
España y el mito de los mercados de capitales europeos: más integración de la que creemos, menos desarrollo del que necesitamos

Judith Arnal – Marzo 2025

España y el mito de los mercados de capitales europeos: más integración de la que creemos, menos desarrollo del que necesitamos

Judith Arnal – Real Instituto Elcano – Marzo 2025



Real Instituto Elcano – Madrid – España
www.realinstitutoelcano.org

© 2025 Real Instituto Elcano
C/ Príncipe de Vergara, 51
28006 Madrid
www.realinstitutoelcano.org

ISSN: 2255-5293
Depósito Legal: M-8692-2013

Elcano Policy Paper

España y el mito de los mercados de capitales europeos: más integración de la que creemos, menos desarrollo del que necesitamos

Índice

Resumen ejecutivo

1. **Introducción: la importancia de contar con unos mercados de capitales desarrollados y las diferencias entre la Unión Europea y Estados Unidos**
2. **Los mercados de capitales en la UE: ¿es un problema de fragmentación o de falta de desarrollo?**
3. **La heterogeneidad en el desarrollo de los mercados de capitales de los Estados miembros de la UE**
4. **Posibles causas de las diferencias entre Estados miembros en el desarrollo de los mercados de capitales**
5. **Los esfuerzos a nivel europeo: la Unión de los Mercados de Capitales primero, la Unión de Ahorro e Inversión ahora**
6. **Recomendaciones de políticas públicas para España**

Conclusiones

Resumen ejecutivo

Se suele afirmar que los mercados de capitales en la Unión Europea (UE) no están desarrollados, pero la realidad es más compleja: mientras países como Suecia y los Países Bajos han logrado mercados financieros dinámicos, en otros Estados miembros –como España– el desarrollo sigue siendo insuficiente. Aunque la UE ha impulsado iniciativas como la Unión de los Mercados de Capitales, estas reformas no bastan. Además, los mercados de capitales europeos están más integrados de lo que se cree, mucho más que el sector bancario, por lo que el verdadero reto no es tanto la fragmentación como la falta de desarrollo en muchos países. Sin acción a nivel nacional, la UE seguirá rezagada frente a Estados Unidos (EEUU) y otros competidores globales.

España necesita abordar reformas estructurales que fomenten la canalización del ahorro hacia los mercados financieros, fortalezcan a los inversores institucionales y faciliten el acceso de las empresas –incluidas las pymes– a la financiación de mercado. Entre las medidas clave a nivel nacional se encuentra la creación de una cuenta de inversión con incentivos fiscales para canalizar el ahorro de los hogares hacia activos financieros, junto con una mejora sustancial de la educación financiera. Además, es esencial potenciar el Pilar 2 de pensiones mediante un sistema de inscripción automática y contribuciones progresivas de los empleadores, acompañado de la creación de un fondo público de pensiones de bajo coste que permita generar una demanda estable de activos financieros. Por otro lado, es necesario evaluar y adaptar las políticas de crecimiento empresarial para facilitar el acceso de las pymes a los mercados de capitales, simplificando requisitos regulatorios y promoviendo programas de acompañamiento.

A nivel europeo, es clave reducir las disparidades nacionales en la implementación de la normativa por parte de las Autoridades Nacionales Competentes. Una posible vía sería fortalecer la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) para que asuma un papel más centralizado, similar al de la SEC en EEUU. Sin embargo, si no hay suficiente consenso para este cambio institucional, es fundamental reforzar la coordinación entre supervisores nacionales para minimizar arbitrajes regulatorios y barreras que limitan la integración financiera. Asimismo, España debe impulsar la reforma del mercado de titulización, introduciendo incentivos prudenciales para reactivar la demanda de inversores institucionales en tramos senior de titulaciones. Por último, otro desafío clave es reducir la fragmentación en las infraestructuras de mercado, especialmente en la fase *post-trading*, donde las diferencias en los sistemas de liquidación y compensación siguen siendo un obstáculo para la eficiencia del mercado.

Sin estas reformas, España seguirá sin lograr cerrar la brecha con otras economías avanzadas en términos de financiación de mercado.

1 Introducción: la importancia de contar con unos mercados de capitales desarrollados y las diferencias entre la Unión Europea y Estados Unidos

La conveniencia de tener unos mercados de capitales desarrollados ha sido ampliamente demostrada por la literatura económica.

Para empezar, los mercados de capitales facilitan una asignación eficiente del capital, canalizando los recursos hacia las inversiones más productivas. Esto contribuye a un mayor crecimiento económico al facilitar el acceso a financiación para proyectos innovadores y rentables.¹

En segundo lugar, unos mercados de capitales profundos y diversificados permiten que los inversores gestionen mejor el riesgo, reduciendo la volatilidad y el impacto de crisis financieras.² Esto es crucial para mitigar los efectos de shocks económicos y mejorar la resiliencia del sistema financiero.

En tercer lugar, los mercados de capitales proporcionan una alternativa a la financiación bancaria, reduciendo la vulnerabilidad del sistema financiero a crisis bancarias y facilitando una estructura de financiación más equilibrada.³

En cuarto lugar, existe una relación positiva entre el desarrollo de los mercados financieros y el crecimiento del PIB per cápita, ya que éstos facilitan el emprendimiento, la inversión en innovación y la acumulación de capital humano.⁴

En quinto lugar, unos mercados de capitales profundos amplían las opciones de financiación tanto para empresas como para consumidores, promoviendo la inversión en activos productivos y facilitando el acceso a la vivienda y otros bienes de capital.⁵ Asimismo, se evita la salida de empresas listadas en mercados europeos a otros mercados más líquidos y más profundos como el estadounidense.

1 Levine, R. (1997), "Financial development and economic growth: Views and agenda", *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688-726.

2 Acemoglu, D., & Zilibotti, F. (1997), "Was Prometheus unbound by chance? Risk, diversification, and growth", *Journal of Political Economy*, 105(4), 709-751.

3 Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998), "Financial dependence and growth", *American Economic Review*, 88(3), 559-586.

4 Beck, T., Levine, R., & Loayza, N. (2000), "Finance and the sources of growth", *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 261-30.

5 Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (1998). "Law, finance, and firm growth", *Journal of Finance*, 53(6), 2107-2137.

En sexto lugar, la presencia de mercados de capitales desarrollados impone disciplina a las empresas, ya que enfrentan mayor escrutinio de inversores y analistas financieros, lo que mejora la eficiencia operativa y la transparencia.⁶

Por último, unos mercados de capitales profundos y líquidos atraen inversión extranjera directa y en cartera, permitiendo una mayor integración financiera y la entrada de capitales que impulsan el crecimiento económico.⁷

Unos mercados de capitales sólidos han de descansar sobre tres pilares, a saber, un ecosistema adecuado de mercados de capitales, un entorno macroeconómico estable y un marco jurídico predecible, en el que los agentes confíen en la regulación y el poder judicial. Los pilares dos y tres trascienden el ámbito de este análisis, por lo que el foco se centrará en el primer pilar.⁸

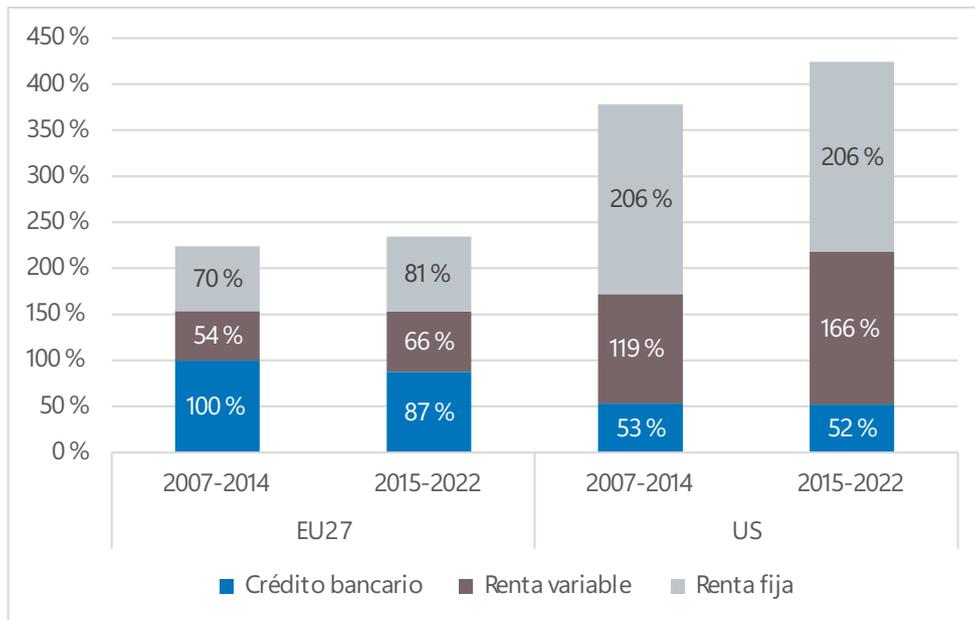
A pesar de los avances en la diversificación del sector financiero, la UE sigue siendo una región tradicionalmente centrada en la banca, con el crédito bancario representando una proporción considerable del PIB (Figura 1). Los mercados de crédito bancario representan, en promedio, alrededor del 87% del PIB en Europa, en comparación con el 52% en EEUU. La importancia relativa de la financiación basada en el mercado (es decir, renta variable-acciones y renta fija-bonos) ha crecido en Europa, pasando del 124% del PIB en el período 2007-2014 al 147% en 2015-2022. No obstante, el desarrollo estructural en la UE contrasta con el sistema financiero más orientado al mercado de EEUU, donde los mercados de acciones y bonos tienen una posición dominante.

6 Holmström, B., & Tirole, J. (1993). "Market liquidity and performance monitoring." *Journal of Political Economy*, 101(4), 678-709

7 Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2005). "Does financial liberalization spur growth?" *Journal of Financial Economics*, 77(1), 3-55

8 OECD. (2024). *OECD Capital Market Review of Spain 2024*. OECD Publishing. https://www.oecd.org/en/publications/oecd-capital-market-review-of-spain-2024_478ec2f5-en.html

Figura 1. Estructura de los mercados financieros en la UE-27 y EEUU (% del PIB, promedio 2007-2014 y 2015-2022)



Fuente: elaboración propia con datos de la *Association for Financial Markets in Europe* (AFME), la *Federation of European Securities Exchanges* (FESE), la *World Federation of Exchanges*, la *Global Financial Development Database*, bolsas de valores individuales, FRED Economic Data y Eurostat.

