Machine Translated by Google

Serie de Mercados de Capitales de la OCDE

Estudio de la OCDE sobre el mercado de capitales de España 2024

MERCADOS DE CAPITAL PARA UN MERCADO VIBRANTE Y SOSTENIBLE ECONOMÍA Y SECTOR EMPRESARIAL ESPAÑOL

Funded by the European Union

OECD

Machine Translated by Google

Machine Translated by Google

Serie de Mercados de Capitales de la OCDE

Estudio de la OCDE sobre los mercados de capitales de España 2024

MERCADOS DE CAPITAL PARA UN VIBRANTE Y UNA ECONOMÍA ESPAÑOLA SOSTENIBLE Y SECTOR CORPORATIVO

OECD
BETTER POLICIES FOR BETTER LIVES

Machine Translated by Google

Este trabajo se publica bajo la responsabilidad del Secretario General de la OCDE. Las opiniones y los argumentos aquí expresados no reflejan necesariamente la postura oficial de los países miembros de la OCDE.

Este documento se elaboró con la ayuda financiera de la Unión Europea. Las opiniones expresadas en él no reflejan en ningún caso la opinión oficial de la Unión Europea.

Este documento, así como cualquier dato y mapa incluidos en él, se entienden sin perjuicio respecto al estatus o la soberanía de cualquier territorio, ni respecto a la delimitación de fronteras y límites internacionales, ni respecto al nombre de cualquier territorio, ciudad o área.

Los datos estadísticos de Israel son proporcionados por las autoridades israelíes competentes y bajo su responsabilidad. El uso de dichos datos por parte de la OCDE se entiende sin perjuicio de la situación de los Altos del Golán, Jerusalén Oriental y los asentamientos israelíes en... Cisjordania en los términos del derecho internacional.

Nota de la República de Turquía. La
información contenida en este documento, referente a «Chipre», se refiere a la zona sur de la isla. No existe una única autoridad que represente tanto a los turcochipriotas como a los grecochipriotas en la isla. Turquía reconoce a la República Turca del Norte de Chipre (RTNC). Hasta que se encuentre una solución duradera y equitativa en el marco de las Naciones Unidas, Turquía mantendrá su postura respecto a la «cuestión de Chipre».

Nota de todos los Estados miembros de la OCDE y de la Unión Europea: La República de Chipre está
reconocida por todos los miembros de las Naciones Unidas, con excepción de Turquía. La información contenida en este documento se refiere a la zona bajo el control efectivo del Gobierno de la República de Chipre.

Por favor, cite esta publicación como: OCDE
(2024), Estudio del Mercado de Capitales de España 2024 de la OCDE: Mercados de capitales para una economía y un sector corporativo españoles dinámicos y sostenibles, OECD Capital Market Series, OECD Publishing, París, https://doi.org/10.1787/478ec2f5-es.

ISBN 978-92-64-77318-9 (versión impresa)
ISBN 978-92-64-91452-0 (PDF)
ISBN 978-92-64-32798-6 (HTML)
ISBN 978-92-64-47993-7 (epub)

Serie de Mercados de Capitales de la OCDE
ISSN 3006-5801 (en línea)

Créditos de las fotografías: Portada © RM Nunes/Getty Images.

Las correcciones a las publicaciones de la OCDE se pueden encontrar en: https://www.oecd.org/en/publications/support/corrigenda.html.

© OCDE 2024

Atribución 4.0 Internacional (CC BY 4.0)
Esta obra está disponible bajo la licencia Creative Commons Atribución 4.0 Internacional. Al utilizarla, acepta los términos de esta licencia (https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/).
Atribución : debes citar el trabajo.
Traducciones – se debe citar la obra original, identificar los cambios al original y agregar el siguiente texto: En caso de cualquier discrepancia entre la obra original y la traducción, sólo se considerará válido el texto de la obra original.
Adaptaciones : debe citar la obra original y añadir el siguiente texto: Esta es una adaptación de una obra original de la OCDE. Las opiniones expresadas y los argumentos empleados en esta adaptación no deben interpretarse como representativos de las opiniones oficiales de la OCDE ni de sus países miembros.
Material de terceros : la licencia no se aplica al material de terceros incluido en la obra. Si utiliza dicho material, usted es responsable de obtener el permiso del tercero y de cualquier reclamación por infracción.
No debe utilizar el logotipo, la identidad visual o la imagen de portada de la OCDE sin permiso expreso o sugerir que la OCDE avala su uso de la obra.
Cualquier controversia derivada de esta licencia se resolverá mediante arbitraje de conformidad con el Reglamento de Arbitraje de la Corte Permanente de Arbitraje (CPA) de 2012. La sede del arbitraje será París (Francia). El número de árbitros será uno.

Machine Translated by Google

Prefacio

Este Estudio del Mercado de Capitales ofrece un amplio análisis de los mercados de capitales españoles y formula recomendaciones de política para mejorar su funcionamiento en seis áreas diferentes. Se basa en un profundo análisis empírico con datos originales, así como en una encuesta única a empresas españolas, tanto cotizadas como no cotizadas, realizada por la OCDE para este proyecto. Las recomendaciones de política han sido elaboradas por la OCDE en consulta con una amplia gama de actores del mercado, incluyendo autoridades gubernamentales españolas, organizaciones empresariales e industriales, proveedores de infraestructura de mercado, intermediarios, asesores legales y financieros, y empresas no financieras.

El informe es el resultado de una solicitud de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), apoyada por el Gobierno español, tras la cual la Comisión Europea encargó a la OCDE la elaboración de un análisis exhaustivo de los mercados de capitales españoles.

Este informe forma parte de la Serie de Mercados de Capital de la OCDE, que orienta los debates sobre políticas acerca de cómo los mercados de capital pueden cumplir su importante función de canalizar los recursos financieros de los hogares hacia inversiones productivas en la economía real.

Se estructura de la siguiente manera: el Capítulo 1 ofrece una evaluación de seis áreas diferentes del mercado de capitales y recomendaciones de políticas asociadas; el Capítulo 2 contiene una visión general de la economía y el sector corporativo español; el Capítulo 3 presenta los resultados de la encuesta de la OCDE a las empresas españolas; los Capítulos 4-6 ofrecemos un mapeo empírico completo de los mercados de capitales españoles, incluyendo acciones públicas (Capítulo 4), bonos corporativos incluyendo bonos sostenibles (Capítulo 5) y capital privado (Capítulo 6).

En el Anexo se proporciona una descripción detallada de las fuentes de datos y la metodología de recopilación y análisis de datos. Por las aportaciones cualitativas, la Secretaría de la OCDE agradece la contribución de las organizaciones y personas que han dedicado su tiempo a las consultas para la preparación de este informe.

El informe fue elaborado por un equipo compuesto por Blanca Gené Orriols y Carl Magnus Magnusson, bajo la dirección de Serdar Çelik, Jefe de la División de Mercados de Capitales e Instituciones Financieras, y Alejandra Medina, Jefa del Equipo de Economía Financiera, de la Dirección de Asuntos Financieros y Empresariales de la OCDE. Los autores agradecen a Laura Torelli su apoyo en la investigación durante sus prácticas en la OCDE. El informe está financiado por la Unión Europea a través del Instrumento de Apoyo Técnico, administrado por la Dirección General de Apoyo a las Reformas Estructurales de la Comisión Europea.

Machine Translated by Google

Tabla de contenido

Prefacio 3

Siglas y abreviaturas 9

Resumen ejecutivo 12

1 Evaluación y recomendaciones 1.1. Introducción: el 15
vínculo entre los mercados de capitales y el crecimiento económico 1.2. Hoja de ruta de 16
recomendaciones 1.3. Fomento de las 19
condiciones para la cotización y la negociación en bolsa 1.4. Creación de 21
condiciones para que las pymes utilicen los mercados de capitales 1.5. 31
Incremento del papel de los inversores institucionales 1.6. 37
Fomento del ahorro de los hogares y la participación en los mercados de capitales 49
1.7. Incentivo del uso de títulos de deuda 1.8. 57
Optimización del uso de instrumentos de financiación sostenible Referencias 63
Notas 68
75

2 El sector empresarial español 2.1. Panorama 77
económico 2.2. Demografía empresarial 78
2.3. Categorías de empresas en 86
España 2.4. Rendimiento y rentabilidad de 89
las empresas no financieras 2.5. Niveles de apalancamiento. Referencias 92
95
98

3 Encuesta sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas 101
3.1. Introducción 102
3.2. Alcance y metodología 3.3. El 102
universo de empresas participantes en la encuesta 3.4. Fuentes de 102
financiación de las empresas 3.5. Empresas 104
cotizadas 3.6. Empresas no 107
cotizadas 3.7. Entorno de 110
cotización en bolsa 3.8. Valores de deuda 3.9. 112
Fuentes de financiación 113
alternativas 3.10. Instrumentos financieros 116
sostenibles 117

Machine Translated by Google

4 El mercado público de valores español 121
4.1. Introducción 122
4.2. Evolución del mercado de valores 122
4.3. Infraestructura del mercado de valores 123
4.4. Segmentos del mercado regulado en la bolsa 4.5. Panorama del 125
sector empresarial cotizado 4.6. Tendencias en las 129
ofertas públicas iniciales 4.7. Tendencias en 131
las ofertas públicas secundarias 4.8. Tendencias en 134
la actividad del mercado secundario de valores 4.9. 136
Inversores y estructura accionarial de las empresas cotizadas españolas 4.10. 137
Fiscalidad de empresas e inversores. Referencias 141
143
Notas 145

5 El mercado de bonos corporativos español 147
5.1. Introducción 148
5.2. Tendencias en los mercados de bonos 148
corporativos 5.3. Inversores en bonos corporativos no 151
financieros 5.4. Segmentos de mercado para la cotización de bonos 152
corporativos en España 5.5. Bonos sostenibles 157
5.6 Tributación de los bonos corporativos 161
Referencias 162
Notas 165

6 El mercado de capitales privado español 167
6.1. Introducción 168
6.2. Etapas del proceso de inversión en capital privado 6.3. 168
Panorama de la actividad del capital privado en España 6.4. 168
Tendencias en captación de fondos, inversión y desinversión 169
Referencias 174
Notas 174

Anexo A. Metodología para la recolección y clasificación de datos 175

FIGURAS

Figura 1.1. Composición del sector del índice bursátil de referencia y crecimiento económico 17
Figura 1.2. Actividad del mercado de capitales español en relación con las cifras agregadas 18
de la UE Figura 1.3. Cotizaciones netas y capital 22
captado Figura 1.4. Estructura de financiación de las empresas no 23
financieras Figura 1.5. Tamaño y rentabilidad, empresas españolas cotizadas y no cotizadas, 24
2022 Figura 1.6. Niveles y requisitos de capital flotante por país/bolsa Figura 1.7. 26
Participación de España en el MSCI Europe frente a la capitalización bursátil y el PIB de los países integrantes Figura 1.8. 27
Negociación de acciones en España a lo largo del 28
tiempo Figura 1.9. Percepciones de las empresas sobre el acceso a 31
la financiación Figura 1.10. Uso de instrumentos financieros por parte de las pequeñas y microempresas 32
en España Figura 1.11. Empresas cotizadas en BME Growth y otros mercados de crecimiento europeos, finales de 33
2023 Figura 1.12. OPV en BME Growth, 2010-23 34
Figura 1.13. Emisión de bonos en el MARF 35
Figura 1.14. Participación de los inversores institucionales en la propiedad de acciones 38
nacionales, 2023. Figura 1.15. Activos de los inversores institucionales como 38
porcentaje del PIB, 2023. Figura 1.16. Derechos a pensiones de los hogares, finales de 2021. 39

