostrado ser un factor determinante de aceleración del progreso económico de los países más avanzados. España, en los últimos años, parece caminar en dirección opuesta y este informe pone de relieve que se pueden poner en práctica muchas medidas para conseguir darle la vuelta a esta tendencia.

DESGLOSE DE LAS FUENTES DE INFORMACIÓN UTILIZADAS EN EL INFORME AL QUE SE REFERENCIA ESTE ARTÍCULO

Bolsas y Mercados Españoles (ESP)

Euronext (FRA; IRL; HOL)

Borsa Italiana (ITA)

London Stock Exchange (RU)

Börse Stuttgart (ALE)

Luxembourg Stock Exchange (LUX)

Deutsche Börse (ALE)

Nasdaq (EE.UU.)

Nasdaq Nordic (SUE)

STOXX

New York Stock Exchange (EE.UU.)

Pitchbook

SIX Swiss Stock Exchange (SUI)

Statista

XETRA (ALE) Banco de España



Banco Nacional de Suiza

Reserva Federal de Estados Unidos

Comisión Nacional del
Mercado de Valores

Eurostat

Organización para la Cooperación
y el Desarrollo Económico (OCDE)

Oficina de estadísticas
nacionales del Reino Unido

Oficina estadounidense de
estadísticas laborales

Federación Mundial de
Bolsas de Valores (WFE)

Federación Europea de
Bolsas de Valores (FESE)

Morgan Stanley Capital
Investment (MSCI)

Spaincap

Morgan Stanley Capital
Investment (MSCI)

Foros de debate - documentos de trabajo

FUNDACIÓN INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS

- Nº 1. Informe sobre el mercado hipotecario español. Febrero 2013.
- Nº 2. Las reformas como clave para impulsar la confianza y el crecimiento. Marzo 2013.
- Nº 3. Las finanzas públicas españolas en el inicio del siglo XXI: Los efectos de la crisis financiera de 2007. Julio 2013.
- Nº 4. La economía sumergida en España. Julio 2013.
- Nº 5. Las finanzas públicas españolas y los efectos de la crisis financiera. Homenaje a David Taguas. Septiembre 2014.
- Nº 6. Competitividad, eje de una expansión sostenida. Octubre 2014.
- Nº 7. El futuro de la Gestión de Activos. Noviembre 2014.
- Nº 8. Impacto económico de los cambio normativos en los seguros (LOSSEARROSSEAR y Baremo). Diciembre 2015.
- Nº 9. El cambio del modelo de negocio de la banca. Junio 2016.
- Nº 10. Ahorro, Pensiones y Seguros de Vida. Julio 2016.
- Nº 11. Debate sobre la evolución del Mercado del Petróleo y las Materias Primas. Junio 2016.
- Nº 12. El Sector Asegurador como inversor institucional y elemento estabilizador de la economía. Julio 2017.
- Nº 13. ¿Es la economía española financieramente vulnerable? Octubre 2017.

- Nº 14. Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española. Febrero 2018.
- Nº 15. Sector Asegurador: impacto de las tendencias macroeconómicas y demo-gráficas. Mayo 2018.
- Nº 16. Retos financieros pendientes de la economía española. Enero 2019.
- Nº 17. Nuevos retos del sector del automóvil. Julio 2019.
- Nº 18. Principales retos actuales y futuros del sector bancario español. Noviembre 2019.
- Nº 19. La Banca en el Siglo XXI: retos y respuestas. Talleres: 1) Fintech y Regulación Financiera. 2) Big Data e Inteligencia Artificial en el ámbito financiero. 3) Sector Financiero, Digitalización y Derecho de la Competencia. Noviembre 2019.
- Nº 20. Grandes retos de la economía gallega en la era digital. Octubre 2019.
- Nº 21. Inversión y crecimiento sostenible: retos y oportunidades en la gestión profesional del ahorro.
- Nº 22. Análisis de resiliencia del tejido empresarial español ante la crisis del COVID19.
- Nº 23. Instrumentos financieros para convertir patrimonio en rentas durante la jubilación.
- Nº 24. La gestión de la morosidad bancaria en la crisis del coronavirus.
- Nº 25. Panel del Sector Seguros. Un Capital de Resiliencia ante futuras pandemias, posible únicamente desde un modelo de cobertura público-privada.
- Nº 26. VII Panel del Sector Seguros. Necesidad del ahorro previsión tras una década de reformas en el sistema público de pensiones.
- Nº 27. Reformas en el tratamiento fiscal del ahorro destinado a previsión social.
- Nº 28. La hora de la financiación en forma de capital.
- Nº 29. El futuro del análisis bursátil.
- Nº 30. The trend towards financial regulatory fragmentation and how to tackle it. A pragmatic approach.
- Nº 31. La relocalización de la industria.
- Nº 32. Financiación de inversiones en redes de telecomunicaciones. Un análisis económico-financiero de los actores implicados.
- Nº 33. *Buybacks*: Cuándo crean valor las recompras de acciones.
- Nº 34. Bancaseguros. La importancia de un canal en continua evolución.
- Nº 35. El reto del tamaño empresarial en España.

ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN DEL INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS

BANCO SANTANDER, S.A.

BANCO SABADELL

FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT

LA CAIXA

BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES

INDRA

URÍA MENÉNDEZ

ACS

EY

FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA

KPMG

JB CAPITAL

SOLUNION

DELOITTE

INSTITUTO CAJASOL

J&A GARRIGUES, S.L.

CECA

FINALBION

FINREG360

FLUIDRA

GRUPO INSUR

GVC GAESCO

ORGANON

WORKDAY



**INSTITUTO ESPAÑOL
DE ANALISTAS** DESDE 1965
FUNDACIÓN