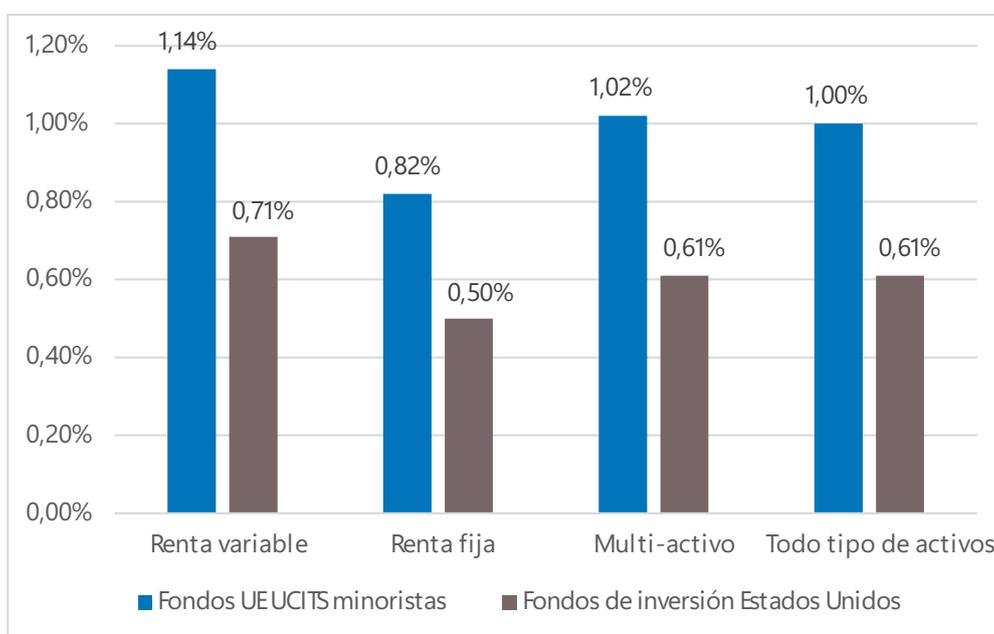
En efecto, diversos estudios⁹ demuestran que los mercados de capitales de la UE están significativamente menos desarrollados que los estadounidenses y la divergencia va en aumento.

En 2008, la UE representaba el 17% de la capitalización bursátil global, mientras que EEUU alcanzaba el 35%. Para 2023, la participación de EEUU había aumentado al 43%, mientras que la de la UE había caído hasta sólo el 11%. La cuota de China en los mercados de renta variable creció del 5% en 2008 al 10% en 2023, lo que resalta la creciente importancia de los mercados no europeos. Los mercados de renta fija de la UE reflejan una tendencia similar. EEUU ha mantenido una participación estable en el mercado global de alrededor del 40%, mientras que la cuota de la UE ha caído del 28% en 2008 al 18% en 2023. Mientras tanto, la participación de China en los mercados globales de renta fija aumentó del 3% al 16% durante este período.

9 Lannoo, K., Thomadakis, A., y Arnal, J. (2024). *Staying ahead of the curve: Shaping EU financial sector policy under von der Leyen II*. Centre for European Policy Studies, European Capital Markets Institute y European Credit Research Institute; Arnal, J., & Thomadakis, A. (2024). *Are the European Commission's plans on financial services what the EU needs?* *Intereconomics*, 59(6). <https://www.intereconomics.eu/contents/year/2024/number/6/article/are-the-european-commission-s-plans-on-financial-services-what-the-eu-needs.html>; Thomadakis, A., Arnal, J., & Lannoo, K. (2024). *What must be prioritised for the financial sector over the next five years?* Centre for European Policy Studies <https://www.ceps.eu/ceps-publications/what-must-be-prioritised-for-the-financial-sector-over-the-next-five-years/>

En cuanto a los fondos de inversión, existe una diferencia marcada en escala y coste entre la UE y EEUU. El tamaño medio de un fondo de inversión en la UE es menos de una sexta parte del de su equivalente en EEUU (400.000 euros frente a 2,7 millones de euros; además, los fondos europeos tienen un coste más elevado: su coste medio es aproximadamente 0,4 puntos porcentuales superior al de fondos comparables en EEUU –1% frente a 0,61%–),¹⁰ como se deduce de la Figura 2. Estas diferencias sugieren, entre otras cosas, que los inversores de la UE enfrentan el doble desafío de tamaños de fondos más reducidos y mayores gastos, factores que podrían afectar negativamente los rendimientos netos y debilitar la competitividad de los fondos europeos en el ámbito global.

Figura 2. Coste medio (%)



Fuente: Informe Noyer.

Además, los fondos europeos muestran una inclinación significativa y creciente hacia los activos estadounidenses, como se deduce de la Figura 3. Entre 2012 y 2023, los fondos UCITS de renta variable redujeron su asignación a activos europeos en siete puntos porcentuales, mientras que la inversión en activos estadounidenses aumentó del 19% al 45%. Esta tendencia es aún más pronunciada en los fondos UCITS de renta variable cotizados en bolsa, lo que refleja el creciente apetito de los inversores por mayores rendimientos y una mayor liquidez en los mercados de EEUU. Cabe destacar que este cambio coincide con la creciente presencia de gestoras de activos estadounidenses en la UE, cuya cuota de mercado alcanzó el 40% en 2023.

10 ESMA. (2023). Costs and performance of EU retail investment products 2023. [ESMA Market Report](#). European Securities and Markets Authority; Morningstar (2024). [2023 US fund fee study, Manager Research](#)

Figura 3. Origen de los activos en distintos tipos de fondos UCITS de renta variable, 2012 y 2023

	Fondo UCITS renta variable	ETF UCITS renta variable	Fondo UCITS renta variable indexada
2012	UE	32%	23%
	Estados Unidos	19%	21%
2023	UE	25%	21%
	Estados Unidos	45%	45%

Fuente: elaboración propia con datos de la Asociación Europea de Fondos y Gestión de Activos (EFAMA, 2024).

Una de las razones clave por las que los mercados de capitales de la UE siguen siendo significativamente más pequeños en relación con el tamaño de la economía, en comparación con sus homólogos estadounidenses, puede residir en la asignación de la riqueza financiera por los hogares. Aunque la distribución de activos de los hogares europeos se ha inclinado más hacia los mercados de capitales desde el inicio del proyecto de la Unión de los Mercados de Capitales (UMC), la inversión total en estos mercados sigue siendo considerablemente menor que en EEUU. En promedio, los hogares europeos destinan aproximadamente el 32% de sus activos financieros a efectivo y depósitos, en comparación con sólo el 12% en los hogares estadounidenses. En contraste, los hogares de EEUU invierten cerca del 50% de sus ahorros en renta variable y fondos de inversión, mientras que sus homólogos europeos invierten alrededor del 30%.¹¹

¿Qué explica estos diferenciales en el peso de los mercados financieros entre la UE y EEUU?
¿Se debe a la fragmentación, es decir, a la ausencia de un verdadero mercado interior de servicios financieros, o simplemente es una cuestión de falta de desarrollo nacional?

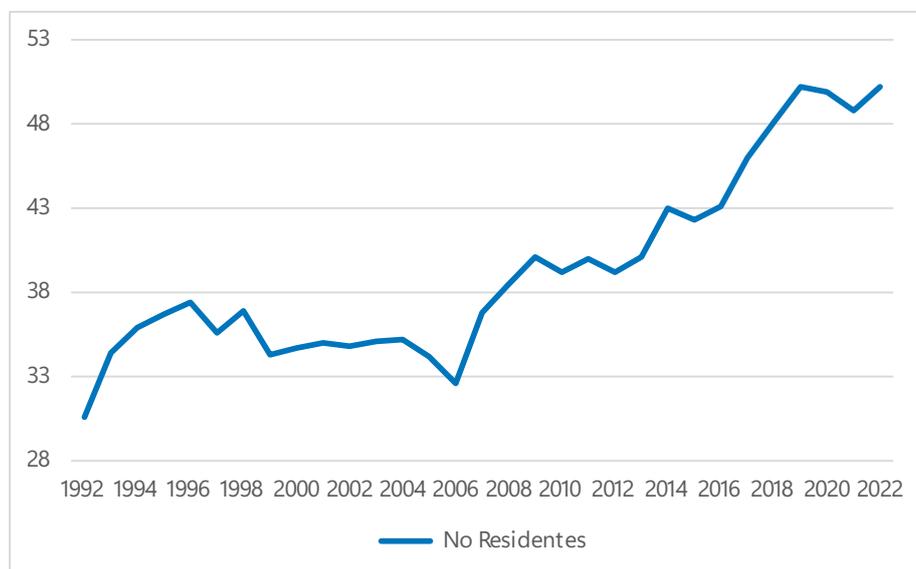
¹¹ Datos de Eurostat y la Reserva Federal.

2 Los mercados de capitales en la UE: ¿es un problema de fragmentación o de falta de desarrollo?

El propio nombre tanto de la UMC primero como de la Unión del Ahorro y la Inversión ahora, sugieren que el principal problema que afecta a los mercados de capitales de la UE es la fragmentación y de ahí la necesidad de unir. Esta filosofía se ha heredado en gran medida del proyecto de la Unión Bancaria, lanzado en 2012, es decir, tres años antes de la UMC.

Pero tal y como ha señalado la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) española en repetidas ocasiones, “los mercados de capitales europeos están mucho más integrados que los mercados de financiación bancaria”.¹² Para sustentar esta afirmación, se pueden emplear varios indicadores, tanto de renta variable como fija, todos ellos relativos a España, la cuarta economía de la UE por PIB. En primer lugar, tras una evolución progresiva en las últimas décadas, como se deduce de la Figura 4, el porcentaje de capital de las sociedades cotizadas españolas que corresponden a accionistas no españoles está ya por encima del 50%.

Figura 4. Propiedad de acciones cotizadas españolas por parte de no residentes



Fuente: elaboración propia con datos de Bolsas y Mercados Españoles (BME).