Machine Translated by Google

Figura 1.17. Planes de pensiones ocupacionales e individuales en España 40
Figura 1.18. Asignación de activos de los fondos de pensiones ocupacionales, 41
4T-2023 Figura 1.19. Tamaño de las 42
compañías de seguros Figura 1.20. Asignación de activos de las 43
compañías de seguros, 4T-2023 Figura 1.21. Tenencias, asignación de activos y 44
estrategias de los fondos de inversión Figura 1.22. Evolución 45
de los fondos de inversión a lo largo del tiempo Figura 1.23. 46
Número total de ETF por país de cotización Figura 1.24. Ahorro y 49
renta disponible de los hogares Figura 1.25. Riqueza de los 50
hogares y deuda hipotecaria Figura 1.26. Activos 51
financieros de los hogares Figura 1.27. Vehículos 51
de ahorro por grupo de edad Figura 1.28. Indicadores 54
de alfabetización financiera de adultos Figura 1.29. 54
Indicadores de alfabetización financiera de estudiantes Figura 1.30. Participación de las 57
empresas no financieras en la emisión total de bonos corporativos Figura 1.31. Uso de 58
títulos de deuda y préstamos bancarios por parte de las empresas no financieras Figura 1.32. Características de los 59
emisores/emisiones en el mercado español de bonos corporativos no financieros 60
Figura 1.33. Emisiones calificadas y no calificadas, bonos corporativos no financieros 61
Figura 1.34. Número de agencias de calificación crediticia registradas a 62
nivel nacional, 2023 Figura 1.35. Propiedad de bonos corporativos no financieros, 64
2023 Figura 1.36. Opiniones de las empresas sobre el impacto de los riesgos del cambio 65
climático Figura 1.37. Inversiones y acciones emprendidas para reducir las emisiones de GEI Figura 1.38. 65
Composición de los fondos obtenidos a través de bonos corporativos sostenibles, 66
total 2013-23 Figura 1.39. Activos bajo gestión de fondos con etiqueta de 79
sostenibilidad Figura 2.1. Crecimiento del PIB 80
en España y países europeos seleccionados Figura 2.2. Inflación y desempleo Figura 2.3. 81
Contribución al crecimiento del PIB y composición de la cuenta corriente en España 82
Figura 2.4. Tendencias de la inversión en España y 83
países europeos seleccionados Figura 2.5. Productividad laboral y participación salarial Figura 84
2.6. Tendencias de los préstamos del sector bancario en España y 85
países europeos seleccionados. Figura 2.7. Saldo fiscal y deuda 87
pública bruta de España. Figura 2.8. Distribución del 87
empleo por tamaño de empresa, 2022. Figura 2.9. Productividad laboral por tamaño de empresa, 88
2020. Figura 2.10. Distribución del empleo en España por tamaño de empresa y sector, 89
2022. Figura 2.11. Productividad laboral por tamaño de empresa para sectores seleccionados, 2020. 92
Figura 2.12. Contribución de las categorías de empresas a las ventas y al empleo en España, 2022. Figura 2.13. Crecimiento del número y tamaño de las empr 93
Figura 2.14. Rentabilidad y ventas de las empresas no financieras españolas. Figura 93
2.15. ROE mediano y proporción de empresas con pérdidas por categoría en España. Figura 2.16. Proporción 94
de empresas con pérdidas por sector en España. Figura 2.17. Rentabilidad de las 94
empresas no financieras en España y en países europeos seleccionados. Figura 2.18. Apalancamiento de las empresas 95
no financieras españolas. Figura 2.19. Niveles de deuda y capitalización de 95
las empresas no financieras en España y en países europeos seleccionados.
96
Figura 2.20. Niveles agregados de apalancamiento por categorías de empresas en 97
España Figura 2.21. Proporción de empresas con alta ratio de deuda 98
a EBITDA Figura 3.1. Distribución de las empresas encuestadas 103
por tamaño Figura 3.2. Distribución por industria, empresas 103
encuestadas Figura 3.3. Situación de cotización, empresas 104
encuestadas Figura 3.4. Mayor accionista, empresas encuestadas 104
Figura 3.5. Fuentes de financiación por importancia 105
Figura 3.6. Financiación 105
bancaria Figura 3.7. Perspectivas de inversión para los próximos tres años e impacto de las fuentes de 106
financiación Figura 3.8. Importancia e impacto de las diferentes fuentes de financiación, por inversión 106
planificada Figura 3.9. Razones para seguir cotizando 107
Figura 3.10. Principales retos para las empresas cotizadas en el mercado español 108
Figura 3.11. Razones para cotizar la empresa en el mercado español Figura 108
3.12. OPAs por empresas cotizadas 109
Figura 3.13. Perspectivas y razones para emitir nuevo capital en el próximo año Figura 109
3.14. Perspectivas y motivos para pasar de BME Growth al mercado principal. Figura 3.15. 110
Perspectivas y motivos para las empresas que consideran salir a bolsa en los próximos 3 años. 111

Machine Translated by Google

Figura 3.16. Razones para permanecer privado 111
Figura 3.17. Agentes del mercado que se acercan a las empresas para proporcionar 112
información Figura 3.18. Factores para un entorno de cotización 113
exitoso Figura 3.19. Mejoras percibidas en la bolsa española durante los últimos tres años Figura 3.20. Emisión 113
pasada de valores de deuda Figura 3.21. 114
Empresas con calificación crediticia válida Figura 3.22. 114
Razones para emitir valores de deuda Figura 3.23. 115
Razones para no emitir valores de deuda Figura 3.24. 115
Empresas que han sido contactadas por una firma de PE o VC en los últimos tres años Figura 3.25. Razones 116
para aceptar o rechazar la inversión de VC/PE Figura 3.26. Percepciones de 116
fuentes de financiación alternativas y tradicionales Figura 3.27. Objetivos ESG 117
corporativos Figura 3.28. Divulgación de 117
prácticas relacionadas con ESG Figura 3.29. Empresas 118
que han utilizado o planean utilizar instrumentos financieros sostenibles Figura 3.30. Razones para utilizar 118
instrumentos financieros sostenibles Figura 3.31. Razones para no usar 119
instrumentos financieros sostenibles Figura 4.1. El mercado de valores de 119
BME Figura 4.2. Composición sectorial de las 124
empresas cotizadas españolas, finales de 2023 Figura 4.3. Composición de las 130
sociedades cotizadas, finales de 2023 Figura 4.4. Empresas de 130
nueva cotización y excluidas de cotización Figura 4.5. 131
Ofertas públicas iniciales de empresas españolas, 2000-23 Figura 4.6. Ofertas 131
públicas iniciales, total 2000-23 Figura 4.7. Distribución 132
sectorial de las OPV por ingresos totales, 2000-23 Figura 4.8. Distribución 133
sectorial de las OPV por ingresos totales, empresas de la UE y españolas, 2000-23 Figura 4.9. Ofertas públicas 134
secundarias de empresas españolas, 2000-23 Figura 4.10. Ofertas públicas 134
secundarias, total 2000-23 Figura 4.11. Distribución sectorial de 135
las OPA por ingresos totales, 2000-23 Figura 4.12. Número de OPV y SPO, 135
2000-23. Figura 4.13. Ratio de rotación del mercado en las 136
bolsas de BME, 2008-23. Figura 4.14. Panorama de la propiedad a nivel 137
nacional, a finales de 2023. Figura 4.15. Concentración de la propiedad, a 137
finales de 2023. Figura 4.16. Propiedad de inversores 138
institucionales en España, a finales de 2023. Figura 4.17. Propiedad de 139
inversores institucionales en pequeñas y grandes empresas cotizadas. Figura 4.18. Participación 139
de inversores extranjeros en el mercado público de valores español, 2017-23. Figura 4.19. Composición 140
de los activos financieros de los hogares. Figura 4.20. Participación 141
de los hogares en los mercados de valores de BME. Figura 5.1. Saldos en circulación 141
de bonos corporativos no financieros. Figura 5.2. Emisiones de bonos 148
corporativos no financieros. Figura 5.3. Bonos corporativos 149
emitidos por empresas no financieras en España y países europeos seleccionados. 150
Figura 5.4. Características de los bonos corporativos según ingresos totales, 2019-23 151
Figura 5.5. Propiedad de bonos corporativos no financieros en circulación, 4T-2023 Figura 152
5.6. Emisión de bonos corporativos e importes en circulación en el mercado español, 2019-23 Figura 5.7. 156
Distribución por industria de bonos corporativos no financieros, finales de 2023 Figura 156
5.8. Emisión de bonos corporativos sostenibles en España y países europeos seleccionados Figura 5.9. 157
Ingresos de bonos corporativos sostenibles en los distintos países, 2013-23 Figura 5.10. 158
Emisión de bonos corporativos sostenibles por tipo, 2013-23 Figura 5.11. 158
Composición de la industria de la emisión de bonos corporativos sostenibles, 2013-23 Figura 5.12. 159
Importes de emisión de préstamos verdes en España y países europeos seleccionados Figura 6.1. 160
Actividad de capital privado en España y países europeos seleccionados Figura 6.2. 169
Actividad de capital privado en España y países europeos seleccionados, % del PIB, 2019-23 Figura 6.3. Captación 170
de fondos de capital privado según el origen de los inversores en España y países europeos seleccionados, 2019-23. 170
Figura 6.4. Captación de fondos de capital privado por tipo de 171
inversor, 2019-23. Figura 6.5. Inversión de capital privado en España y países 172
europeos seleccionados. Figura 6.6. Inversión de capital privado por sector en España y países europeos 172
seleccionados, 2019-23. Figura 6.7. Volumen de desinversión de 173
capital privado en Europa y España. Figura 6.8. Desinversión de capital privado según formas de salida en España y países europeos seleccionados, 2019-23. 173

Machine Translated by Google

MESAS

Tabla 1.1. Resumen de recomendaciones por área de política. Tabla 19
2.1. Indicadores económicos clave para España. Tabla 78
2.2. Distribución de empresas por tamaño. Tabla 2.3. 86
Comparación del conjunto de datos de Finanzas Corporativas de OCDE-ORBIS y el universo de Eurostat en 2022. Tabla 2.4. 90
Categorías de empresas del sector empresarial no financiero en España. Tabla 4.1. Fechas 91
clave y novedades de la Bolsa española. Tabla 4.2. Requisitos y tasas de admisión y 122
postcotización en el mercado principal de BME. Tabla 4.3. Requisitos y tasas de admisión/ 125
postcotización en el Mercado de Crecimiento de BME. Tabla 4.4. Requisitos de admisión para las 127
empresas de mayor tamaño de BME. Tabla 4.5. Requisitos y 128
tasas de admisión/postcotización en Latibex. Tabla 4.6. Requisitos y tasas de 128
admisión/postcotización en la Bolsa de Valores de Cartera. Tabla 4.7. Número de empresas cotizadas 128
en BME, a finales de 2023. Tabla 4.8. Las 20 principales OPV españolas 129
(2000-2024). 132
Tabla 5.1. Requisitos y tasas de admisión y post-listado de la AIAF Tabla 5.2. 153
Tasas de la AIAF 154
Tabla 5.3. Requisitos y tarifas de admisión y post-listado del MARF 155

Tabla A A.1. Clasificación industrial de ORBIS Tabla 176
A A.2. Clasificación industrial de ofertas públicas 178

Machine Translated by Google

Siglas y abreviaturas

Fuerza Aérea India	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (mercado de renta fija)
AUM	activos bajo gestión
EJE	Filial de capital riesgo del Instituto de Crédito Oficial
BBVA	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
BdE	Banco de España (Banco de España)
BME	Bolsas y Mercados Españoles
Crecimiento de BME	Bolsa española para pequeñas y medianas entidades
BREEAM	Metodología de evaluación ambiental del Building Research Establishment
GATOS	Sistema de comercio asistido por computadora de Toronto
Director ejecutivo	director ejecutivo
CEOE	Confederación Española de Organizaciones Empresariales (Confederación Española de Organizaciones Empresariales)
CEPYME	Confederación Española de la Pequeña y Mediana Empresa (Confederación Española de la Pequeña y Mediana Empresa)
director de Finanzas	director financiero
CIALP	Cuenta Individual de Ahorro a Largo Plazo
CEI	planes de inversión colectiva
Unión de los mercados de capitales	Unión de los Mercados de Capitales
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSD	depósito central de valores
CTP	proveedor de cintas consolidadas
DEBRA	asignación por reducción del sesgo de deuda-capital
Reforma de la Dirección General	Dirección General de Apoyo a las Reformas Estructurales de la Comisión Europea
DLT	tecnologías de contabilidad distribuida
EBITDA	ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización
CE	Comisión Europea
BCE	Banco Central Europeo
ECR	entidades de capital riesgo
EEE	Espacio Económico Europeo
EFRAG	Grupo asesor europeo de información financiera
BEI	Banco Europeo de Inversiones
Fondo de inversión de capital de riesgo	Fondo Europeo de Inversiones a Largo Plazo
ESA	Sistema Europeo de Cuentas
ESG	ambiental, social y de gobernanza
AEVM	Autoridad Europea de Valores y Mercados
ESRS	Normas de la UE sobre informes de sostenibilidad
ETF	fondo cotizado en bolsa
UE	unión Europea
EUGBS	Estándar europeo de bonos verdes
FCA	Autoridad de Conducta Financiera
FIBEN	Fichero bancario de empresas
Autoridad de Mercados Finanzas Financieros	Autoridad de Supervisión del Mercado Financiero Suizo
ITF	impuesto sobre las transacciones financieras
PCGA	principios de contabilidad generalmente aceptados

Machine Translated by Google

PIB	producto interno bruto
GEI	gas de efecto invernadero
[illegible]	Estándares de clasificación industrial global
GRI	iniciativa general de presentación de informes
IBERCLEAR	Depositario central de valores español
IBEX 35	índice bursátil de referencia de la Bolsa de Madrid
[illegible]	Clasificación industrial de referencia
ICMA	Asociación Internacional del Mercado de Capitales
ICO	Instituto de Crédito Oficial
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
Yo soy	grado de inversión
IIC	instituciones de inversión colectiva
FMI	Fondo Monetario Internacional
[illegible]	Instituto Nacional de Estadística (oficina estadística española)
INFE	Red Internacional de Educación Financiera
OPI	oferta pública inicial
IRNR	Impuesto sobre la Renta de No Residentes (impuesto sobre la renta a no residentes)
IRPF	Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas
ISA	cuenta de ahorros individual
CIIU	Clasificación industrial internacional uniforme de todas las actividades económicas
ISIN	Número de Identificación Internacional de Valores
[illegible]	Servicios para accionistas institucionales
LATIBEX	Mercado de Valores Latinoamericano en Euros
LMVSI	Ley 6/2023 de Mercados de Valores y Servicios de Inversión
MAMÁ	fusiones y adquisiciones
MAB	Mercado Alternativo Bursátil (mercado de valores alternativo)
MARF	Mercado español de renta fija alternativa para entidades de tamaño mediano
MEFF	Bolsa de derivados de BME
IMF	institución financiera monetaria
MiFID II	Directiva sobre mercados de instrumentos financieros II
MiFIR	Regulación de los mercados de instrumentos financieros
MMF	fondo del mercado monetario
MTF	mecanismo multilateral de comercio
NPLs	préstamos morosos
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
PALPO	Plan de Ahorro a Largo Plaza
[illegible]	capital privado
GUISANTE	Plan d'épargne en action (plan de ahorro de acciones francés)
PIAS	Plan Individual de Ahorro Sistemático
PPAs	Planes de Previsión Asegurados
PPP	paridad de poder adquisitivo
PPS	estándar de poder adquisitivo
PwC	PricewaterhouseCoopers
I+D	investigación y desarrollo
REIT	fideicomiso de inversión inmobiliaria
RENADE	registro nacional de derechos de emisión de gases de efecto invernadero
ROA	rendimiento de los activos
HUEVA	rentabilidad del capital
PVP	Plan de Recuperación y Resiliencia
SENAF	sistema electrónico para el comercio de activos financieros
SIALP	Seguro Individual de Ahorro a Largo Plazo

Machine Translated by Google

SIBE	Sistema de negociación en la bolsa española
SICAV	sociedad de inversión de capital variable
SIL	sociedades de inversión libre
PYME	pequeñas y medianas empresas
SPO	oferta pública secundaria (oferta de seguimiento)
T2S	TARGET2-Valores
OICVM	Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios
EE.UU.	Estados Unidos
VC	capital de riesgo

Machine Translated by Google

Resumen ejecutivo

La crisis financiera de 2008 y la posterior crisis del euro tuvieron un impacto negativo significativo y duradero en la economía y los mercados de capitales españoles. Ambas han experimentado una recuperación parcial (aunque temporalmente detenida por la recesión provocada por la COVID-19), pero ha sido un proceso prolongado. Parte de la razón es la escasez de tamaño y profundidad del mercado de capitales español. La excesiva dependencia de la financiación bancaria y la falta de diversidad en las opciones de financiación contribuyeron a prolongar las crisis y restringir el acceso de las empresas al capital necesario para una recuperación rápida y sostenida. También limitan las perspectivas de crecimiento a largo plazo de la economía española.
Una clara mayoría de las pequeñas y medianas empresas (pymes) españolas consideran que el acceso a la financiación es una barrera para la inversión.