En segundo lugar, como se puede deducir de la Figura 5, la distribución del patrimonio de los fondos de inversión españoles en 2022 y 2023 evidencia el fuerte predominio de la cartera exterior, es decir de activos no españoles, sobre la interior. A pesar del incremento

12 Buenaventura, R. (2024). *Intervención en la XIV Edición del Spain Investors Day*. Comisión Nacional del Mercado de Valores. <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7Bdeb7648e-09ed-4cb9-aa5e-bf2421e2b715%7D>

nominal en ambas categorías entre 2022 y 2023, la mayor parte del capital sigue estando invertido fuera del país, con un 79,8% en 2022 y un 76,3% en 2023. Aunque se observa una leve reducción en la proporción de inversiones exteriores en 2023, el peso de ésta sigue siendo abrumador, reflejando una clara preferencia por activos internacionales en la gestión de los fondos de inversión. Por otro lado, en torno al 40% de los volúmenes invertidos por españoles se encuentra en fondos no españoles, que se distribuyen libremente con pasaporte en toda la UE.

Figura 5. Distribución del patrimonio neto de los fondos de inversión españoles (en millones de euros)

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión	2022	2023
Cartera interior	58740	79510
Cartera exterior	232444	255835
Porcentaje cartera exterior	79,8%	76,3%

Fuente: elaboración propia con datos de CNMV.

Además, tal y como se observa en la Figura 6, una parte significativa de la emisión de deuda por parte de las empresas españolas se realiza en mercados internacionales. A lo largo del período 2020-2023, el porcentaje de emisiones de renta fija privada en el exterior ha oscilado entre el 36,4% y el 58,1%, con una clara tendencia al alza en los últimos años. En 2023, por ejemplo, el volumen de emisiones en el exterior (63.133 millones de euros) superó al de emisiones en España (45.466 millones de euros), lo que sugiere que las empresas españolas recurren cada vez más a mercados internacionales para financiarse.

Figura 6. Volumen de emisiones de renta fija privada por empresas españolas (en millones de euros)

	2020	2021	2022	2023
Emisiones brutas de renta fija privada en España	80753	59534	59074	45466
Emisiones brutas de renta fija privada de emisores españoles en el exterior	46282	64089	48037	63133
Porcentaje de emisiones en el exterior	36,4%	51,8%	44,8%	58,1%

Fuente: elaboración propia con datos de CNMV.

Por el contrario, los mercados bancarios están mucho más fragmentados que los de capitales en la UE. Uno de los indicadores más claros de esta fragmentación es el bajo nivel de crédito transfronterizo en la UE. Por ejemplo, los bancos suelen tener una base de clientes local y no compiten activamente por depósitos en otros países de la UE.¹³ Esta falta de movilidad de los depósitos refuerza la fragmentación de los mercados bancarios y limita las opciones de financiación para los bancos. Asimismo, persisten diferencias en las tasas de interés

13 McKinsey & Company: "Retail Deposits: How to Attract and Retain Customers", <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/retail-deposits-how-to-attract-and-retain-customers>

para préstamos y depósitos entre países de la UE, incluso para productos similares.¹⁴ Por otro lado, el 84% de los activos bancarios permanecen dentro de sus países de origen. El capital y la liquidez de los bancos están, en gran medida, atrapados dentro de las fronteras nacionales debido a las regulaciones prudenciales, que se han mantenido en la última versión de la Directiva de Requisitos de Capital (CRDVI). El Banco Central Europeo (BCE) estima que aproximadamente 250.000 millones de euros en activos líquidos de alta calidad están efectivamente inmovilizados dentro de la Unión Bancaria, lo que limita la capacidad de los bancos para asignar capital de manera eficiente.¹⁵ Además, las normativas fiscales nacionales y las medidas prudenciales desincentivan las fusiones bancarias transfronterizas, reforzando aún más la fragmentación del sistema financiero europeo. Estas diferencias reflejan la falta de integración y competencia en los mercados bancarios, lo que puede generar ineficiencias y desigualdades en el acceso al crédito.

14 European Central Bank: "Interest Rate Differences in the Euro Area", <https://www.ecb.europa.eu/stat/prices/interest/html/index.en.html>

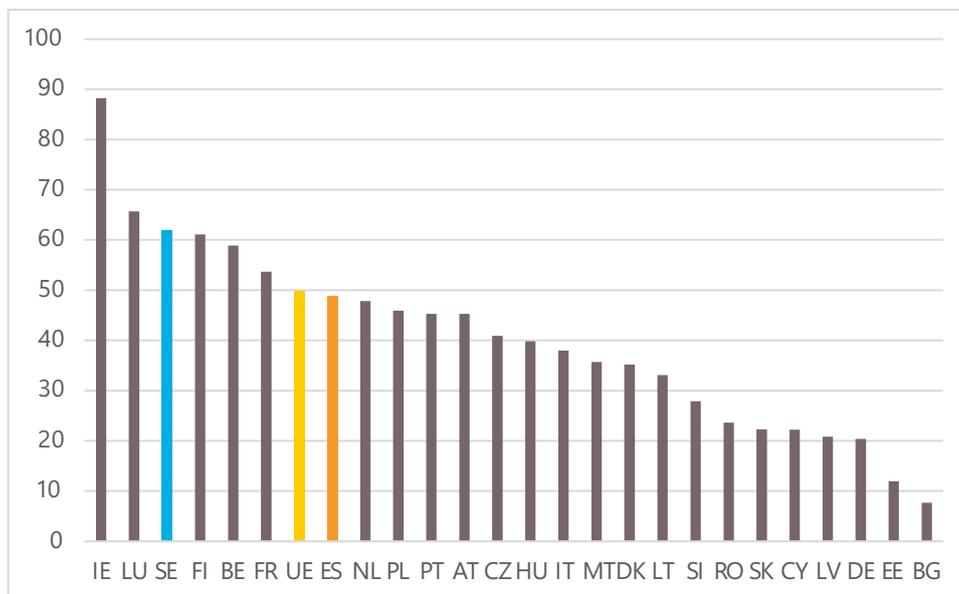
15 Enria, A. (2023), 'The integration of the EU banking sector and the challenges of global competition', *The EUROFI Magazine*, 13 September.

3 La heterogeneidad en el desarrollo de los mercados de capitales de los Estados miembros de la UE

Para comparar el grado de desarrollo de los mercados de capitales de los Estados miembros de la UE, se pueden emplear distintos indicadores, extraídos de la caja de herramientas de indicadores que anualmente publica la Comisión Europea para medir el grado de progreso en la UMC.¹⁶

En primer lugar, puede recurrirse a la ratio de financiación en mercados, que mide la proporción de financiación de las empresas no financieras a través de los mercados de capitales (bonos corporativos y acciones cotizadas) en relación con la financiación total, que incluye también los préstamos bancarios. En otras palabras, refleja qué parte de la financiación empresarial proviene del mercado en lugar de los bancos. Como se muestra en la Figura 7, existen diferencias significativas entre los países de la UE. Irlanda encabeza la lista con la ratio más alta, superando el 80%, seguida de Luxemburgo, Suecia y Finlandia, todos con niveles elevados de financiación basada en el mercado. En el extremo opuesto, países como Alemania, Estonia y Bulgaria tienen los niveles más bajos, con un claro predominio de la financiación bancaria sobre la de mercado. España está ligeramente por debajo de la media de la UE, lo que muestra la importancia de la financiación bancaria en el país ibérico.

Figura 7. Ratio de financiación de empresas no financieras en mercados, 2022

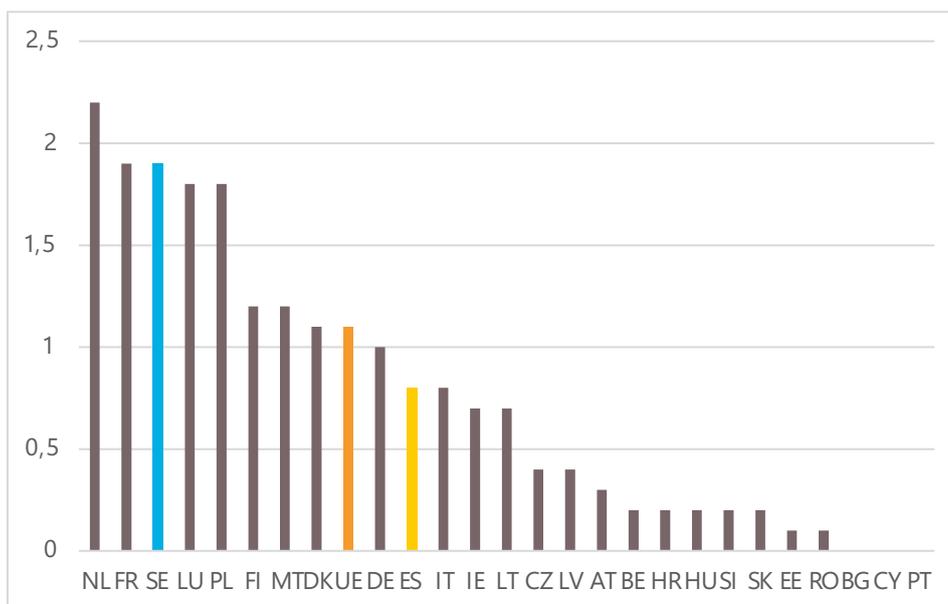


Fuente: elaboración propia con datos de la Comisión Europea.

16 European Commission. (2024), *Monitoring progress towards a Capital Markets Union: a toolkit of indicators*. Commission Staff Working Document SWD (2021) 544. https://finance.ec.europa.eu/document/download/60d966f8-8f3a-4133-a852-de7d6978e387_en?filename=240719-capital-markets-union-indicators_en.pdf

En segundo lugar, puede medirse la emisión anual de bonos corporativos en relación con el PIB nominal en los Estados miembros de la UE. Esto permite evaluar la importancia relativa del mercado de bonos en cada país y constituye una potencial señal de la menor dependencia del crédito bancario. En 2022, los países con una mayor emisión de bonos corporativos en relación con su PIB fueron los Países Bajos (2,2%), Francia (1,9%) y Suecia (1,9%), lo que indica una fuerte integración de sus mercados de capitales en la financiación empresarial. En el extremo opuesto, Bulgaria, Chipre y Rumanía registraron los valores más bajos, reflejando una menor dependencia de este mecanismo y una posible preferencia por la financiación bancaria. España, con un 0,8% del PIB, se encuentra por debajo de la media de la UE, que está en el 1,1%.