El desarrollo del mercado de capitales ha sido un tema clave en el debate a nivel de la UE en los últimos años. El avance del mercado de capitales español no solo constituye una parte importante de ese proyecto europeo más amplio, sino que también será crucial para que España pueda aprovechar plenamente los beneficios de unos mercados de capitales europeos más amplios e integrados. Por lo tanto, España debería aprovechar el impulso actual para implementar reformas políticas que contribuyan a ampliar el uso de los mercados de capitales en beneficio de las empresas, los hogares y los inversores nacionales.

Este informe analiza en detalle el panorama del mercado de capitales español. A partir de un mapeo empírico, junto con una encuesta única de la OCDE a empresas españolas realizada específicamente para este estudio, así como entrevistas en profundidad con diversos actores del mercado, formula recomendaciones de política para mejorar el funcionamiento de los mercados de capitales españoles y, por consiguiente, el dinamismo de la economía española.

Recomendaciones clave

El informe ofrece una evaluación holística de los mercados de capitales españoles y, por lo tanto, contiene numerosas recomendaciones de política. Es importante destacar que estas forman un todo coherente y que una implementación fragmentada tendrá un impacto mucho menor que un enfoque coordinado a nivel de todo el gobierno.
Sin embargo, puede haber diferencias significativas en el tiempo y el esfuerzo necesarios para implementar las distintas recomendaciones. Para ayudar a enfocar y priorizar las iniciativas de reforma, se identifican a continuación cinco recomendaciones clave en función de su impacto previsto y su alcance. Las demás recomendaciones se describen en la hoja de ruta de la sección 1.2 y se detallan en cada subsección del capítulo 1.

Cree una cuenta de ahorros de inversión individual dedicada

El aumento de la participación minorista en los mercados de capitales contribuye a tres objetivos clave: proporciona a los hogares una vía para participar en la creación de riqueza corporativa; facilita el acceso de las empresas a la financiación, especialmente para las pequeñas empresas; y contribuye a mejorar la liquidez del mercado secundario. El análisis empírico ilustra la relevancia de estos tres aspectos en España. Los activos de los hogares están fuertemente concentrados en el sector inmobiliario y su patrimonio financiero es menor que en países similares. Las empresas españolas consideran el acceso a la financiación una barrera importante para la inversión, y la brecha entre grandes y pequeñas empresas es mayor que en países comparables. La liquidez ha disminuido con el tiempo, incluso considerando la fragmentación de la negociación entre plataformas. Una mayor participación de los hogares en los mercados de capitales puede contribuir a mejoras en todas estas áreas. Siguiendo los ejemplos de éxito en otros países europeos, una recomendación clave es la creación de una cuenta de ahorro individual dedicada a la inversión. Esta cuenta debería brindar a los ahorradores la flexibilidad para decidir sobre su propia asignación de activos y beneficiarse de una tributación simplificada de las ganancias de capital. Podrían aplicarse incentivos fiscales si se considera oportuno.

Machine Translated by Google

Aumentar el tamaño del sector de los fondos de pensiones ocupacionales incentivando el ahorro previsional

El sector español de inversores institucionales en general, y el de fondos de pensiones de empleo en particular, está infradimensionado. Los fondos de pensiones son inversores clave en los principales mercados de capitales, por lo que, además de complementar el sistema de financiación pública del Pilar I, del que España depende en gran medida actualmente, aumentar el tamaño de este sector tendría importantes efectos positivos en el desarrollo del mercado de capitales. Es fundamental que España continúe con los esfuerzos actuales para promover los fondos de pensiones de empleo y crear un entorno político que facilite y fomente la participación de estos fondos en los mercados de capitales, incluidos los de renta variable.

Eliminar la posibilidad de retiros anticipados de los fondos de pensiones (excepto las aportaciones realizadas cuando esta opción estaba prevista en la ley)

Dadas sus estructuras de pasivo, los fondos de pensiones son especialmente adecuados para la inversión a largo plazo. Esto depende de un grado relativamente alto de certeza con respecto a las futuras salidas de fondos. La legislación introducida en España en 2015, por la que los hogares pueden retirar incondicionalmente sus ahorros para la pensión a partir de los 10 años... Tras la aportación, esta previsión se ve limitada significativamente y, por lo tanto, la capacidad de los fondos de pensiones para contribuir a las necesidades de inversión a largo plazo. Una cuenta de pensiones no debería cubrir las necesidades de liquidez antes de la jubilación; esta función debería ser asumida por una cuenta de ahorro individual como la recomendada en este informe. Por lo tanto, debería eliminarse la posibilidad de retiros anticipados. Las aportaciones realizadas bajo el supuesto de la disponibilidad de retiros anticipados (es decir, desde 2015 hasta la modificación de la ley) deberían conservar esta posibilidad.

Introducir una desgravación fiscal para el capital social

El sistema tributario español, al igual que muchos otros a nivel mundial, privilegia actualmente la deuda frente al capital, ya que los pagos de intereses sobre la deuda son deducibles de impuestos, mientras que la financiación mediante capital no ofrece un beneficio equivalente. Su estructura perpetua hace que el capital sea ideal para financiar proyectos a largo plazo, de alto riesgo y que mejoren la productividad. Desempeña un papel fundamental para impulsar una economía dinámica y un sistema financiero resiliente. Por lo tanto, el actual sesgo hacia la deuda puede ser perjudicial para el desarrollo económico en general. España debería considerar eliminar este sesgo mediante la introducción de una deducción por capital social, similar a la propuesta DEBRA de la UE.

Establecer una cooperación público-privada para promover el uso de la financiación basada en el mercado entre las PYME

Concienciar a las pequeñas empresas sobre la disponibilidad de financiación de mercado es fundamental para crear un ecosistema con diversas fuentes de financiación y una transición natural entre los distintos tipos de financiación, tanto privada (capital riesgo y capital privado/crédito) como pública (mercados de crecimiento y mercados regulados). Una colaboración público-privada, que incluya, por ejemplo, a la Cámara de Comercio, las bolsas españolas y las asociaciones de capital privado, coordinada por el Ministerio de Economía y/o la CNMV, sería clave en este sentido. Podría incluir seminarios educativos y servir para mantener a las empresas informadas sobre novedades relevantes, como la posibilidad de divulgar información voluntariamente a través del próximo Punto Único de Acceso Europeo.

Hallazgos empíricos

Mercados de renta variable públicos. Desde el año 2000, el principal mercado de valores español ha registrado casi el doble de bajas que de nuevas salidas a bolsa. Tanto la captación de capital como la liquidez del mercado secundario han disminuido considerablemente. Solo el 17 % de la financiación de las empresas no financieras españolas a través de acciones corresponde a acciones cotizadas, 11 puntos porcentuales menos que el total de la zona euro. Además, las empresas cotizadas tienen un capital flotante bajo.

Machine Translated by Google

Las ratios (acciones disponibles para negociación) en comparación con muchos mercados similares hacen que España esté infraponderada en los índices internacionales. La participación de España en la capitalización bursátil total de la UE es un 23 % inferior a lo que sugeriría su cuota de PIB. En la encuesta de la OCDE a empresas españolas, no más del 6 % de los encuestados planeaba salir a bolsa en los próximos tres años. Las razones más citadas para permanecer privadas fueron la reticencia a compartir el control con terceros y la percepción de tamaño insuficiente. En el caso de las empresas cotizadas, el bajo nivel de liquidez en el mercado secundario se identificó como el principal reto, seguido de los costes de cumplimiento normativo, la volatilidad del precio de las acciones y los requisitos de transparencia y divulgación.

Uso de los mercados de capitales por parte de las empresas más pequeñas. El 99 % de las empresas españolas son pequeñas o medianas. Representan más de dos tercios de la plantilla y casi tres quintos del valor añadido total de la economía. Sin embargo, sus niveles de productividad son bajos en comparación con el mercado internacional y una parte significativa se enfrenta a restricciones de financiación que les impiden realizar las inversiones necesarias para crecer. Si bien el segmento de las pymes del principal mercado de valores español ha sido más dinámico que el mercado principal, con más del triple de nuevas salidas a bolsa que de salidas desde la crisis financiera de 2008, muchas empresas aún se consideran demasiado pequeñas para utilizar los mercados de capitales y, por lo tanto, siguen dependiendo en gran medida de la financiación bancaria.

Inversores institucionales. El sector nacional de inversores institucionales (fondos de pensiones, aseguradoras y fondos de inversión) en España está infradimensionado y se caracteriza por una escasa inversión en valores corporativos (tanto de deuda como de renta variable). El sector de pensiones de empleo representa tan solo el 2,5% del PIB.
El crecimiento se ha estancado en los últimos años. De igual forma, los activos del sector asegurador representan una proporción mucho menor de la economía que en países similares. El crecimiento de los fondos de inversión también ha sido bajo en un contexto global, en parte impulsado por un entorno regulatorio desfavorable. Además, las asignaciones de cartera de los inversores institucionales son generalmente muy conservadoras y poco propicias para un mayor uso de los mercados de capitales, en particular de la renta variable, por parte de las empresas españolas. Solo una cuarta parte de las acciones españolas que cotizan en bolsa está en manos de inversores institucionales, de los cuales el 95% corresponde a entidades extranjeras. Esto es particularmente visible entre las empresas más pequeñas, cuyo capital está en manos de inversores institucionales solo el 7%. Como porcentaje del PIB, las tenencias de renta variable y deuda corporativa de las tres categorías de inversores institucionales están significativamente por debajo de la media de los países similares. El tamaño limitado y la actividad limitada en el mercado de capitales por parte de estos inversores limitan gravemente la capacidad de crecimiento de los mercados españoles.

Ahorro de los hogares y participación en los mercados de capitales. La tasa de ahorro de los hogares españoles es aproximadamente la mitad que la de la mayoría de los países de su entorno. En consecuencia, los activos financieros de los hogares también son bajos en comparación internacional (190 % del PIB en 2023, frente a una media del 256 % en los países de su entorno). Los activos de los hogares están fuertemente concentrados en bienes inmuebles, lo que triplica la riqueza financiera como porcentaje de la renta disponible. Un aspecto que influye en el nivel de riqueza de los hogares es la composición de los activos: los hogares españoles destinan casi dos quintas partes de sus activos a efectivo y depósitos, lo que hace que la riqueza de los hogares dependa en gran medida de la tasa de ahorro.

Financiación de deuda en el mercado. El mercado español de bonos corporativos está dominado por empresas financieras, que representan el 86% de la emisión total desde el año 2000. En cambio, las empresas no financieras españolas dependen principalmente de préstamos bancarios (90% de la financiación de la deuda). El número de emisores de bonos ha aumentado desde la crisis financiera de 2008, pero se mantiene muy bajo, con una media de 16 entre 2012 y 2023. El mercado sigue estando reservado para las grandes empresas, con un tamaño medio de emisión superior a los 500 millones de euros en 2023.

Instrumentos de financiación sostenible. Las empresas españolas hacen un uso significativo de instrumentos de financiación sostenible, en particular los préstamos verdes. Desde 2016, España ha registrado el mayor volumen agregado de préstamos verdes entre sus países homólogos. La emisión de bonos verdes se sitúa, en general, en línea con la de otras economías europeas. Otros tipos de instrumentos de financiación sostenible (valores sociales, sostenibles y vinculados a la sostenibilidad) son menos comunes.

Machine Translated by Google

1 Evaluación y recomendaciones

Este capítulo ofrece una evaluación exhaustiva de seis áreas clave del mercado de capitales español: las condiciones de cotización y negociación en bolsa; el uso de la financiación de mercado por parte de las pymes; el papel de los inversores institucionales; el ahorro de los hogares y la actividad en el mercado de capitales; el uso de títulos de deuda corporativa; y los instrumentos de financiación sostenible. Cada área de evaluación se complementa con recomendaciones de política basadas en una amplia gama de datos, una encuesta original de la OCDE a empresas españolas y debates exhaustivos con los actores del mercado.

Machine Translated by Google

1.1. Introducción: el vínculo entre los mercados de capitales y el crecimiento económico

Los mercados de capitales desempeñan un papel fundamental para el crecimiento económico. La estructura básica, que permite a una base de inversores amplia y diversificada negociar libremente sus activos, concilia el conflicto entre las empresas que necesitan financiación a largo plazo, por un lado, y los inversores que desean la posibilidad de amortizar sus participaciones en un momento dado, por otro. Esto hace que la financiación basada en el mercado, especialmente la de capital, sea propicia para inversiones a largo plazo y de alto riesgo, como las tecnologías emergentes que pueden tener un impacto positivo significativo en la productividad y el crecimiento económico, pero que carecen de garantías tangibles y de visibilidad sobre el tiempo necesario para alcanzar la rentabilidad. Los mercados de capitales también contribuyen a impulsar el crecimiento al aumentar la resiliencia económica. La financiación basada en el mercado suele ofrecer flexibilidad, como lo demuestra el hecho de que las empresas lograron captar cantidades récord de acciones y bonos tras la crisis financiera de 2008, así como durante la crisis provocada por la COVID-19 en 2020 (OCDE, 2021[1]). La ausencia de esta fuente de financiación anticíclica puede prolongar las recesiones y las crisis de deuda, lo que afecta significativamente al crecimiento económico a largo plazo.

Sin embargo, el vínculo entre los mercados de capitales y el crecimiento económico no es unidireccional. Si bien los mercados de capitales impulsan el crecimiento económico, unos mercados de capitales dinámicos también deben sustentarse en fundamentos económicos sólidos. Una economía fuerte y unos mercados de capitales que funcionen correctamente se refuerzan mutuamente. El desarrollo del mercado de capitales ofrece un espacio para movilizar el ahorro y asignarlo eficientemente a usos productivos. Sin embargo, la medida en que esto se logre depende de tres pilares fundamentales. El primer pilar es la idoneidad del propio ecosistema del mercado de capitales: la presencia de una base de inversores activa y considerable; empresas conscientes y dispuestas a recibir financiación de estos inversores; la infraestructura que conecta a estos dos actores; y el marco institucional y las normas que rigen los flujos de capital entre ellos. El segundo pilar es el entorno económico general: la estabilidad de las condiciones macroeconómicas y la composición del sector. El tercer pilar es el panorama regulatorio en general: la previsibilidad y la confianza en las funciones regulatorias y judiciales, que inciden en la facilidad para hacer negocios y su propensión general a la actividad empresarial.

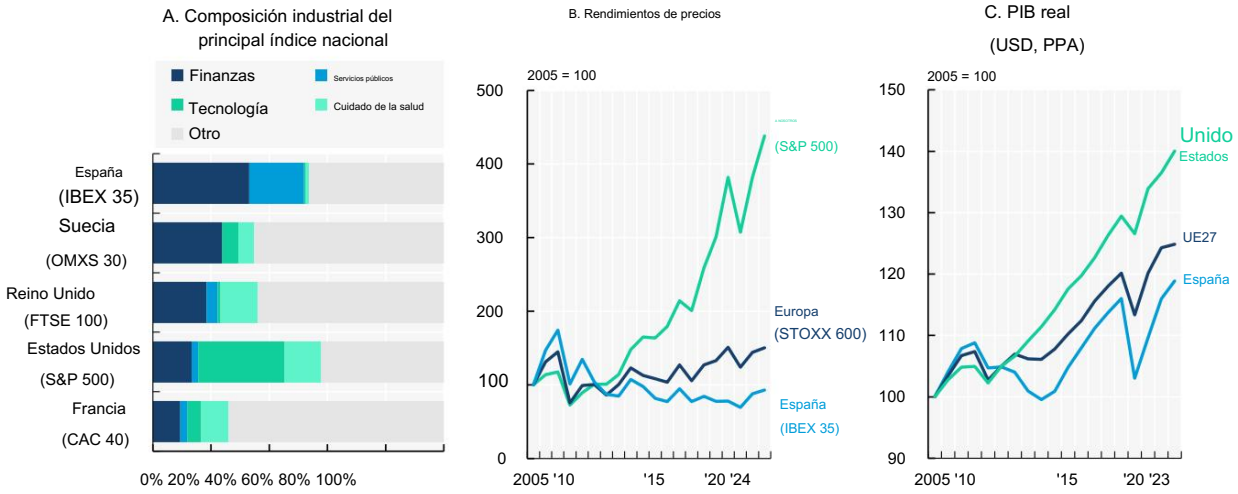
Solo uno de estos tres pilares está directamente relacionado con la política del mercado de capitales. Por lo tanto, cabe destacar desde el principio que unos mercados de capitales dinámicos también dependen de un entorno económico sólido y de un marco regulatorio más amplio y adecuado. En consecuencia, el desarrollo sostenible de un mercado de capitales requiere un enfoque que abarque a todo el gobierno, prestando la debida atención a reformas estructurales más amplias, como la eficiencia administrativa, la participación de los jóvenes en el mercado laboral y la formación continua (OCDE, 2023[2]). Otro problema estructural crucial en España es el pequeño tamaño del sector empresarial, que presenta una de las mayores proporciones de empleo en microempresas entre sus homólogos europeos, lo que lastra la productividad agregada (véase el capítulo 2, figura 2.8). Una encuesta de la OCDE a empresas españolas, realizada específicamente para este análisis, destaca
Este problema: el 53% de las empresas no cotizadas indicó la falta de tamaño como un factor importante para permanecer privadas (véase el Capítulo 3, Figura 3.16). Además, la incertidumbre regulatoria se cita comúnmente como una barrera para la inversión. En la encuesta anual de inversión del BEI (2024[3]), el 73% de las empresas españolas consideraron que el mercado laboral y la regulación empresarial eran obstáculos para la inversión a largo plazo, el porcentaje más alto entre los países homólogos en ambas categorías. Esta cuestión también se ilustra en un documento del Banco de España que analiza cómo los umbrales basados en el tamaño para la presentación de informes y otras obligaciones administrativas afectan a las decisiones de crecimiento de las empresas. Los resultados indican que las empresas a menudo optan por permanecer justo por debajo del umbral de 50 empleados por encima del cual comienzan a aplicarse requisitos y regulaciones más onerosos, especialmente con respecto a las leyes laborales (Maza, 2024[4]). Esto está en consonancia con las preocupaciones planteadas por las partes interesadas consultadas por la OCDE. En la medida en que estos aspectos limitan el crecimiento de las empresas, también limitarán el tamaño del mercado de capitales y, por ende, la capacidad de ese mercado para respaldar el crecimiento corporativo en un círculo vicioso.

En este sentido, el mercado de capitales de un país es tanto un reflejo de su economía como su motor. Figura 1.1
Esto lo ilustra. Más de la mitad del principal índice bursátil español, el IBEX 35, está compuesto por empresas de los sectores financiero y de servicios públicos (Panel A). La tecnología y la salud, dos sectores clave en crecimiento en las últimas décadas, representan en conjunto tan solo el 1,7% (del cual la tecnología representa aproximadamente un tercio). A modo de comparación, las empresas de tecnología y salud representan el 42% del S&P 500, el principal índice bursátil de Estados Unidos.

Machine Translated by Google

Estados Unidos (29,7% y 12,5%, respectivamente). La brecha en la rentabilidad entre los índices durante las últimas dos décadas refleja claramente estas diferencias (Panel B). Si bien el crecimiento del PIB se ve afectado por numerosos factores, las diferentes estructuras sectoriales —y, por lo tanto, el atractivo relativo para la inversión— probablemente también sean un factor determinante de las correspondientes diferencias en el PIB real (Panel C). Se observan patrones similares en otras regiones de alto crecimiento, en particular en Asia, que tras décadas de un sólido crecimiento sostenido alberga ahora más de la mitad de las empresas que cotizan en bolsa a nivel mundial (OCDE, 2022[5]). Las empresas tecnológicas representan casi el 23% del índice MSCI AC Asia, un índice bursátil clave de la región, casi cuarenta veces más que el IBEX 35 (MSCI, 2024[6]).

Figura 1.1. Composición del sector y crecimiento económico del índice bursátil de referencia



Nota: Los índices de España, Reino Unido y Estados Unidos se han clasificado según el GICS (Estándar de Clasificación Industrial Global), mientras que los de Francia y Suecia se basan en el ICB (Marco de Referencia de Clasificación Industrial). "Tecnología" en el Panel A equivale a "Tecnología de la Información" en la taxonomía del GICS. "Otros" incluye los siguientes sectores: materiales básicos, consumo discrecional, bienes de consumo básico, energía, industria, sector inmobiliario y servicios de telecomunicaciones. Datos del segundo trimestre de 2024 o último disponible. En el Panel B, los precios se expresan en dólares estadounidenses, actualizados a 2005; valores de cierre para todos los años excepto 2024 (segundo trimestre).
Fuente: Bloomberg, LSEG, Euronext, Nasdaq, S&P Global, datos de cuentas nacionales de la OCDE.

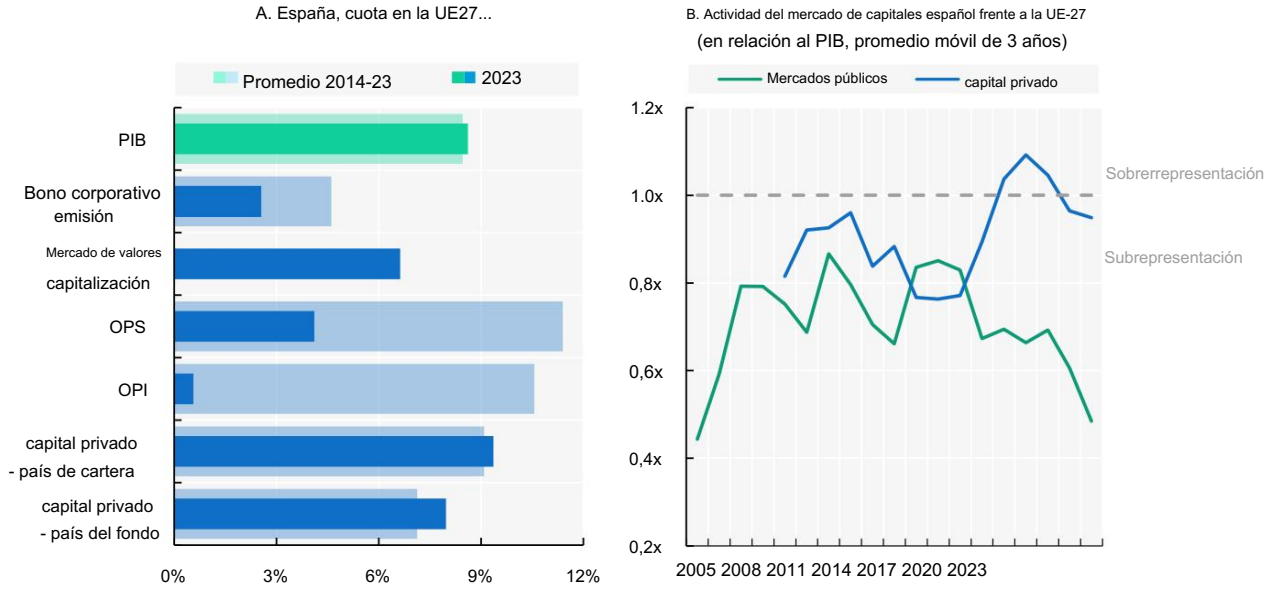
Sin embargo, la política del mercado de capitales sigue siendo un área clave. Un ecosistema de mercado de capitales sólido y una infraestructura adecuada son imprescindibles para materializar el potencial de crecimiento económico generado por reformas más amplias. Actualmente, España presenta una baja intensidad en el mercado de capitales en comparación con sus homólogos: según muchos indicadores, está infrarrepresentada en la actividad del mercado de capitales de la UE en relación con su peso económico (gráfico 1.2). Merece la pena observando que al replicar este ejercicio a nivel global, la UE en su conjunto ya está subrepresentada en relación con su PIB.

La infrarrepresentación es especialmente visible en el lado de la deuda, donde las empresas españolas tienen representó un promedio del 4,6% de la emisión total de bonos corporativos no financieros en la UE durante la última década. Esto representa aproximadamente la mitad de lo que sugeriría la participación de España en el PIB. La actividad del mercado de renta variable ha sido más sólida, con porcentajes ligeramente superiores al PIB promedio de la última década, aunque con caídas significativas en ambas en 2023. Sin embargo, esto no se refleja en la capitalización bursátil, que, con un 6,6%, es sustancialmente inferior a la participación de España en el PIB (Panel A).

Al observar la suma de todo el capital captado en los mercados públicos (renta variable y renta fija) en relación con el PIB a lo largo del tiempo, se observa una clara disminución a partir de 2017 (Panel B). Por el contrario, la financiación de capital privado ha cobrado mayor relevancia en los últimos años, especialmente desde 2017 (Panel B). Si bien la inversión de los fondos de capital privado españoles sigue siendo inferior a lo que sugiere la participación del país en el PIB, ocurre lo contrario al analizar la geografía de la empresa en cartera, lo que significa que las empresas españolas reciben una inversión de capital privado ligeramente superior (incluso de inversores no españoles) a la esperada en función del PIB.

Machine Translated by Google

Figura 1.2. Actividad del mercado de capitales español en relación con las cifras agregadas de la UE



Nota: No se dispone de datos de series temporales a largo plazo sobre capitalización bursátil. En el Panel B, la ratio entre la actividad del mercado de capitales español y de la UE se divide por la ratio entre el PIB español y de la UE de cada año. La actividad del mercado público se define como la emisión de acciones corporativas (IPO y OPS) y la emisión de bonos corporativos, ambas para empresas no financieras. El capital privado se refiere a la suma de la inversión (riesgo, crecimiento y compra) del país del fondo y la de la empresa en cartera.

Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE, Invest Europe, Eurostat, véase el Anexo A para más detalles.

En este contexto, el primer capítulo de este informe ofrece una evaluación de seis áreas clave del mercado de capitales y formula recomendaciones de política económica asociadas: condiciones para la cotización y la negociación en bolsa; uso de los mercados de capitales por parte de las pymes; actividad inversora institucional; ahorro de los hogares; uso de valores de deuda negociables; e instrumentos de financiación sostenible. Estas recomendaciones se han elaborado con el objetivo general de mejorar el funcionamiento del mercado de capitales español para impulsar el crecimiento económico. Están interconectadas, y el éxito de cada una depende de la implementación de las demás. La reforma del mercado de capitales debe ser holística y coherente; no se debe esperar que implementaciones fragmentadas y fragmentadas tengan impactos significativos en el funcionamiento del mercado.