Figura 8. Emisiones de bonos corporativos sobre PIB, 2022

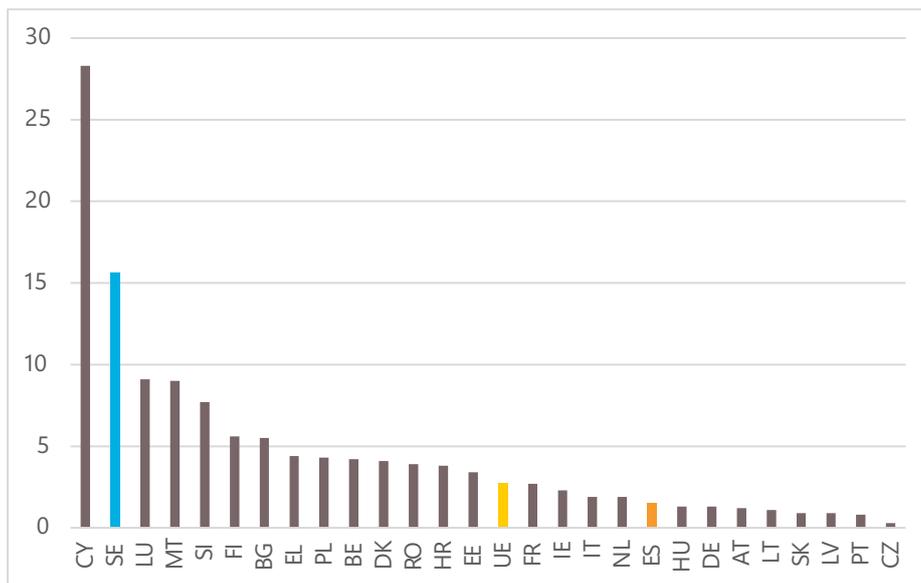


Fuente: elaboración propia con datos de la Comisión Europea.

En tercer lugar, puede medirse la amplitud del mercado de acciones cotizadas, como resultado de dividir el número de acciones en circulación en relación con el número de grandes empresas (aquellas con más de 249 empleados). Es decir, refleja cuántas acciones cotizan en bolsa en proporción a la cantidad de empresas de gran tamaño en cada país. Un mayor número de acciones cotizadas en relación con el número de grandes empresas sugiere que más compañías están utilizando los mercados financieros para captar capital en lugar de depender exclusivamente del crédito bancario. En 2023, Chipre (28,3%), Suecia (15,6%) y Luxemburgo (9,1%) fueron los países con la mayor amplitud de mercado de acciones cotizadas en la UE, lo que indica una alta proporción de instrumentos de renta variable en relación con el número de grandes empresas. Esto sugiere mercados de capitales más desarrollados y accesibles. En el extremo opuesto, la República Checa (0,3%), Portugal (0,8%) y Letonia (0,9%) registraron los valores más bajos, reflejando mercados de valores

menos profundos, donde una menor proporción de grandes empresas emite acciones en bolsa. España, con un 1,5%, se sitúa por debajo de la media de la UE (2,7%), lo que indica una menor amplitud del mercado de acciones en comparación con otras economías europeas más orientadas al mercado de capitales.

Figura 9. Amplitud del mercado de acciones cotizadas, 2022



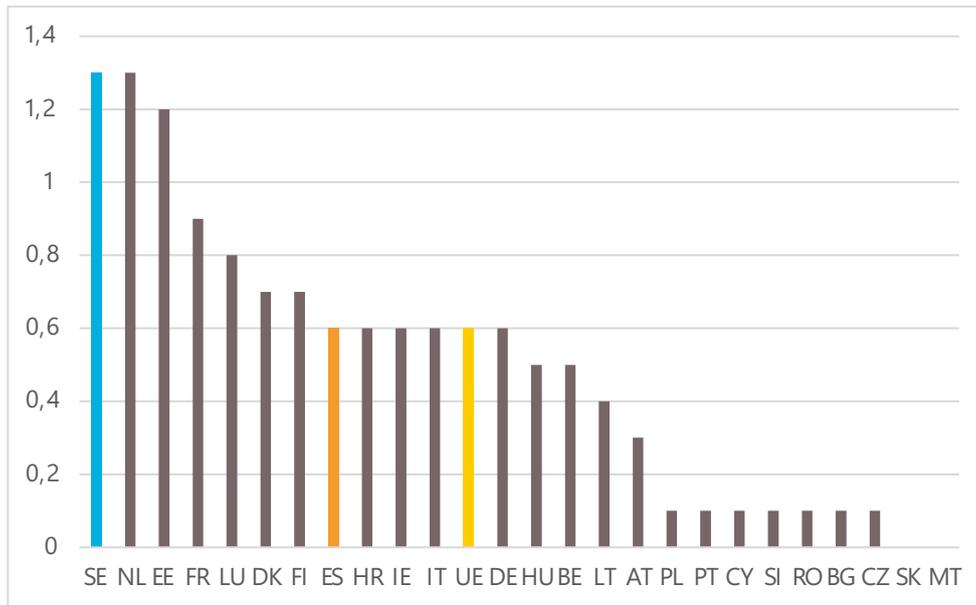
Fuente: elaboración propia con datos de la Comisión Europea.

En cuarto lugar, resulta interesante analizar la inversión anual en *private equity* como porcentaje del PIB. El *private equity* es un tipo de inversión que proporciona financiación a empresas no cotizadas en bolsa, ya sea para adquirirlas, impulsar su crecimiento o reestructurarlas.¹⁷ Los países con valores bajos en este indicador suelen tener mercados de capitales menos profundos, una mayor dependencia de la financiación bancaria y menos inversores institucionales dispuestos a canalizar fondos hacia el *private equity*.¹⁸ Esto puede limitar la disponibilidad de financiación para empresas en crecimiento y restringir el dinamismo económico. Los países con el mayor porcentaje de inversión en *private equity* respecto al PIB en 2022 fueron Suecia (1,3%), los Países Bajos (1,3%) y Estonia (1,2%), como se deduce de la Figura 10. Suecia y los Países Bajos han sido históricamente líderes en este tipo de inversión debido a su ecosistema de capital riesgo, la presencia de grandes fondos de inversión y un entorno favorable para startups y empresas innovadoras. En el otro extremo, se encuentran a Eslovaquia (0%), Malta (0%), Bulgaria, Polonia, Portugal, Chipre, Rumanía y Eslovenia (todos con 0,1%). España se encuentra en el entorno de la media de la UE, con una inversión en capital riesgo en 2022 equivalente al 0,6% del PIB.

17 Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009), *Leveraged buyouts and private equity*. Journal of Economic Perspectives, 23(1), 121-146. <https://doi.org/10.1257/jep.23.1.121>

18 Lerner, J., Sørensen, M., & Strömberg, P. (2009), *What drives private equity activity and success globally?* Harvard Business School Working Paper. <https://www.hbs.se/contentassets/662e98040ed14d6c93b1119e5a9796a4/lernersorensenstrombergwp2009.pdf>

Figura 10. Inversión en capital riesgo sobre PIB, 2022



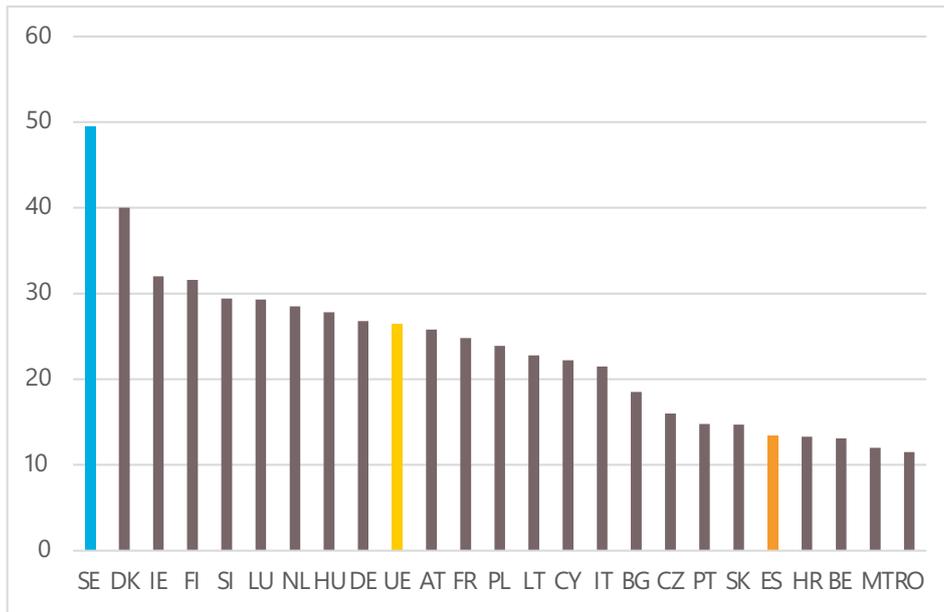
Fuente: elaboración propia con datos de la Comisión Europea.

En quinto lugar, puede recurrirse a la proporción de activos totales de las aseguradoras que están invertidos en acciones y fondos de *private equity*. La proporción de renta variable en las carteras de aseguradoras está vinculada con el desarrollo de los mercados de capitales.¹⁹ En economías con mercados financieros profundos y diversificados, como los Suecia y Dinamarca, las aseguradoras tienen más incentivos para invertir en acciones,²⁰ tal y como se deduce de la Figura 11. En cambio, en mercados menos desarrollados, con menor liquidez o alternativas de inversión más limitadas, la exposición suele ser menor. España es el cuarto país por la cola, con únicamente el 13,5% de los activos totales de las aseguradoras invertidos en renta variable.