Machine Translated by Google

1.2. Hoja de ruta de recomendaciones

Cuadro 1.1. Resumen de recomendaciones por área de política

Recomendación	Autoridad/organismo responsable principal	Cronograma recomendado para la implementación
Promoción de condiciones para la cotización y negociación en el mercado de valores		
Finalizar el proceso de aprobación de una Orden Ministerial que permita a los Organismos de Inversión Colectiva (OIC) realizar operaciones de préstamo de valores y considerar ampliar la elegibilidad a otros vehículos como los fondos de pensiones.	Ministerio de Economía, Comercio y Empresa	Corto plazo
Acelerar la actualización del sistema operativo de la Bolsa de Valores BME para alinearlo al de SIX y otras bolsas internacionales.	BME	Corto plazo
Evaluar la adecuación del marco de capital flotante mínimo existente y la aplicación de exenciones.	Ministerio de Economía, Comercio y Empresa; CNMV	A mediano plazo
Introducir una desgravación fiscal para el capital social de las empresas en línea con lo establecido en la propuesta DEBRA de la UE para eliminar el sesgo fiscal actual hacia la financiación de la deuda.	Ministerio de Economía, Comercio y Empresa; Ministerio de Finanzas	Corto plazo
Iniciar un diálogo con las empresas a través de una organización empresarial como CEOE o CEPYME, conjuntamente con los operadores de las Bolsas de Valores, para entender qué acuerdos regulatorios ayudarían a incrementar la actividad del mercado de capitales.	CNMV; CEOE; CEPYME; operadores bursátiles	Corto plazo
Evaluar si la infraestructura existente con respecto, por ejemplo, a los procedimientos de depósito central y a los sistemas de TI crea barreras indebidas a las cotizaciones duales en otros mercados.	CNMV; BME	A mediano plazo
Creación de condiciones para que las PYME utilicen los mercados de capitales		
Establecer una cooperación entre los operadores cambiarios y la Cámara de Comercio, posiblemente incluyendo al Ministerio de Economía y la CNMV, para promover el uso de la financiación basada en el mercado entre las PYME.	Operadores de cambio; SpainCap; Español Cámara de Comercio; Ministerio de Economía, Comercio y Empresa; CNMV	Corto plazo
Apoyar a los proveedores de investigación (empresas de investigación independientes, analistas de la industria, etc.) en la entrega de cobertura de investigación y análisis de las PYME, ya sea mediante el suministro de datos, subsidios u otros medios.	CEPYME; Banco de España; Ministerio de Finanzas; CNMV	A mediano plazo
Finalizar la eliminación de la obligación de transición de un MTF a un mercado regulado una vez que la capitalización de mercado alcance los 1.000 millones de euros.	Ministerio de Economía, Comercio y Empresa / CNMV	Corto plazo
Otorgar a la CNMV mayor flexibilidad para variar las tasas de supervisión en función del tamaño de la empresa.	Ministerio de Economía, Comercio y Empresa; CNMV	Corto plazo
Se estudiará la posibilidad de ampliar las exenciones fiscales para no residentes sobre las rentas generadas por la transmisión de valores cotizados en el principal mercado de España para que cubran también los valores MTF.	Ministerio de Finanzas	Corto plazo
Apoyar a las PYMES para que aprovechen la financiación disponible a través de los Fondos AXIS.	Fondos AXIS / ICO	A mediano plazo

Machine Translated by Google

Recomendación	Autoridad/organismo responsable principal	Cronograma recomendado para la implementación
Aumentar el papel de los inversores institucionales		
Considerar políticas para aumentar el tamaño del sector de fondos de pensiones ocupacionales e incentivar el ahorro para pensiones ocupacionales.	Ministerio de Economía, Comercio y Empresa; Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	A largo plazo
Eliminar la posibilidad de retiros anticipados de los fondos de pensiones (excepto las aportaciones realizadas cuando esta opción estaba prevista en la ley)	Ministerio de Economía, Comercio y Empresa	Corto plazo
Revisar si los límites a las comisiones que los fondos de pensiones pueden pagar por servicios de gestión y depósito restringen indebidamente sus oportunidades de inversión y considerar añadir un límite del 2% para los fondos de inversión alternativos	Ministerio de Economía, Comercio y Empresa; Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	A mediano plazo
Separar los límites a los montos de las contribuciones de los límites a los montos deducibles de impuestos para los fondos de pensiones y considerar aumentar significativamente o eliminar por completo las restricciones a las contribuciones.	Ministerio de Economía, Comercio y Empresa	A mediano plazo
Aumentar los límites de deducción fiscal de las aportaciones a fondos de pensiones personales, que se han reducido significativamente en los últimos años, al menos para los ahorradores que no están cubiertos por un plan de pensiones ocupacional.	Ministerio de Economía, Comercio y Empresa; Ministerio de Finanzas	Corto plazo
Permitir que los límites de deducción fiscal de las contribuciones a las pensiones de los trabajadores autónomos se calculen a lo largo de varios años para tener en cuenta las diferencias interanuales en los ingresos.	Ministerio de Economía, Comercio y Empresa; Ministerio de Finanzas	A mediano plazo
Analizar si la implementación de regulaciones pertinentes restringe indebidamente las oportunidades de inversión de las compañías de seguros, especialmente en acciones.	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	A mediano plazo
Se debe considerar la introducción de una excepción al número mínimo de participantes para los vehículos de inversión colectiva dirigidos específicamente a inversores institucionales.	Ministerio de Finanzas	A mediano plazo
Abordar las complejidades operativas actuales que impiden a los inversores de ETF aplicar el régimen de aplazamiento de impuestos por traspasos y ampliar el régimen a las inversiones en ETF independientemente del lugar de cotización del vehículo.	Ministerio de Finanzas	Corto plazo
Considerar la posibilidad de hacer aplicable a los ELTIF el régimen fiscal especial para los fondos de inversión.	Ministerio de Finanzas	Corto plazo
Fomento del ahorro de los hogares y la participación en el mercado de capitales		
Cree una cuenta de ahorros individual con opciones de inversión flexibles e impuestos simplificados.	Ministerio de Hacienda; Ministerio de Economía, Comercio y negocios	Corto plazo
Continuar simplificando los procedimientos generales de declaración del impuesto sobre las ganancias de capital y mejorar la asistencia al contribuyente.	Ministerio de Finanzas	A mediano plazo
Promover campañas de educación financiera informando sobre los beneficios de participar en los mercados de capitales.	CNMV; Ministerio de Educación; Ministerio de Economía, Comercio y Negocios	A largo plazo
Implementar medidas para mejorar la educación financiera de los jóvenes y continuar evaluando los resultados de estas iniciativas participando en futuras evaluaciones PISA.	Ministerio de Educación	Medio/largo plazo

Machine Translated by Google

Recomendación	Autoridad/organismo responsable principal	Cronograma recomendado para la implementación
Incentivar el uso de títulos de deuda		
Considere establecer un marco específico para los problemas planteados por empresas más pequeñas.	Operadores de bolsa; CNMV	A mediano plazo
Implementar medidas para apoyar a las empresas más pequeñas en la obtención de una calificación crediticia.	Banco de España; Ministerio de Hacienda; CNMV	A mediano plazo
Realizar una revisión para mejorar el proceso de emisión de bonos corporativos, especialmente en lo que respecta a cuestiones regulatorias como la estructura institucional del proceso de revisión de documentos del emisor.	CNMV	Corto plazo
Optimizar el uso de instrumentos de financiación sostenible		
Promover iniciativas dirigidas a empresas no financieras para informarles sobre los instrumentos de financiación sostenible y proporcionarles orientación práctica sobre su emisión.	CNMV; operadores bursátiles	A largo plazo
Realizar una revisión del diseño de los instrumentos de financiamiento sostenible con miras a asegurar su eficiencia.	Participantes del mercado	A mediano plazo
Evaluar opciones para apoyar a las empresas en la obtención de calificaciones y revisiones externas para bonos que cumplan con los marcos de bonos verdes, sociales o sostenibles reconocidos internacionalmente.	CNMV; Ministerio de Economía, Comercio y Negocio	A mediano plazo

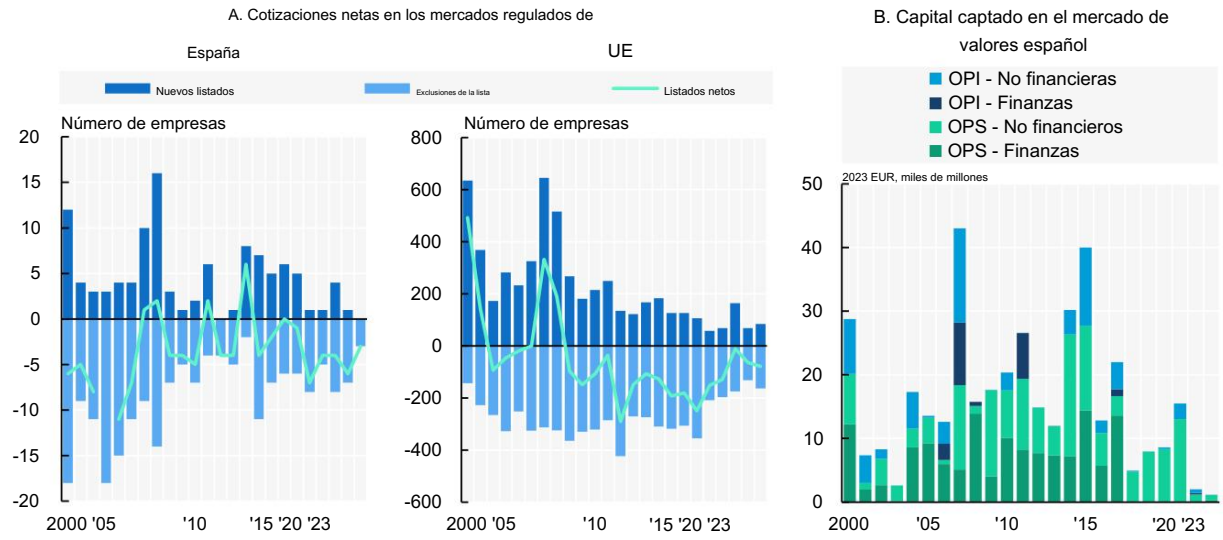
1.3. Promoción de condiciones para la cotización y negociación en el mercado de valores

El mercado de valores español ha experimentado una disminución estructural en el número de empresas cotizadas en los últimos años. Desde el año 2000, se han producido 200 exclusiones del mercado principal, casi el doble de las 107 nuevas incorporaciones (Figura 1.3, Panel A). Se han producido desarrollos similares en muchas economías avanzadas, incluida la UE en conjunto. Esta relativa falta de dinamismo también se aprecia al observar las cantidades captadas, tanto en el mercado primario como en el secundario, especialmente desde 2018. Entre 2018 y 2023, el capital total captado en los mercados de valores (IPO y OPS) promedió 6.700 millones de euros anuales, un 65 % menos que en los 15 años anteriores (Panel B). La mayor parte de la actividad en los últimos años ha consistido en ofertas de continuación de empresas no financieras ya cotizadas, con un descenso del 87 % en el importe total de las IPO en comparación con los promedios históricos. Entre 2018 y 2023, las SPOs de empresas no financieras representaron el 90% del capital total captado, primario y secundario, en los mercados públicos de valores regulados en España.

Dado que los mercados de valores públicos son un pilar fundamental del ecosistema del mercado de capitales, este desarrollo merece consideración desde una perspectiva de política pública. Además de propiciar la financiación de proyectos innovadores que mejoran la productividad, una característica derivada de la naturaleza perpetua y de alto riesgo de los instrumentos de capital en general, los mercados públicos ofrecen la ventaja adicional de una mayor transparencia.
Mediante el escrutinio generalizado de los inversores y la evaluación de la actividad corporativa, las señales de precios proporcionan información que aumenta la eficiencia de la asignación de capital. La amplia y diversificada base de inversores del mercado de valores también constituye una fuente de resiliencia para la economía en general, permitiendo a las empresas acceder a financiación durante todo el ciclo económico recurriendo a una amplia gama de inversores.

Machine Translated by Google

Figura 1.3. Cotizaciones netas y capital captado



Fuente: BME, OECD Capital Market Series Dataset, véase el Anexo A para más detalles.

Por lo tanto, una reducción en la actividad del mercado de valores públicos puede llevar a una pérdida de estos beneficios, con posibles efectos perjudiciales para la economía en general. Sin embargo, esto no implica necesariamente que las empresas estén infracapitalizadas, ya que la financiación mediante capital también se realiza en forma de acciones no cotizadas. Si observamos la composición de los balances corporativos, España está relativamente bien capitalizada, con una financiación mediante capital equivalente a aproximadamente dos tercios de los activos totales, en línea con, por ejemplo, Francia, los Países Bajos y Suecia, y superior al agregado de la zona euro (Figura 1.4, Panel A). Sin embargo, al descomponer la financiación total mediante capital, España destaca por su alta proporción de acciones no cotizadas y otras participaciones, que junto con Italia es la más alta entre los países de su grupo, con un 83%, en comparación con el 72% en la zona euro en el agregado (Panel B). Esto significa que la economía española se beneficia menos de las externalidades positivas asociadas a la actividad del mercado público que la mayoría de los demás países europeos. También cabe señalar que un nivel relativamente alto de capitalización junto con una gran proporción de acciones no cotizadas no debe interpretarse necesariamente como una señal de que las empresas han optado por expandirse a través de la recaudación de fondos privados en lugar de los públicos; estas estadísticas no dicen nada sobre las posibles limitaciones financieras que enfrenta el sector corporativo tanto en los mercados públicos como privados.

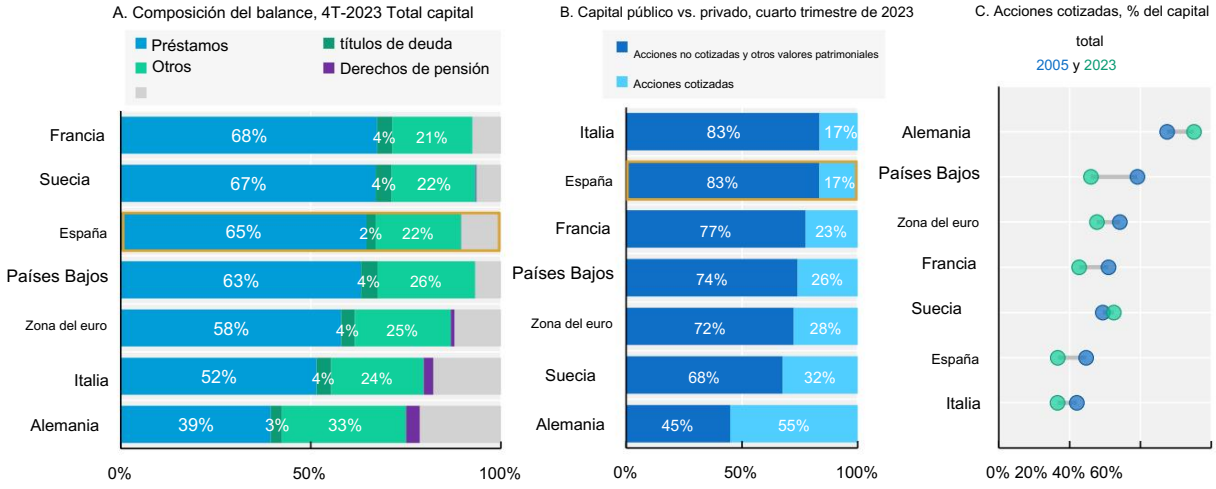
Si bien la distribución entre renta variable cotizada y no cotizada difiere entre países, existe una tendencia más generalizada en muchos lugares, incluyendo España, a pasar de la financiación con renta variable cotizada a la no cotizada con el tiempo (Panel C). Esto se debe, en parte, a que los mercados de capital privado han crecido para atender segmentos de mercado históricamente más asociados con la actividad de renta variable pública (véase también la sección 6). En cierta medida, la transición hacia una mayor participación en el capital no cotizado se ha visto facilitada por un período prolongado de costes de deuda muy bajos y el consiguiente acceso generalizado al capital privado, con empresas de capital privado que cada vez más venden sus inversiones vendiendo empresas de cartera a otras empresas de capital privado en lugar de sacarlas a bolsa. Esto, en efecto, ha permitido a las empresas beneficiarse del capital externo sin los costes asociados a una cotización en bolsa. Dado que estas condiciones han cambiado ahora, con una política monetaria más restrictiva que en los últimos años (incluso considerando la reciente flexibilización), esto podría llevar a una reversión parcial de esta tendencia y a un retorno a una mayor actividad en el mercado público, pero esto no debe darse por sentado.

El coste relativo de la financiación mediante deuda y capital también depende del tratamiento fiscal. El hecho de que los pagos de intereses sean deducibles de impuestos, mientras que la financiación mediante capital no ofrece un beneficio fiscal equivalente, otorga a la deuda una ventaja en costes, en igualdad de condiciones. Este sesgo de endeudamiento es común en muchos países del mundo. Para abordar este desequilibrio, la Comisión Europea ha propuesto una reforma destinada a reducir la influencia

Machine Translated by Google

de incentivos fiscales en las decisiones de financiación. La propuesta introduce la denominada Debt-Equity Bias Reduction Allowance (DEBRA) para el aumento de la financiación mediante capital. Según la propuesta, esta deducción se calcula con base en la diferencia entre el patrimonio neto al final del ejercicio fiscal en curso y al final del ejercicio fiscal anterior, multiplicada por un tipo de interés nocional más una prima de riesgo. Además, incluye una reducción del 15 % en la deducibilidad de los intereses de la deuda. Si bien se preveía que la Directiva se implementara para 2024, los retrasos en el proceso de aprobación parlamentaria han pospuesto su adopción, sin que se haya establecido un plazo específico.
(BME, 2024[7]; Comisión Europea[8]).

Figura 1.4. Estructura de financiación de las empresas no financieras



Nota: En el Panel A, la sección «Otros» incluye, por ejemplo, créditos y anticipos comerciales, otras cuentas por pagar, derivados financieros, derechos de seguros y depósitos. En el Panel B, «Otros fondos propios» se refiere a la partida F.519 del Sistema Europeo de Cuentas (SEC) de 2010, que incluye, por ejemplo, los fondos propios. sociedades anónimas suscritas por socios comanditarios y participaciones en sociedades de responsabilidad limitada cuyos propietarios son socios y no accionistas.

Fuente: Cuentas Sectoriales del BCE.

El hecho de que el uso generalizado de los mercados de renta variable pública tenga beneficios no implica que el uso de los mercados privados sea negativo. Los mercados de renta variable pública y privada son complementarios, cada uno desempeña un papel diferente y constituye una parte necesaria de un ecosistema de mercado de capitales que funcione correctamente, y las propias empresas son las más indicadas para decidir qué combinación de financiación se adapta mejor a sus necesidades. Un uso creciente del capital privado puede reflejar su mayor flexibilidad, rapidez de despliegue, menor complejidad regulatoria y menores costes de cumplimiento normativo en comparación con los mercados públicos. En una encuesta original de la OCDE a empresas españolas, elaborada para este informe, la complejidad de la regulación y los costes de cumplimiento normativo se encuentran entre las razones más citadas para que las empresas no cotizadas se mantengan privadas (véase la sección 3.6). Por lo tanto, es importante que los responsables políticos consideren si los costes regulatorios asociados a una cotización pública son excesivamente onerosos en comparación con el capital privado (o, por el contrario, si las regulaciones del mercado privado son demasiado laxas). Garantizar la igualdad de condiciones entre los diferentes tipos de financiación y la proporcionalidad en los requisitos de presentación de informes son de especial importancia dados los beneficios económicos más amplios que emanan del uso del mercado de valores público.

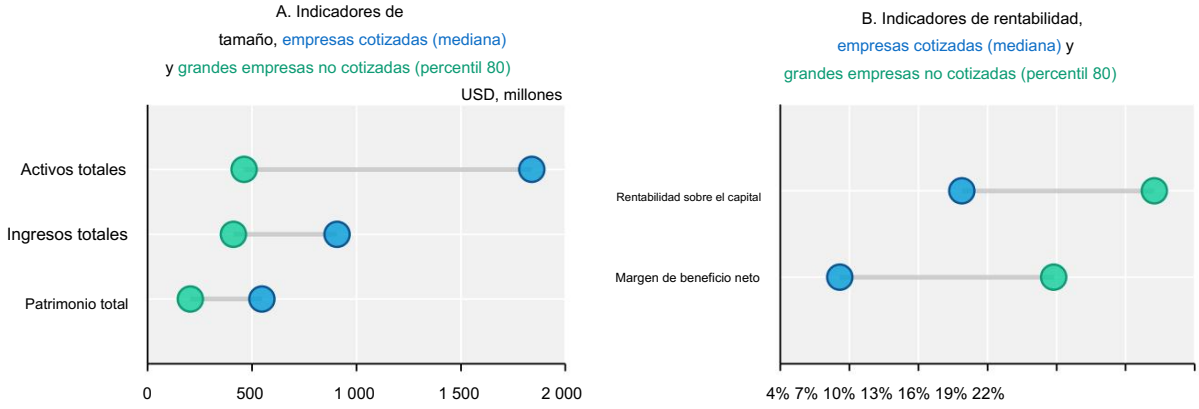
Un punto de partida necesario para comprender la relativa falta de actividad en el mercado público español es estudiar las características de las empresas que actualmente no cotizan en bolsa. La percepción de falta de tamaño es la segunda razón más citada para permanecer privadas en la encuesta de la OCDE. Esta percepción puede deberse al gran tamaño de la empresa mediana que cotiza en BME, que es mayor que en muchos mercados mucho más grandes. Por ejemplo, mientras que la capitalización bursátil total del mercado continuo de BME es aproximadamente una quinta parte de la de Euronext París, la capitalización bursátil mediana de BME es 1,4 veces mayor. Esto puede afectar la medida en que las empresas más pequeñas...

Machine Translated by Google

Las empresas utilizan los mercados de capitales (las condiciones para que las PYME coticen en bolsa se abordan por separado en la sección 1.4). Sin embargo, no todas las empresas no cotizadas en España son pequeñas. La Figura 1.5 compara las características básicas del 20% superior (para cada variable) de las grandes empresas no cotizadas (definidas como aquellas con activos totales superiores a 100 millones de dólares) con las de la empresa mediana que cotiza en el mercado regulado de BME. Si bien esto muestra claramente que la empresa mediana de BME es significativamente mayor que incluso el 20% más grande de las empresas no cotizadas, tanto en términos de activos como de ingresos, también indica que hay un número sustancial de empresas españolas no cotizadas con tamaño suficiente para salir a bolsa. El percentil 80 del tamaño de los activos y los ingresos totales entre estas empresas es de 463 millones de dólares y 412 millones de dólares, respectivamente (Panel A). También son altamente rentables, más que la empresa mediana que cotiza en bolsa (Panel B). La empresa mediana grande no cotizada también es rentable, aunque la rentabilidad es inferior a la de la empresa mediana que cotiza.

Por lo tanto, la falta de tamaño (y de beneficios) no debería ser la única razón por la que las empresas deciden permanecer privadas. Para comprender por qué estas empresas españolas de alto rendimiento, grandes y rentables permanecen fuera de bolsa, es necesario analizar las condiciones del mercado de las empresas cotizadas.

Figura 1.5. Tamaño y rentabilidad de las empresas españolas cotizadas y no cotizadas, 2022



Nota: Las empresas cotizadas son aquellas que cotizan en el mercado continuo de la BME. Las grandes empresas no cotizadas son aquellas cuyos activos totales superan los 100 millones de dólares estadounidenses.

Fuente: LSEG, Orbis, conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE; véase el Anexo A para obtener más detalles.

El entorno que influye en la decisión de una empresa de salir a bolsa puede dividirse en dos grandes categorías: condiciones previas a la cotización y condiciones posteriores a la misma. Si bien las políticas pertinentes difieren, ambas están estrechamente interconectadas. Las condiciones posteriores a la cotización, como los requisitos de información continua y la liquidez en el mercado secundario, influyen naturalmente en la evaluación inicial de la empresa sobre la utilidad de salir a bolsa. De igual modo, incluso si las condiciones posteriores a la cotización son adecuadas, si el proceso de cotización es demasiado oneroso e inflexible, las empresas podrían verse disuadidas de salir a bolsa. Ambas condiciones se abordan a continuación.

1.3.1. Condiciones previas a la cotización

Para promover el uso de los mercados de valores públicos, el proceso de salida a bolsa debe ser lo más eficiente y atractivo posible. Ciertos aspectos, como la disponibilidad de asesores financieros competentes, dependen del funcionamiento y la sofisticación del sector financiero privado, pero también existen importantes aspectos regulatorios. Uno de ellos es la eficiencia con la que se aprueban los prospectos. Una ventaja clave de los mercados privados es la rapidez y flexibilidad con la que se puede captar capital, y desde una perspectiva corporativa es importante que el uso de los mercados públicos no implique retrasos indebidos ni costos de cumplimiento.

Las entrevistas de la OCDE con los actores del mercado indican una amplia satisfacción con la profesionalidad de la CNMV durante la fase de preparación y aprobación del folleto. Una revisión por pares de la ESMA (2022[9])

Machine Translated by Google

También concluye que el proceso de la CNMV para el examen y la aprobación de folletos es adecuado, y que el regulador cumple plenamente las expectativas en todas las áreas de evaluación. Los umbrales de exención para la publicación de folletos no son excesivamente bajos y se mantienen en línea con los de otros mercados desarrollados. Sin embargo, los participantes del mercado han observado que la CNMV tiende a revisar los estados financieros ya auditados con mucho mayor detalle y expresa opiniones sobre las estructuras contables con mayor frecuencia que los reguladores de otros países, y que esta práctica puede generar retrasos y costes adicionales. Además, las conversaciones con los participantes del mercado indican que los procedimientos anteriores de la CNMV han provocado cuellos de botella durante el proceso de OPV (además de retrasos o cancelaciones causados por circunstancias externas, como condiciones de mercado adversas). Uno de estos problemas se relaciona con la revisión de documentos. Los emisores que no tienen cuentas históricas NIIF deben

prepararlas retroactivamente (para su inclusión en el mercado regulado); en la CNMV, estas cuentas son revisadas por un departamento diferente (el Departamento de Información Financiera) que el encargado de revisar el folleto en sí (el Departamento de Mercado Primario). Esta es una práctica de larga data, pero no se refleja formalmente en la documentación de procedimiento de la CNMV para ofertas públicas (CNMV, 2016[10]). En los últimos años, ha habido períodos en los que la CNMV realizó estas revisiones secuencialmente, lo que requiere que la revisión de los estados financieros se complete y apruebe antes de proceder a la revisión del folleto en lugar de ejecutarlas en paralelo, lo que en ciertos casos aumenta significativamente el tiempo necesario para completar una OPV. Desde entonces, la autoridad ha regresado a la práctica de revisar los documentos en paralelo, mitigando esta preocupación, aunque esto no se establece en ninguna documentación formal.

En la encuesta de la OCDE a empresas españolas, la razón más común citada para que las empresas no cotizadas permanezcan privadas es la renuencia de sus propietarios a ceder el control de la empresa (Figura 3.16). Esta preocupación también se refleja en las entrevistas que la OCDE ha realizado con empresas. Una forma en que esto se manifiesta es a través de los bajos niveles de capital flotante, es decir, acciones disponibles para negociación. Si los propietarios no están dispuestos a ceder el control, una forma de evitarlo es simplemente cotizar una porción más pequeña de la empresa. En comparación con sus pares, el mercado español tiene uno de los niveles más bajos de capital flotante (Figura 1.6, Panel A). El ratio de capital flotante ponderado por valor es del 67%, similar al de Francia (66%) pero significativamente inferior al de mercados como Suecia (76%), el Reino Unido (92%) y Estados Unidos (94%). Dado que las empresas más grandes tienden a tener ratios de capital flotante más altos, el nivel medio en España es aún menor, con un 49%, también el segundo más bajo entre sus pares. Cabe destacar que no existe una relación clara entre los requisitos mínimos de capital flotante y los niveles reales de capital flotante en los diferentes mercados. España tiene un requisito mínimo de capital flotante del 25% establecido por ley (Real Decreto 814/2023, Artículo 66.7[11]). Si bien esto coincide con la mayoría de los demás mercados europeos (Panel B), los niveles reales aún difieren sustancialmente. La Bolsa de Valores de Nueva York no aplica un ratio mínimo, sino que prescribe un valor mínimo en dólares y un número mínimo de acciones, pero aun así presenta, con diferencia, la mediana del ratio más alta entre las bolsas mencionadas anteriormente.