19 Bayar, Y., & Gavriletea, M. D. (2022), *Pension Funds, Insurance Companies and Stock Market Development: Evidence from Emerging Markets*. *Mathematics*, 10(13), 2335. <https://doi.org/10.3390/math10132335>

20 Deloitte Belgium & CEPS. (2019), *Study on the drivers of investments in equity by insurers and pension funds*. European Commission. https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-01/191216-insurers-pension-funds-investments-in-equity_en_5.pdf

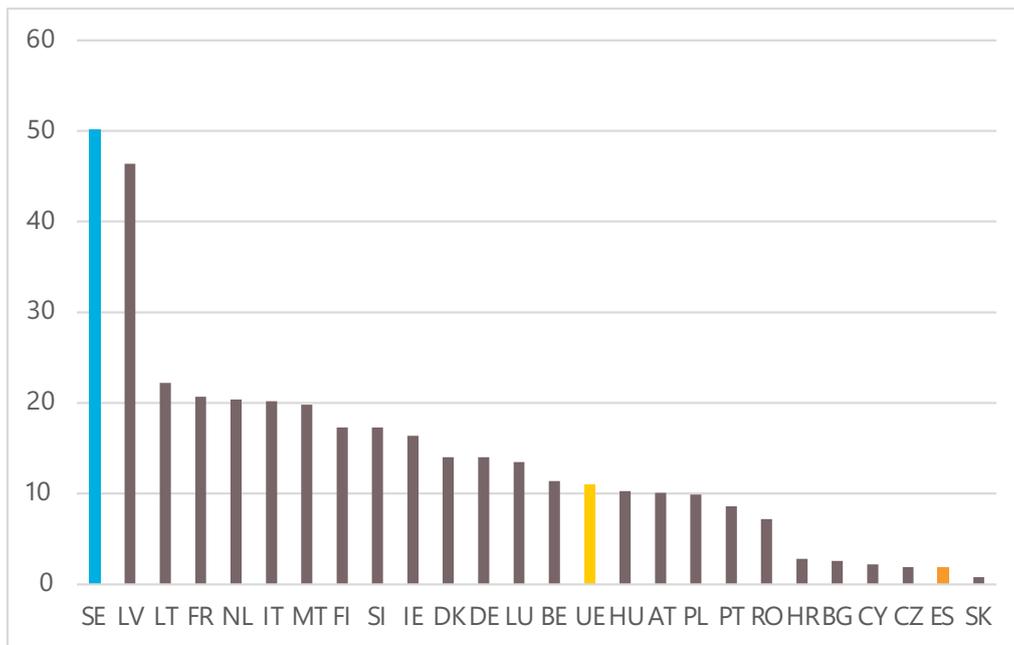
Figura 11. Tenencias de renta variable por aseguradoras (% activos totales), 2022



Fuente: elaboración propia con datos de la Comisión Europea.

Por último, resulta de especial interés el indicador que mide el porcentaje de pymes que han declarado utilizar capital propio (*equity*) como fuente de financiación. Este dato proviene de la encuesta SAFE (*Survey on Access to Finance of Enterprises*) de la Comisión Europea y el Banco Central Europeo, y refleja la importancia del capital de inversión en la estructura de financiación de las pymes en distintos países de la UE. Como se observa en la Figura 12, Suecia (50,3%), Letonia (44%) y Lituania (42,3%) lideran el *ranking*, lo que indica que en estos países las pymes recurren mucha más financiación basada en capital. España, sin embargo, se encuentra en un nivel muy reducido (1,9%), lo que da una idea del menor desarrollo de las fuentes de financiación alternativas para las pymes.

Figura 12. Tenencias de renta variable por aseguradoras (% activos totales), 2022



Fuente: elaboración propia con datos de la Comisión Europea

El análisis realizado en esta sección muestra que existe una elevada heterogeneidad en el desarrollo de los mercados de capitales en la UE. Por tanto, no conviene generalizar diciendo que “los mercados de capitales de la UE no están desarrollados”. Depende del Estado miembro.

Lo relevante es conocer cuáles son los factores que explican el mayor o menor desarrollo de los mercados. En todos los indicadores que se han analizado, Suecia ha quedado al menos en la tercera posición, lo que la sitúa probablemente como uno de los Estados miembros con unos mercados de capitales más desarrollados. Por ello, a efectos de identificar las posibles causas de las diferencias entre Estados miembros en el desarrollo de los mercados de capitales, se toman Suecia, Dinamarca y los Países Bajos como referencias.

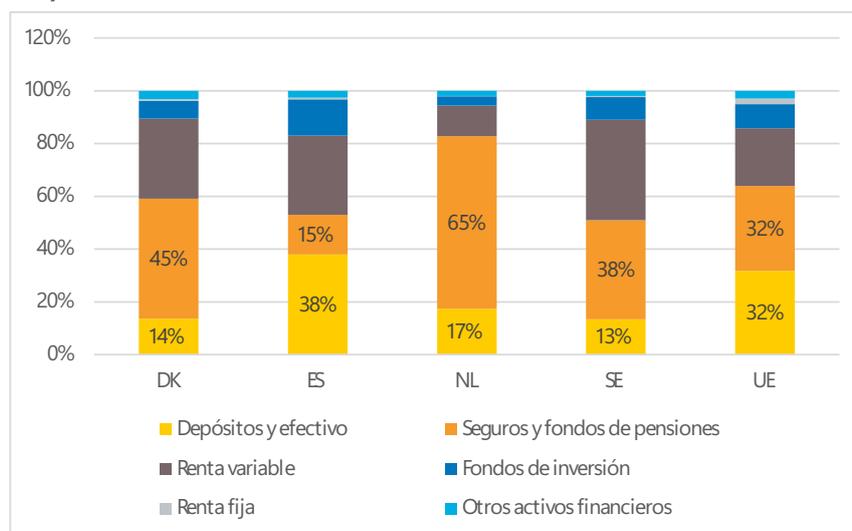
4 Posibles causas de las diferencias entre Estados miembros en el desarrollo de los mercados de capitales

Contar con un ecosistema adecuado de mercado de capitales requiere potenciar tres elementos fundamentales: (a) los hogares han de contar con los incentivos adecuados para canalizar sus ahorros hacia los mercados de capitales; (b) los inversores institucionales tienen que tener el tamaño y recursos suficientes para invertir; y (c) han de existir las condiciones adecuadas para la cotización y negociación en los mercados de valores y las pymes tienen que tener los incentivos también para financiarse en mercado.²¹

A continuación, se van a exponer una serie de indicadores cubriendo estos tres elementos y comparando la situación de España con la media de la UE y la de Suecia, Dinamarca y los Países Bajos, países europeos con unos mercados de capitales más desarrollados.

Comenzando con la canalización de los ahorros de los hogares, según la Encuesta Financiera de las Familias de 2022, en España, el 70% de la riqueza de los hogares se invierte en vivienda. Esto deja para activos financieros como máximo el 30%. Y como se demuestra en la Figura 13, los hogares españoles destinan a depósitos y efectivo casi el 40% de sus activos financieros, dejando sólo el 15% para seguros y fondos de pensiones. Esto contrasta ampliamente con países como Suecia, Dinamarca y los Países Bajos, donde la proporción de activos financieros en forma de depósitos o efectivo es claramente menor.

Figura 13. Reparto de la riqueza financiera de los hogares en varios países de la UE, 2015-2022



Fuente: elaboración propia con datos de Eurostat.

21 OECD. (2024), *OECD Capital Market Review of Spain 2024*. OECD Publishing. https://www.oecd.org/en/publications/oecd-capital-market-review-of-spain-2024_478ec2f5-en.html

Las razones detrás de esta forma de canalización del ahorro son tanto una cuestión de incentivos como de educación financiera.

Comenzando por los incentivos, Suecia cuenta desde 2012 con la cuenta de inversión ISK, que con su atractiva estructura fiscal que simplifica la inversión y reduce la carga administrativa, ha incentivado la participación de los hogares en el mercado de valores. La exención de impuestos sobre las ganancias de capital y la facilidad para declarar impuestos han hecho que la ISK sea una opción popular para los pequeños inversores, aumentando el flujo de capital hacia las empresas que cotizan en bolsa.²² Se estima que, en mayo de 2024, 3,5 millones de personas en Suecia (de un total de en torno a 10,5 millones de personas) tenían una cuenta ISK, y que el 75% de estas cuentas tenían un saldo de 300.000 coronas suecas o menos (en torno a 26.000 euros).²³ Esto sugiere que la cuenta ISK es una opción popular tanto para pequeños como para grandes inversores.

En Dinamarca, no existe una cuenta de inversión con exactamente las mismas características que la ISK sueca. Sin embargo, la cuenta "Aktiesparekonto" (ASK) tiene algunas similitudes. Al igual que la ISK, la ASK ofrece ventajas fiscales para las inversiones en acciones y fondos. Las ganancias dentro de la ASK están exentas de impuestos hasta cierto límite, y las ganancias que excedan este límite se gravan a una tasa del 17%. Sin embargo, a diferencia de la ISK, la ASK tiene un límite en la cantidad que se puede depositar cada año.

Más allá de por una ausencia de incentivos, la preferencia de los hogares europeos por el efectivo y los depósitos, es decir, por mantener sus activos de una manera más simple y presumiblemente más segura, puede estar relacionada con una educación financiera insuficiente.²⁴ Un mayor nivel de alfabetización financiera podría fomentar la inversión en una gama más amplia de productos financieros y, en consecuencia, el desarrollo de los mercados de capitales.

Hasta junio de 2023, no existían estadísticas que compararan los niveles de educación financiera en los distintos países de la UE (lo que refleja la escasa importancia que se le ha dado al tema hasta ahora y el enfoque puramente nacional). La primera encuesta del Eurobarómetro sobre educación financiera, publicada en junio de 2023, reveló bajos niveles de alfabetización financiera en toda la UE. Basándose en cinco preguntas que evaluaban el conocimiento financiero general de los encuestados (es decir, sobre inflación, interés compuesto, relación riesgo-rendimiento, diversificación de inversiones y la relación entre

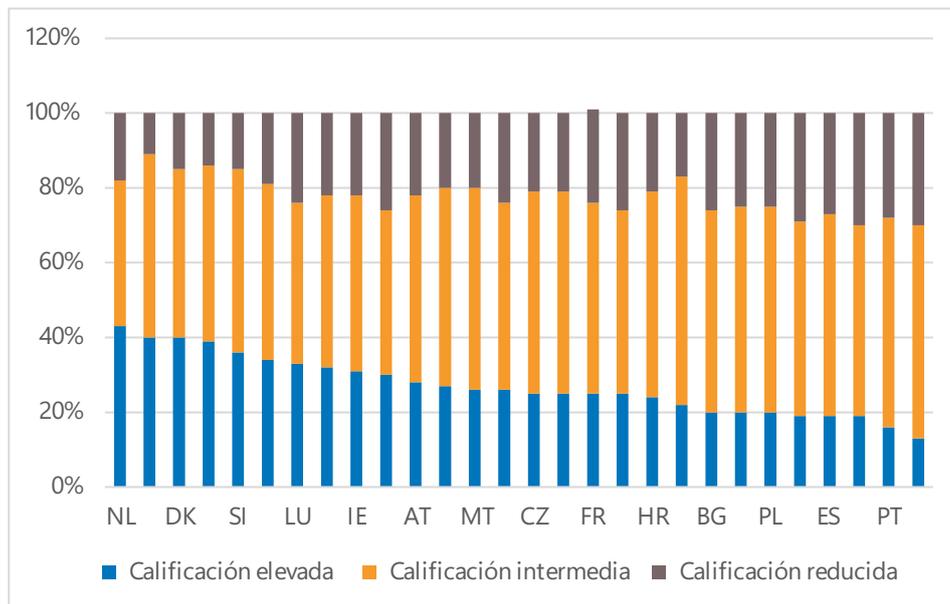
22 Fondbolagens förening. (2024), *ISK – A decade of success: The impact of the Investment Savings Account in Sweden*. https://www.fondbolagen.se/globalassets/faktaindex/studier-o-undersokningar/isk/isk-rapport-okt-2024_eng.pdf

23 The Local. (2024), *Swedish government moves to cut tax on ISK savings accounts*. <https://www.thelocal.se/20240531/swedish-government-moves-to-cut-tax-on-isk-savings-accounts>

24 Lusardi, A., & Mitton, L. (2024), *The state of financial knowledge in the European Union: A new survey*. *Journal of Financial Literacy and Wellbeing*. Retrieved from <https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-financial-literacy-and-wellbeing/article/state-of-financial-knowledge-in-the-european-union-a-new-survey/934E660AE5C573D3BD6D169294A975F2>

los precios de los bonos y las tasas de interés), los resultados muestran que el 26% de la población de la UE tiene un alto nivel de alfabetización financiera, el 50% tiene un nivel medio y el 24% restante presenta un nivel bajo. Como se observa en la Figura 14, los países en los que hay mayor porcentaje de encuestados con calificación elevada son los Países Bajos, Finlandia y Dinamarca, caracterizados por unos mercados de capitales más desarrollados que la media. Suecia se encuentra en quinta posición y España en la cuarta por el final, sólo superando a Chipre, Portugal y Rumanía.

Figura 14. Conocimientos financieros por Estado miembro (% de respuestas correctas)²⁵



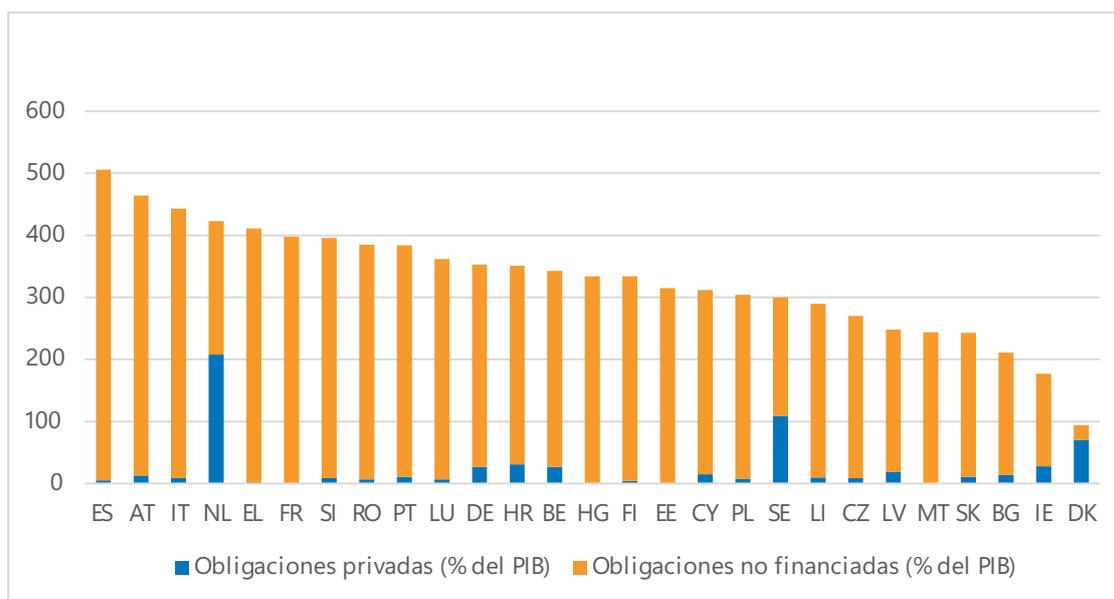
Fuente: elaboración propia con datos de la Comisión Europea.

El desarrollo de los inversores institucionales, especialmente de los fondos de pensiones también tiene razones estructurales. En particular, el modelo del sistema de pensiones de cada país está directamente relacionado con el grado de desarrollo de este tipo de inversor institucional. Como se observa en la Figura 15, España destaca por tener la mayor proporción de obligaciones no financiadas, superando el 500% del PIB, lo que indica una fuerte dependencia del sistema público de reparto. La prácticamente inexistente proporción de obligaciones privadas sugiere un escaso desarrollo del Pilar 2 de pensiones ocupacionales, lo que hace que el sistema sea altamente dependiente del equilibrio fiscal y la sostenibilidad de las cuentas públicas. Este modelo contrasta con el de otros países

²⁵ La figura muestra el puntaje de conocimiento financiero basado en el número de respuestas correctas a cinco preguntas sobre conocimiento financiero. Un puntaje alto significa que el encuestado respondió correctamente cuatro o cinco preguntas. Un puntaje medio indica que el encuestado respondió correctamente dos o tres preguntas. Un puntaje bajo significa que el encuestado respondió correctamente ninguna o sólo una pregunta.

Europeos que han promovido esquemas de capitalización para reducir la presión sobre el sistema público. Suecia, los Países Bajos y Dinamarca presentan sistemas de pensiones con un alto grado de capitalización, reduciendo su dependencia del gasto público. Suecia combina un sistema de cuentas nocionales en el Pilar 1 con un Pilar 2 bien desarrollado²⁶ a través de planes ocupacionales de contribución definida y el fondo público AP7, lo que garantiza diversificación y sostenibilidad.²⁷ Países Bajos destaca por tener la mayor proporción de obligaciones privadas financiadas, con planes ocupacionales prácticamente obligatorios que han convertido al país en uno de los principales inversores institucionales de Europa. Dinamarca, por su parte, tiene una de las menores proporciones de obligaciones no financiadas gracias a las reformas de los años 80 y 90,²⁸ que consolidaron los planes de pensiones ocupacionales, asegurando una base de activos financieros robusta y un menor riesgo fiscal a largo plazo.

Figura 15. Panorama de los derechos y obligaciones de pensión



Fuente: elaboración propia con datos de Eurostat

26 Barr, N. (2013), *The Pension System in Sweden*. Social Protection Discussion Paper Series. World Bank.

27 Anderson, B., & Settergren, O. (2005), *Pension Reform in Sweden: Success on Track?* Social Security Bulletin, 66(4), 45-67.

28 OECD. (2019), *Pensions at a Glance 2019: OECD and G20 Indicators*. OECD Publishing.

Y ya para finalizar, para que las empresas accedan a los mercados de capitales, es fundamental también que cuenten con un tamaño mínimo, ya que los costes fijos asociados a la emisión de valores, el cumplimiento regulatorio y los requisitos de divulgación pueden ser prohibitivos para las empresas más pequeñas. Estudios han demostrado que las economías de escala juegan un papel crucial en la decisión de cotizar en bolsa, ya que las empresas más grandes pueden absorber mejor estos costes y atraer una base de inversores más amplia, lo que mejora la liquidez de sus valores y reduce su coste de capital.²⁹ Asimismo, la evidencia empírica muestra que, en mercados desarrollados, el acceso a la financiación mediante instrumentos como la renta variable o la emisión de bonos corporativos está fuertemente correlacionado con el tamaño empresarial, con las grandes empresas dominando la captación de capital en los mercados públicos mientras que las pequeñas y medianas empresas dependen en mayor medida de la financiación bancaria.³⁰ Además, las barreras regulatorias y los requisitos de gobernanza corporativa imponen costos adicionales que pueden disuadir a las pymes de buscar financiación en mercados de capitales, lo que ha llevado a la creación de mercados alternativos como el Euronext Growth o BME Growth en el caso de España, diseñados para facilitar el acceso a empresas de menor tamaño.³¹

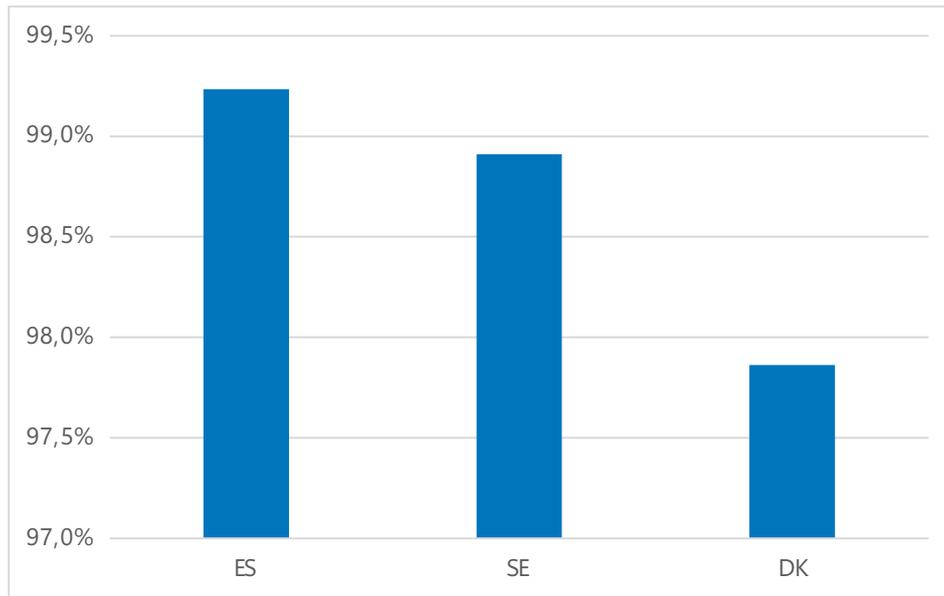
En el caso de la UE en general, y de España en particular, la demografía empresarial no juega a favor del acceso de las empresas a los mercados de capitales. Como se deduce de la Figura 16, en España, más del 99% de las empresas son pequeñas o microempresas, lo que limita su capacidad para acceder a financiación de mercado, ya que el tamaño mínimo es un factor clave para afrontar los costes regulatorios y operativos de la cotización. Sin embargo, la situación en Suecia y Dinamarca es más favorable en términos relativos. Aunque Suecia también tiene un porcentaje elevado de pequeñas empresas, su tejido productivo cuenta con una mayor presencia de compañías de tamaño medio y grande en comparación con España, lo que facilita un mejor acceso a los mercados financieros. Por su parte, Dinamarca presenta una estructura empresarial aún más equilibrada, con una menor concentración de microempresas, lo que ha contribuido a un uso más extendido de la financiación basada en mercado y a la consolidación de un ecosistema financiero más dinámico. Estos factores explican, en parte, por qué los mercados de capitales están más desarrollados en estos países que en España.