La mayoría de los mercados que aplican un requisito mínimo de capital flotante permiten exenciones que permiten niveles inferiores al mínimo estándar en ciertos casos (p. ej., un mínimo del 5 % en los principales mercados de Euronext y un mínimo del 10 % en Nasdaq Nordic, en comparación con el mínimo estándar del 25 % en ambos mercados, siempre que se cumplan ciertos criterios, en particular en lo que respecta al tamaño). La legislación española también permite excepciones siempre que se considere que el mercado puede operar con una proporción menor "debido a que hay un gran número de acciones de la misma clase distribuidas entre el público", pero los participantes del mercado han indicado que, en la práctica, se suele aplicar una tasa mínima relativamente alta y que esta aplicación es más rigurosa que en muchos otros mercados. Si bien la intención de esto es obtener mayores niveles de capital flotante y los beneficios asociados, puede tener el efecto no deseado de desincentivar la cotización de algunas empresas, lo que contribuye a la tendencia neta de exclusión de la bolsa que se muestra en la Figura 1.3 y limita el universo de inversión. La Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido (FCA), por ejemplo, redujo el ratio mínimo de capital flotante del 25% al 10% en 2021 para reducir las barreras a la cotización (FCA, 2021[12]).

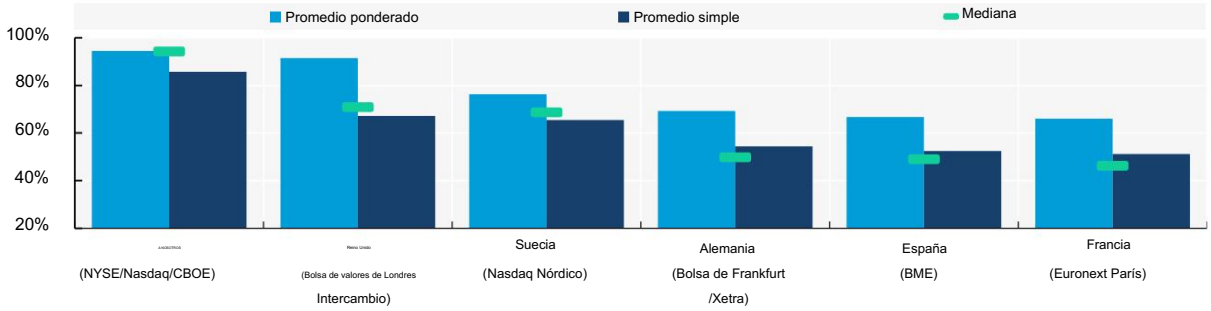
Un desarrollo similar se está produciendo a nivel de la UE con la adopción de la Ley de Cotización por parte de la Comisión Europea en octubre de 2024, un paquete de medidas diseñadas para mejorar el acceso a la financiación basada en el mercado simplificando el proceso de cotización y reduciendo los costes para las empresas que cotizan en las bolsas europeas (Comisión Europea, 2024[13]). Una modificación clave es la reducción del capital flotante mínimo.

Machine Translated by Google

El requisito para la negociación en los mercados regulados de la UE se incrementó del 25 % al 10 %. No obstante, los Estados miembros mantendrán cierta flexibilidad, lo que les permitirá evaluar si se ha distribuido al público un número suficiente de acciones, teniendo en cuenta las características y el tamaño de cada emisión (Pérez-Llorca, 2024[14]). Una vez que la directiva entre en vigor, los países dispondrán de 18 meses para transponerla a su legislación nacional.

Figura 1.6. Niveles y requisitos de capital flotante por país/bolsa

A. Niveles promedio de capital flotante por país de intercambio



B. Requisitos de libre flotación por bolsa

Intercambio	País	Mínimo capital flotante (%)	Valor mínimo de las acciones de capital flotante	Exención del requisito de %	Capital flotante mínimo posible (%)
Mercado principal de BME	España	25%*	6 millones de euros	PAG	n / A
Mercados principales de Euronext	Bélgica, Francia, Irlanda, Italia, Países Bajos, Noruega, Portugal	25%*	Sólo para porcentajes de capital flotante más bajos.	PAG	5%**
Bolsa de Valores de Nueva York, Estados Unidos		Oh	USD 40 millones; 1,1 millones de acciones	Oh	n / A
Bolsa de Frankfurt (Norma general)	Alemania	25% entre los países de la UE/ EEE*	EUR 1,25 millones; 10 000 acciones Sólo	PAG	n / A
Nasdaq Nórdico	Suecia	25%*	para porcentajes inferiores de capital flotante.	PAG	10%***
Bolsa de Valores de Londres (Mercado principal)	Reino Unido	10%	30 millones de libras esterlinas	Oh	n / A

Nota: Se refiere a los segmentos regulados/principales de cada mercado. * En virtud de la Ley de Cotización de la UE, el capital flotante mínimo se reducirá al 10 % para todas Países de la UE. Los Estados miembros disponen de 18 meses para transponer la directiva a su legislación nacional una vez que entre en vigor. ** millones; Mínimo 5 EUR *** Mínimo 500 millones de coronas suecas y 500 accionistas cualificados, o 300 accionistas cualificados si se ha contratado un proveedor de liquidez.

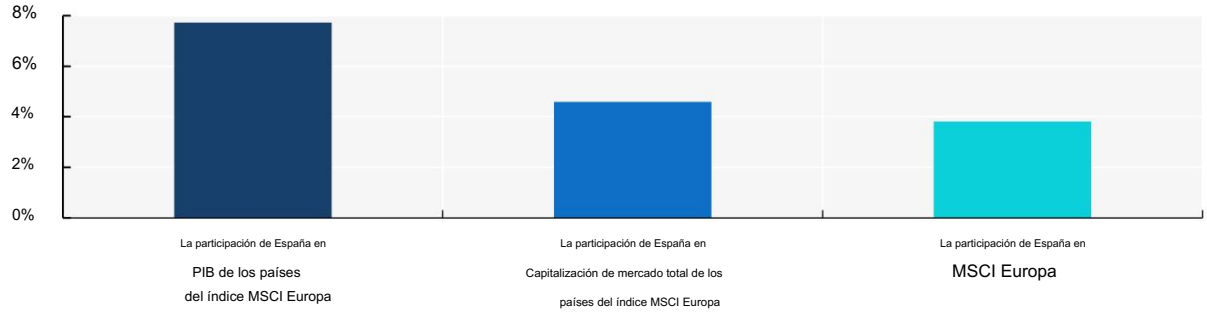
Fuente: Cálculos de la OCDE basados en LSEG; BME, Euronext, NYSE, Börse Frankfurt, Nasdaq, London Stock Exchange.

Si bien los bajos niveles de capital flotante permiten a los propietarios conservar el control y, al mismo tiempo, aprovechar algunos de los beneficios de cotizar en bolsa, pueden tener efectos perjudiciales para el mercado en su conjunto. En primer lugar, pueden reducir la liquidez del mercado: mayor Los niveles de capital flotante se asocian con una mayor liquidez y pueden ayudar a absorber shocks (Ding, Ni y Zhong, 2016[15]). En segundo lugar, dado que los principales índices se calculan con base en la capitalización bursátil ajustada al capital flotante, los mercados con bajos niveles de capital flotante tienen menor ponderación en estos índices. De hecho, España está infraponderada en los principales índices no solo en relación con el tamaño de su economía —su peso en el índice MSCI Europe es del 3,8%, menos de la mitad de su participación en el PIB agregado de los países que lo componen—, sino también en relación con su participación en la capitalización bursátil total de dichos países (Figura 1.7). La participación de España en el MSCI Europe es aproximadamente un 17% inferior a su participación en la capitalización bursátil agregada de los países que lo componen.

Dado que los grandes inversores institucionales suelen seguir estrategias basadas en índices, los mercados (y las empresas individuales) con ponderaciones limitadas en los índices tienden a recibir menos inversión de inversores institucionales. Dada la importancia de estos inversores en los mercados de capitales globales, esto puede limitar el acceso a la financiación y encarecer el coste del capital.

Machine Translated by Google

Figura 1.7. Participación de España en el MSCI Europe frente a la capitalización bursátil y el PIB de los países constituyentes



Nota: Los países que componen el índice MSCI Europe son Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Suecia y Suiza. La capitalización bursátil se refiere a los mercados regulados. Las acciones se calculan según el país de cotización.

Fuente: Cálculos de la OCDE basados en Eurostat, LSEG, MSCI; Perspectivas económicas de la OCDE 115.

Una forma de abordar la tensión entre la preferencia de los propietarios por mantener el control y garantizar un alto nivel de acciones disponibles para la negociación pública, con sus beneficios asociados, es el uso de clases de acciones con derechos de voto diferenciados. Sorprendentemente, dado que la renuencia a perder el control se citó como la razón más común para permanecer privadas, la mayoría de las empresas encuestadas por la OCDE, tanto cotizadas como no cotizadas, no consideraron importante la existencia de acciones con múltiples derechos de voto (Figura 3.18). El porcentaje de empresas que la consideraron importante fue ligeramente mayor entre las no cotizadas (32%) que entre las cotizadas (26%).

La presencia de estructuras accionariales con diferentes derechos de voto varía según el país y el sector. En Estados Unidos, las empresas tecnológicas las utilizan principalmente para conservar la influencia de sus fundadores, mientras que en Europa no existen tendencias claras en el sector, sino grandes diferencias entre países. Por ejemplo, las estructuras accionariales con múltiples derechos de voto son muy comunes en Francia y Suecia, pero raras en Alemania y Suiza.
El tipo de estructura utilizada para lograr derechos de voto diferenciados también varía según el país. Una de ellas son las acciones de fidelización, en las que los accionistas obtienen mayores derechos de voto al mantener las acciones durante más tiempo (lo que significa que, técnicamente, las acciones no pertenecen a clases diferentes). España introdujo en su legislación estas estructuras de fidelización para las empresas que cotizan en mercados regulados en 2021 (Freshfields Bruckhaus Deringer, 2021[16]). Esta es la estructura accionarial por defecto en Francia (ISS, 2023[17]).

Otra estructura, más centrada en la retención del control del fundador, utiliza clases de acciones que siempre conllevan diferentes derechos de voto. Esto es común en Suecia, por ejemplo, donde la legislación permite estructuras de acciones en las que una clase de acciones tiene hasta diez veces más derechos de voto que la clase con menos derechos de voto.
Para abordar las preocupaciones sobre el control de los fundadores e incentivar la cotización de pymes, la Comisión Europea ha adoptado una directiva sobre la armonización mínima de las normas en toda la UE, que permite por primera vez este tipo de estructuras de derechos de voto múltiples para las empresas que cotizan en un sistema de negociación multinivel (SMN), aunque con ciertas restricciones (Comisión Europea, 2024[13]). El Reino Unido también ha ampliado el uso de acciones de clase dual al segmento premium del mercado, y se están llevando a cabo conversaciones para flexibilizar aún más las restricciones (A&O Shearman, 2024[18]). Se han implementado iniciativas similares en varias jurisdicciones asiáticas, como China, Hong Kong (China) y Singapur (Liang, Nguyen y Zhang, 2022[19]). En 2023, el proveedor de índices S&P Dow Jones eliminó la restricción de elegibilidad para la inclusión en sus principales índices para empresas con estructuras de múltiples clases de acciones, introducida en 2017 (S&P Global, 2023[20]).

Sin embargo, el debate sobre la conveniencia de las acciones con derecho a voto múltiple no es concluyente. Algunas de las iniciativas mencionadas han sido criticadas por inversores y representantes de inversores por debilitar la protección de los accionistas (Agnew, 2024[21]). Desde febrero de 2024, Institutional Shareholder Services (ISS), firma líder en asesoramiento de representación, generalmente recomienda votar en contra de la elección o reelección de directores.

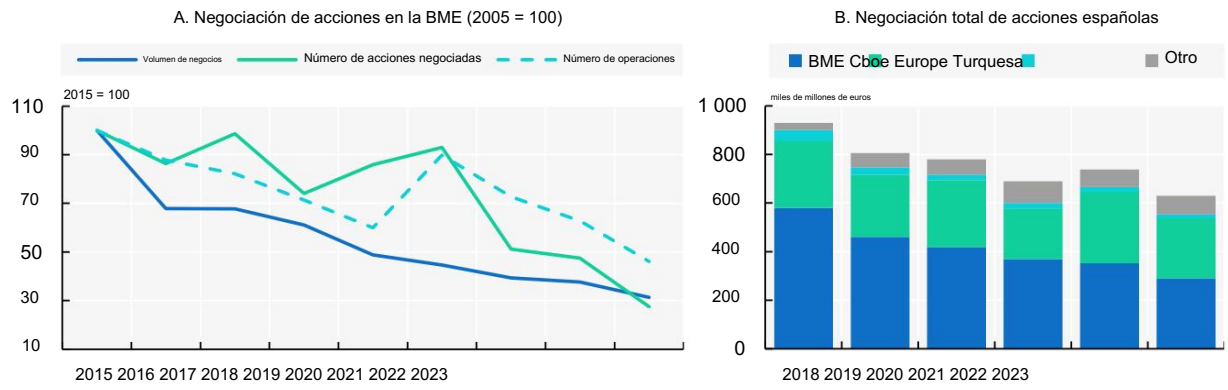
Machine Translated by Google

Empresas con acuerdos desiguales de derechos de voto (ISS, 2024[22]). Teniendo en cuenta estos matices, cabe considerar si las estructuras de voto diferenciadas podrían incentivar el uso de los mercados de valores públicos en un mercado caracterizado por la propiedad familiar.