29 Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998), *Why do companies go public? An empirical analysis*. The Journal of Finance, 53(1), 27-64.

30 Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2008), *Financing patterns around the world: Are small firms different?* Journal of Financial Economics, 89(3), 467-487.

31 Piotroski, J. D., & Zhang, T. (2014), *Politicians and the IPO decision: The impact of impending political promotions on IPO activity in China*. Journal of Financial Economics, 111(1), 111-136.

Figura 16. Porcentaje de empresas pequeñas y micro



Fuente: elaboración propia con datos de Eurostat.

5 Los esfuerzos a nivel europeo: la Unión de los Mercados de Capitales primero, la Unión de Ahorro e Inversión ahora

El menor desarrollo relativo de los mercados de capitales europeos y las ventajas de contar con unos mercados financieros sólidos llevó a la UE a lanzar en 2015 la UMC. La percepción de la importancia de tener unos mercados de capitales sólidos se ha visto acrecentada a raíz de los Informes Letta y Draghi y en particular, la identificación de unas necesidades de financiación anuales adicionales de 800.000 millones de euros, en el entorno del 5% del PIB de la UE.

A diferencia de la Unión Bancaria, la UMC es un proyecto con una fuerte dispersión normativa y que ha ido evolucionando a lo largo de los años. Así como los tres pilares de la Unión Bancaria (Mecanismo Único de Supervisión, Mecanismo Único de Resolución y Sistema Europeo de Garantía de Depósitos) estaban claros desde el principio y este proyecto aún no se ha finalizado por falta de voluntad política,³² la UMC es un proyecto en el que las medidas a adoptar han estado mucho menos claras y que ha sido fruto de constantes revisiones.

El plan de acción inicial de 2015 estableció 33 medidas, incluyendo propuestas para relanzar la titulización y fomentar la inversión en infraestructuras mediante la reforma de Solvencia II. También introdujo iniciativas para simplificar los folletos de emisión y revisar la regulación de fondos de capital riesgo.

En 2017, la Comisión Europea actualizó este plan, fijando nueve prioridades, entre ellas el fortalecimiento de la ESMA, la facilitación de la cotización de pymes, la revisión del tratamiento prudencial de firmas de inversión y el desarrollo de mercados secundarios de préstamos fallidos. También se avanzó en la regulación del PEPP, los bonos garantizados y la seguridad jurídica en la tenencia de valores transfronterizos.

A pesar de estas iniciativas, en 2020 persistía la percepción de que la UMC avanzaba lentamente y que quedaba mucho por hacer. Esto llevó a la creación de un Foro de Alto Nivel, cuyas propuestas se incorporaron al tercer plan de acción de la UMC, publicado en septiembre de 2020. Este plan contenía 16 medidas, entre ellas la creación del *European Single Access Point* (ESAP) para centralizar información sobre empresas.

En 2021, la Comisión Europea presentó nuevas iniciativas legislativas, incluyendo la revisión del Reglamento de ELTIF, la Directiva de Fondos de Inversión Alternativos (AIFMD) y el Reglamento de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFIR).

32 Arnal, J. (2023), *Why holding up the ESM Treaty's ratification is a missed risk sharing opportunity for the Banking Union*. CEPS. <https://www.ceps.eu/ceps-publications/why-holding-up-the-esm-treatys-ratification-is-a-missed-risk-sharing-opportunity-for-the-banking-union/>

En 2022, se introdujeron nuevas propuestas para aumentar la resiliencia de los servicios de compensación y liquidación de valores, armonizar normas de insolvencia empresarial y reducir la carga regulatoria para la cotización en mercados a través del *Listing Act*.

En 2024, se intensificaron los esfuerzos con intervenciones clave de distintas instituciones:

- El 7 de marzo, el BCE³³ instó a avanzar en la armonización de normas de insolvencia, la integración de la supervisión de los mercados de capitales, la mejora del tratamiento fiscal de la inversión y el relanzamiento del mercado de titulización.
- El 11 de marzo, el Eurogrupo³⁴ identificó tres áreas prioritarias (arquitectura, empresas y ciudadanos) y propuso medidas para fortalecer la supervisión, reducir barreras regulatorias, fomentar la financiación de pymes y mejorar el acceso de los ciudadanos a productos de inversión.
- En abril, el Consejo Europeo³⁵ se centró en la armonización de insolvencias, el impulso de la titulización y la integración de la supervisión
- El Consejo Europeo encargó al ex primer ministro italiano Enrico Letta la elaboración de un informe³⁶ sobre el futuro del Mercado Único. El documento propone la creación de una “Unión de Ahorro e Inversión”, con avances urgentes en tres áreas clave: (i) oferta de capital, (ii) demanda de capital y (iii) marco institucional y estructura de mercado.
 - Para fortalecer la oferta de capital, el informe recomienda la creación de un producto europeo de ahorro a largo plazo con inscripción automática y la mejora del PEPP. También destaca la necesidad de armonizar la regulación de aseguradoras y fondos de pensiones en la UE. En cuanto a la inversión minorista, subraya la importancia de mejorar la educación financiera y armonizar los incentivos fiscales para fomentar la inversión transfronteriza.
 - El informe prioriza la financiación de la transición ecológica, proponiendo la creación de una Garantía Verde Europea para canalizar recursos hacia inversiones sostenibles y la reforma del marco de titulización para facilitar el crédito bancario. En los mercados de capitales, Letta recomienda un punto de acceso único para la cotización de pymes y la creación de una bolsa europea de *deep tech* con regulación específica.

33 Banco Central Europeo. (2024), *Declaración del Consejo de Gobierno sobre el avance de la Unión de Mercados de Capitales (UMC)*. Banco Central Europeo.

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr240307~76c2ab2747.en.html>

34 Consejo de la Unión Europea. (2024, 11 de marzo), *Declaración del Eurogrupo en formato inclusivo sobre el futuro de la Unión de Mercados de Capitales*. <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2024/03/11/statement-of-the-eurogroup-in-inclusive-format-on-the-future-of-capital-markets-union/>

35 Consejo Europeo. (2024), *Conclusiones del Consejo Europeo, 17 y 18 de abril de 2024*. Recuperado de <https://www.consilium.europa.eu/es/press/press-releases/2024/04/18/european-council-conclusions-17-and-18-april-2024/>

36 Letta, E. (2024), *Much more than a market: Report by Enrico Letta*. Consejo de la Unión Europea. <https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>

- Desde el punto de vista institucional, aboga por fortalecer la ESMA, ampliar sus poderes de supervisión y armonizar regímenes de insolvencia y post-negociación. También propone comercializar emisiones de la UE bajo una referencia única y desarrollar el euro digital para preservar la competitividad de los bancos europeos en el mercado global de pagos.
- En enero de 2024, el ministro de Finanzas de Francia, Bruno Le Maire, encargó a un comité de expertos liderado por Christian Noyer la elaboración de un informe para revitalizar la UMC y responder a las crecientes necesidades de inversión en la UE. Presentado en abril de 2024, el informe³⁷ identifica cuatro áreas clave: (i) desarrollo de productos europeos de ahorro a largo plazo, (ii) revitalización de la titulización, (iii) supervisión integrada del mercado de capitales y (iv) reducción de la fragmentación en los sistemas de liquidación.
 - El informe destaca el fracaso del PEPP y propone un enfoque intergubernamental para desarrollar una nueva categoría de productos de ahorro europeos con una etiqueta común. En titulización, recomienda ajustar el marco regulatorio y prudencial para facilitar la asignación de activos de aseguradoras, reducir cargas de capital y mejorar la transparencia en la emisión de activos titulizados.
 - En supervisión, aboga por una reforma de la ESMA para hacerla más autónoma en la toma de decisiones y ampliar sus competencias sobre infraestructuras post-mercado, grandes plataformas de negociación y fondos de inversión europeos (ELTIF, UCITS).
 - Finalmente, el informe señala que la fragmentación de los sistemas de liquidación es un obstáculo para la integración financiera y propone que *TARGET2-Securities* asuma funciones de los depositarios centrales de valores (CSD). A largo plazo, sugiere implementar un sistema de liquidación basado en *blockchain* para mejorar la eficiencia del mercado.

Y ya en 2025, la Comisión Europea otorgó un papel relevante a la Unión el Ahorro y la Inversión en su Brújula de Competitividad.

A lo largo de estos debates sobre la UMC, han emergido ciertos consensos clave que han orientado las sucesivas reformas y propuestas legislativas. En primer lugar, se reconoce la necesidad de fortalecer la supervisión de los mercados financieros mediante un papel ampliado de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), otorgándole mayores competencias en materia de supervisión y armonización regulatoria. En segundo lugar, se ha consolidado la idea de que el mercado de titulización debe revitalizarse para mejorar la eficiencia en la asignación de capital y facilitar el acceso a financiación para empresas y

37 Noyer, C. (2024), *Desarrollar los mercados de capitales europeos para financiar el futuro: Propuestas para una Unión de Ahorros e Inversiones*. Ministerio de Economía y Finanzas de Francia. <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/e3283a8f-69de-46c2-9b8a-4b8836394798/files/6b8593b5-ca31-45a3-b61c-11c95cf0fc4b>

hogares, eliminando algunas de las restricciones regulatorias que han limitado su desarrollo en Europa. Asimismo, se ha hecho evidente la urgencia de contar con un producto europeo de pensiones (PEPP) que funcione eficazmente, reconociendo que el modelo actual no ha logrado atraer a los inversores debido a su diseño poco competitivo y a barreras regulatorias. También se ha reforzado la importancia de la armonización de los regímenes de insolvencia, dado que las divergencias entre países siguen siendo un obstáculo para el desarrollo de los mercados de capitales. Finalmente, se ha insistido en la necesidad de reducir la fragmentación de las infraestructuras de liquidación y compensación.

6 Recomendaciones de políticas públicas para España: no bastan las reformas europeas ni las estrictamente financieras

En diciembre de 2024, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) publicó un completo informe sobre la situación de los mercados de capitales españoles y un conjunto completo de propuestas para su desarrollo³⁸.

Si bien las medidas recogidas en ese informe están bien calibradas y gozan de pleno sentido, a la luz del análisis que se acaba de presentar, no todas tienen el mismo impacto transformador. En particular, para fomentar el desarrollo de los mercados de capitales en España, es necesario implementar medidas que trasciendan del ámbito de la pura regulación financiera y den con las claves que permitan que: (a) los hogares tengan incentivos para canalizar sus ahorros a mercados financieros; (b) los inversores institucionales cuenten con los recursos suficientes para invertir; y (c) que las empresas, y también las pymes, tengan incentivos para financiarse en mercado.

Las reformas por adoptar deben acercar el sistema español al de otros países, como Suecia y Dinamarca, con mercados de capitales mucho más desarrollados. Sobre esta base, las principales reformas nacionales a implementar en España pasan por:

6.1. Introducir los incentivos adecuados para la canalización de los ahorros de los hogares

El acceso de los ahorradores minoristas a productos de inversión eficientes es clave para el desarrollo de los mercados de capitales en España. Para fomentar una mayor participación de los hogares en los mercados financieros, se proponen las siguientes medidas:

6.1.1. Creación de una cuenta de inversión con incentivos fiscales

Inspirada en la ISK sueca o la ASK danesa, España podría considerar introducir un instrumento similar que permita a los ahorradores invertir en renta variable y fondos de inversión con ventajas fiscales. Esto podría consistir en:

- a) Tributación reducida para inversiones a largo plazo, con un tipo impositivo menor para plusvalías generadas en inversiones mantenidas más de 10 años.
- b) Explorar la posibilidad de evitar la tributación de las plusvalías generadas dentro de la cuenta de inversión no tributen mientras no se retiren los fondos.
- c) Simplificación fiscal y administrativa, con retención automática de impuestos y declaración integrada en el IRPF, reduciendo la carga burocrática.
- d) Aplicación del beneficio fiscal a una gama más amplia de activos, incluyendo fondos de inversión, acciones, bonos y ETF europeos, para fomentar la integración financiera.

38 OECD. (2024), *OECD Capital Market Review of Spain 2024*. OECD Publishing. https://www.oecd.org/en/publications/oecd-capital-market-review-of-spain-2024_478ec2f5-en.html

6.2. *Llevar a cabo una evaluación y eventual adaptación de los programas de educación financiera*

Una de las razones clave por las que los hogares españoles invierten poco en mercados financieros parece ser la baja alfabetización financiera en comparación con otros países de la UE. Se recomienda:

6.2.1. Realizar una evaluación con carácter de urgencia del Plan de Educación Financiera Preferiblemente empleando métodos como el Randomised Control Test (RCT).

6.2.2. Mejorar el alcance de los actuales programas de educación financiera

Esto podría consistir en:

- a) Incorporar módulos de educación financiera en el currículo escolar desde edades tempranas.
- b) Crear herramientas interactivas que simulen estrategias de inversión y expliquen productos financieros de forma sencilla.
- c) Colaborar con entidades financieras para ofrecer formación a clientes sobre opciones de inversión.
- d) Integrar a la banca en estos esfuerzos, aprovechando su capacidad de distribución y experiencia en formación financiera, asegurando al mismo tiempo la independencia y objetividad de los contenidos.

6.3. *Fomentar el Pilar 2 de pensiones para fortalecer a los inversores institucionales*

El reducido tamaño de los fondos de pensiones ocupacionales en España es una de las principales barreras para el desarrollo de los mercados de capitales. Aumentar su peso permitiría generar una demanda estable de activos financieros, similar a lo que ocurre en países como Países Bajos y Suecia. Para ello, se recomienda:

6.3.1. Creación de un sistema de inscripción automática (auto-enrolment) con opción de salida (*opt-out*)

Todos los trabajadores serían inscritos automáticamente en un plan de pensiones ocupacional cuando comiencen un empleo, con la posibilidad de darse de baja (*opt-out*).

6.3.2. Realización de contribuciones obligatorias por parte del empleador, con aportaciones progresivas

En Suecia y Dinamarca, los empleadores contribuyen entre un 10% y 15% del salario a los planes de pensiones ocupacionales. En España, se podría introducir un esquema progresivo, comenzando con un 2-3% del salario, para aumentar gradualmente hasta el 8-10% en una década.

6.3.3. Creación de un fondo público de gestión de pensiones, como el AP7 sueco

En Suecia, los trabajadores pueden elegir entre varios fondos privados o dejar su dinero en el fondo público AP7, que tiene comisiones muy bajas y ha ofrecido rentabilidades superiores al mercado. En España, se podría diseñar un fondo de pensiones público de bajo coste, gestionado con criterios de rentabilidad y sostenibilidad, como opción por defecto para quienes no elijan un plan privado.

6.3.4. Incentivos fiscales para fomentar la participación en el Pilar 2

6.3.5. Introducción de mecanismos de préstamo de valores en los fondos de pensiones
Permitiendo mejorar la rentabilidad de los planes sin comprometer la seguridad de las inversiones.

6.4. Fomentar el crecimiento empresarial

España lleva años tratando de fomentar el crecimiento empresarial. Buena prueba de ello son la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial³⁹ o la Ley de Creación y Crecimiento Empresarial.⁴⁰ Sería necesario llevar a cabo una evaluación de estas políticas públicas y sobre la base de los resultados, adaptar las medidas en lo necesario. Además, se debe facilitar el acceso de las pymes a los mercados de capitales mediante programas de acompañamiento que incluyan asesoramiento, simplificación de requisitos regulatorios y herramientas que les permitan acceder a inversores institucionales y minoristas.

6.5. Prioridades a nivel europeo

El hecho de que España deba focalizarse en el desarrollo de sus propios mercados de capitales por medio de reformas estructurales profundas no implica que deba abandonar las reformas que se están planteando ahora en la UE y que son también claves para el desarrollo y unión de los mercados de capitales europeos. En particular, estas reformas consisten en:

- a) Reducir las disparidades nacionales en la implementación de la normativa por parte de las Autoridades Nacionales Competentes. Esto puede lograrse por medio de la creación de una ESMA que funcione como la Securities and Exchange Commission estadounidense. Pero en caso de que no hubiera suficiente apoyo para un cambio institucional de este calado, resulta fundamental reducir al máximo las diferencias en la implementación de la normativa entre jurisdicciones. Para ello, además de evaluar la viabilidad de una ESMA con mayor capacidad, se debe reforzar la coordinación entre supervisores nacionales para reducir arbitrajes regulatorios que fragmentan el mercado.

39 Boletín Oficial del Estado (BOE). (2015), *Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores*. Boletín Oficial del Estado, núm. 251. <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2015-4607>

40 Boletín Oficial del Estado (BOE). (2022), *Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas*. Boletín Oficial del Estado, núm. 234. https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2022-15818

- b) Acelerar la reforma del mercado de titulización, introduciendo incentivos prudenciales para reactivar la demanda de inversores institucionales en tramos senior de titulizaciones. Esto permitirá la liberación de espacio en los balances bancarios y facilitará hacer frente a las elevadas necesidades de financiación mencionadas en el informe Draghi. Se trata de una reforma clave, además, ante la importancia del sector bancario español en el mercado.
- c) Trabajar para reducir la fragmentación en las infraestructuras de mercado. A la luz de lo expuesto en este análisis, el esfuerzo debería centrarse sobre todo en las infraestructuras *post-trading*.

Conclusiones

El desarrollo de mercados de capitales sólidos no es solo un objetivo económico, sino una necesidad estratégica para el futuro de España y de la UE. En un mundo donde la competencia por el capital es cada vez más intensa, no podemos permitirnos seguir rezagados frente a otras economías con sistemas financieros más dinámicos y eficientes. El éxito de la integración de los mercados europeos pasa, en última instancia, por asegurar que las reformas nacionales avancen en paralelo con las iniciativas comunitarias.

Europa ha avanzado en la integración de sus mercados de capitales, pero la evidencia muestra que el problema no es solo la fragmentación, sino la falta de desarrollo a nivel nacional. En España, en particular, los mercados de capitales siguen siendo poco profundos y limitados en alcance. Para cambiar esta realidad, es imprescindible una transformación estructural que incentive el ahorro en productos de inversión, fortalezca a los inversores institucionales y facilite el acceso de las empresas –incluidas las pymes– a la financiación de mercado.

El éxito de países como Suecia, Países Bajos o Dinamarca no ha sido casualidad, sino el resultado de reformas bien diseñadas que han incentivado la inversión y fomentado la cultura financiera. España debe inspirarse en estas experiencias y adaptar su sistema para aprovechar las oportunidades que ofrece el mercado de capitales. Esto requiere voluntad política, cambios regulatorios audaces y, sobre todo, un compromiso con una visión a largo plazo.

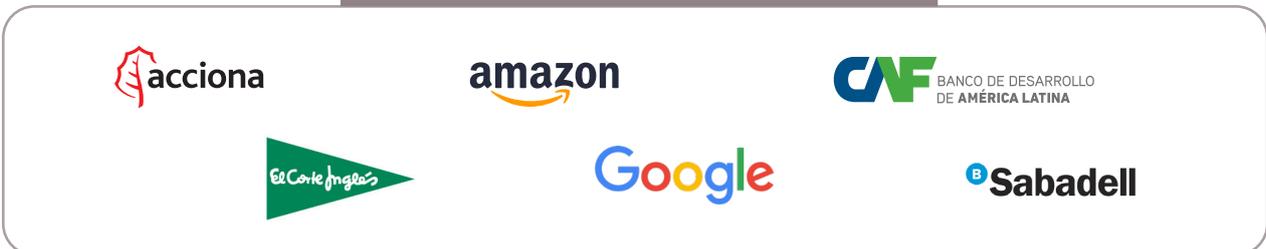
No basta con esperar a que Bruselas proponga soluciones desde arriba; el desarrollo de los mercados de capitales empieza en casa. Sin reformas nacionales profundas, España seguirá estando al margen del crecimiento y la innovación que pueden ofrecer unos mercados de capitales dinámicos. Pero si se actúa con determinación, España puede posicionarse como un actor clave en la transformación del sistema financiero europeo. Es el momento de decidir si queremos ser espectadores o protagonistas en la construcción de un mercado de capitales fuerte y competitivo.

Patronato

 GOBIERNO DE ESPAÑA	MINISTERIO DE ASUNTOS EXTERIORES UNIÓN EUROPEA Y COOPERACIÓN	 GOBIERNO DE ESPAÑA	MINISTERIO DE DEFENSA
 GOBIERNO DE ESPAÑA	MINISTERIO DE CULTURA	 GOBIERNO DE ESPAÑA	MINISTERIO DE ECONOMÍA, COMERCIO Y EMPRESA



Socios protectores



Socios colaboradores





Príncipe de Vergara, 51
28006 Madrid (Spain)
www.realinstitutoelcano.org