1.3.2. Condiciones posteriores a la publicación

Podría decirse que una de las condiciones más importantes una vez que una empresa cotiza es el nivel de liquidez del mercado secundario. Esto se refleja en las respuestas a la encuesta de la OCDE, donde el desafío más importante, citado por el 59% de las empresas, fue la baja liquidez (Figura 3.10). El tercer desafío más citado fue la volatilidad del precio de las acciones (45%), que en cierta medida es un efecto de la iliquidez. Una alta liquidez mejora el mecanismo de determinación de precios, tiende a impulsar los precios de los activos y desencadena una mayor emisión de valores en el mercado público de valores (Amihud y Mendelson, 1991[23]; Hanselaar, Stulz y Dijk, 2017[24]). Por lo tanto, mejorar las condiciones de liquidez es un aspecto importante para aumentar el atractivo de un mercado. En España, la liquidez en la bolsa principal (BME) ha disminuido sustancialmente con el tiempo (Panel A, Figura 1.8; véase también la sección 4.8). Esto se debe, en parte, a la mayor fragmentación de la negociación en diferentes plataformas tras los avances regulatorios y tecnológicos (OCDE, 2016[25]). Sin embargo, el volumen de negociación también ha disminuido casi un tercio entre 2018 y 2023 si se considera el volumen total de negociación de acciones españolas admitidas a negociación en los mercados españoles (Figura 1.8, Panel B).

Figura 1.8. Evolución del volumen de operaciones con acciones en España a lo largo del tiempo



Nota: El Panel A se basa en las estadísticas de negociación de acciones del libro electrónico de órdenes de BME. El Panel B se refiere a la negociación, tanto en línea como en negro, sujeta a las normas de mercado o de SMN, de valores con ISIN español admitidos a negociación en los mercados secundarios oficiales españoles. Los datos de CBOE incluyen la negociación realizada a través de Chi-X y BATS hasta 2020.

Fuente: BME, CNMV (2022[26]; 2023[27]) .

Los participantes del mercado han señalado que una de las razones de la disminución de la negociación en BME es el coste significativamente mayor en comparación con otros mercados europeos. Un factor clave de este aumento de costes es la Interfaz Post-Negociación (PTI), un sistema introducido con TARGET2-Securities (T2S) para el seguimiento de la titularidad de las acciones durante todo el proceso de negociación. Sin embargo, la última Ley de Valores (6/2023) considera la PTI redundante, dada la nueva normativa europea que busca armonizar los procedimientos entre los Estados miembros. En consecuencia, la ley elimina el requisito de que el depositario central de valores utilice la PTI, lo que permite una transición de dos años al nuevo marco regulatorio. Se espera que la eliminación de la PTI reduzca los costes de negociación y aligere las cargas administrativas. En adelante, los custodios serán responsables del seguimiento de la titularidad en lugar de depender de la supervisión durante el proceso de liquidación (Société Générale, 2023[28]).

La disponibilidad del préstamo de valores —una transacción mediante la cual un inversor presta temporalmente un valor a otra parte a cambio de una garantía y una comisión— también afecta la liquidez del mercado secundario. Este proceso facilita varias funciones importantes del mercado financiero, como la gestión de riesgos y la creación de mercado.

Machine Translated by Google

Cobertura, arbitraje y otras operaciones de negociación, lo que contribuye a una mayor eficiencia y liquidez del mercado. A diferencia de la mayoría de los países europeos similares, incluida la Directiva sobre Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM) de la UE, España no permite actualmente las instituciones de inversión colectiva (IIC).
Fondos de inversión: para realizar operaciones de préstamo de valores fuera de ciertos supuestos específicos (relacionados con la concesión de crédito en el mercado al contado y el préstamo a través de entidades de contrapartida central o depositarias centrales de valores). El marco legal español vigente (Ley 35/2003, artículo 30.6) permite el préstamo de valores de IIC, pero requiere previamente la aprobación mediante Orden Ministerial (BME, 2024[7]). El Ministerio de Economía, Comercio y Empresa ha iniciado el proceso regulatorio para ello, lanzando una consulta pública en septiembre de 2024 (Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, 2024[29]).

Otro factor importante de liquidez es la transparencia. Una mayor transparencia tiende a reducir los costes de negociación y a aumentar la liquidez (Pagano y Röell, 1996[30]). En este sentido, recientemente se ha adoptado una propuesta para crear un proveedor de información consolidada (CTP) a nivel de la UE, que proporcionará datos de negociación lo más cercanos posible al tiempo real para acciones, bonos y derivados (Consejo Europeo, 2024[31]). Esto debería facilitar la negociación y mejorar las condiciones de liquidez en los mercados de la UE, incluido España. En términos más generales, muchas medidas que contribuyen a aumentar la actividad del mercado de capitales en sentido amplio también mejorarían la liquidez.
Estas medidas incluyen potenciar el papel de los inversores institucionales (sección 1.5) y la participación minorista (sección 1.6).

Finalmente, un aspecto importante del atractivo de un mercado desde la perspectiva de una empresa es la posibilidad de cotización simultánea en otro mercado (doble cotización) y la facilidad con la que se puede llevar a cabo dicho proceso. Esto es especialmente relevante para empresas con una importante presencia internacional. Por lo tanto, una infraestructura que permita la doble cotización, especialmente en lo que respecta a los procedimientos de depósito central y los sistemas informáticos, puede ser una vía importante para retener a empresas importantes en los mercados nacionales. En España no existen barreras legales que impidan a las empresas que cotizan en bolsa cotizar en otras bolsas.

Recomendaciones

Resumen

Para mejorar las condiciones de cotización y negociación en los mercados de valores, España podría:

- Finalizar el proceso de aprobación de una Orden Ministerial que permita a los Esquemas de Inversión Colectiva (EI) realizar operaciones de préstamo de valores y considerar ampliar la elegibilidad a otros vehículos como los fondos de pensiones.
- Acelerar la actualización del sistema operativo de la Bolsa de Valores de BME para alinearlo con el de SIX y otras bolsas internacionales.
- Evaluar la idoneidad del marco de capital flotante mínimo existente y la aplicación de exenciones.
- Introducir una desgravación fiscal para el capital social de las empresas en consonancia con lo establecido en el DEBRA de la UE propuesta para eliminar el actual sesgo fiscal hacia la financiación de la deuda.
- Iniciar un diálogo con las empresas a través de una organización empresarial como CEOE o CEPYME, conjuntamente con los operadores de las Bolsas de Valores, para entender qué acuerdos regulatorios ayudarían a incrementar la actividad del mercado de capitales.
- Evaluar si la infraestructura existente con respecto, por ejemplo, a los procedimientos de depósito central y a los sistemas de TI crea barreras indebidas a las cotizaciones duales en otros mercados.

El mercado de renta variable español ha experimentado un declive en los últimos años, tanto en términos de actividad del mercado primario como del secundario. Las empresas españolas dependen de la renta variable no cotizada en una medida significativamente mayor que...

Machine Translated by Google

En la mayoría de los demás países europeos, las ratios de capital flotante de las empresas cotizadas son bajas. En consecuencia, el mercado español está infrarrepresentado en los principales índices internacionales, lo que afecta a los flujos de capital de los inversores institucionales. Esta limitada actividad en el mercado de valores no puede atribuirse únicamente a la falta de dinamismo del sector empresarial, ya que existe un conjunto de empresas españolas importantes y rentables que han optado por no cotizar. Por lo tanto, mejorar las condiciones para la cotización en bolsa, tanto antes como después de la salida a bolsa, debería ser una prioridad. Esto incluye no solo las OPV tradicionales, sino también formas alternativas de salida a bolsa, como la cotización directa. A continuación, se describen diversas iniciativas políticas para mejorar las condiciones de la cotización en bolsa.

Dada la disminución de liquidez observada en el mercado español en los últimos años, las autoridades y los proveedores de infraestructura de mercado deberían considerar medidas para facilitar la negociación. Debería finalizarse el proceso de emisión de una Orden Ministerial que permita las operaciones de préstamo de valores por parte de las IIC, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 30.6 de la Ley 35/2003. Además, para seguir mejorando la liquidez del mercado, debería evaluarse la posibilidad de ampliar la elegibilidad del préstamo de valores a otros vehículos, como los fondos de pensiones.

Para estimular una mayor actividad en el mercado español, es fundamental que los sistemas operativos de la principal bolsa se integren con los de otras bolsas internacionales. Actualmente, los sistemas de BME difieren de los de otras bolsas importantes, incluyendo los de SIX, su propietaria. La integración de estos sistemas podría facilitar la negociación transfronteriza, mejorar la liquidez y fomentar una mayor participación en el mercado. Si bien se están logrando avances en este sentido, se prevé que sea un proceso plurianual. Acelerar el progreso de esta integración contribuiría a impulsar la actividad de negociación en España.

Para aumentar la representación en los índices y la entrada de inversores institucionales internacionales en los mercados españoles, así como para impulsar la liquidez, se deben realizar esfuerzos para incrementar el capital flotante (free float) actual, relativamente bajo. Esto podría incluir una evaluación de la idoneidad de los requisitos actuales de capital flotante para las OPV y la relativa poca frecuencia con la que se aplican exenciones, teniendo en cuenta que, en una comparación internacional, no parece existir una correlación clara entre los requisitos mínimos y el nivel real de capital flotante en los mercados, y que un requisito mínimo excesivamente alto podría desincentivar la cotización de ciertas empresas. Esto debería hacerse en el marco de los nuevos umbrales mínimos acordados recientemente en la Ley de Cotización de la UE. Además, se podría implementar en España una deducción por capital propio, como la establecida en la propuesta DEBRA de la UE, para reducir el desequilibrio existente que otorga a la financiación de la deuda un tratamiento fiscal favorable e incentivar aún más la financiación mediante capital propio.

La renuencia a perder el control de la empresa es la razón más citada para permanecer privada entre las empresas españolas no cotizadas. Se deben considerar medidas para mitigar esta preocupación. Además de evaluar si sería apropiada una mayor flexibilidad con respecto al nivel mínimo de capital flotante, se podría explorar la utilidad de mecanismos alternativos de mejora del control centrados en la retención del control por parte de los fundadores, como las acciones con derecho a voto múltiple. Estos esfuerzos deberían estar en consonancia con iniciativas similares para los mercados de pymes en expansión a nivel de la UE en el contexto de la Ley de Cotización. Cabe señalar que la mayoría de los encuestados de la OCDE a empresas españolas no mencionaron estas estructuras como importantes, por lo que estas evaluaciones deberían realizarse en consulta con las empresas cotizadas y, en particular, con las grandes empresas no cotizadas para comprender qué acuerdos serían beneficiosos para una mayor actividad en el mercado de valores. Este diálogo podría iniciarse con organismos de representación empresarial como la organización nacional de pymes CEPYME u otros organismos pertinentes como la CEOE.

Por último, si bien no existen barreras legales para la doble cotización en España, se debería evaluar la infraestructura (en particular en lo que respecta a los procedimientos de depósito central y los sistemas de TI) para la doble cotización en otros mercados, en particular Estados Unidos, a fin de garantizar que no desincentive a las grandes empresas internacionales a domiciliarse y cotizar en España.

Machine Translated by Google

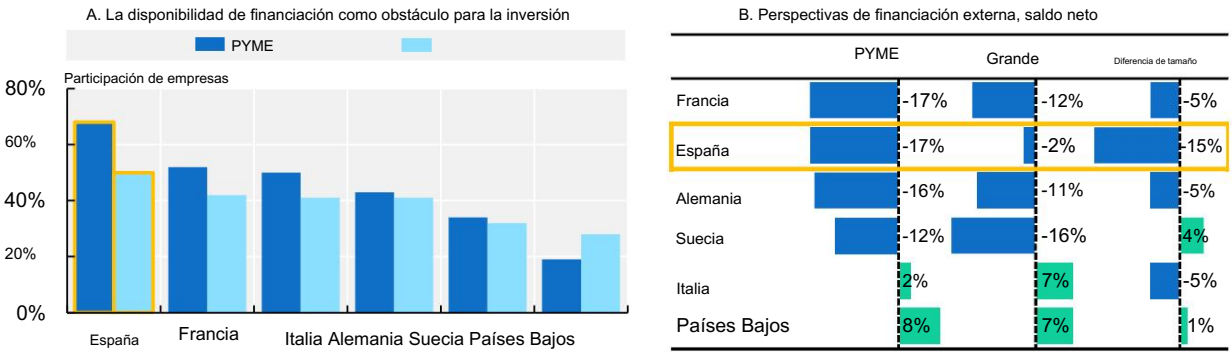
1.4. Creación de condiciones para que las PYME utilicen los mercados de capitales

Las pequeñas y medianas empresas (pymes) desempeñan un papel crucial en la economía española, constituyendo más del 99% del total de empresas del país. Contribuyen significativamente al empleo, representando alrededor de dos tercios de la fuerza laboral, generan el 57% del valor añadido total y más del 30% del PIB. Sin embargo, las pymes españolas son menos productivas en comparación con sus homólogas europeas (véase el capítulo 2) y tienden a innovar menos tanto en sus productos como en sus procesos de negocio (CE, 2023[32]). Además, las pymes españolas se enfrentan a importantes dificultades para acceder a financiación externa, lo que resulta en un uso limitado de la financiación de mercado. Esta infrautilización de los mercados de capitales puede atribuirse a varios factores, como la falta de conocimiento y comprensión por parte de las pymes sobre sus posibles beneficios y la consiguiente dependencia excesiva de fuentes de financiación tradicionales, como los préstamos bancarios. Asimismo, los desincentivos regulatorios asociados a la cotización en bolsa y la limitada demanda de acciones de pymes por parte de los inversores actúan como factores disuasorios adicionales para la entrada de empresas más pequeñas en el mercado de valores.

Los mercados de capitales pueden ofrecer oportunidades de financiación a largo plazo a las pymes durante la fase de crecimiento, facilitando sus planes de expansión y permitiéndoles diversificar sus fuentes de financiación. Por lo tanto, es crucial desarrollar las herramientas necesarias para mejorar el acceso de las pymes a la financiación de mercado, lo que podría impulsar la productividad y el crecimiento económico en España.

Según una encuesta realizada por el BEI, el 68% de las pymes españolas identifican falta de financiación disponible como una barrera significativa a largo plazo para la inversión (Figura 1.9, Panel A). Esta cifra contrasta con sus pares europeos. En los Países Bajos y Suecia, por ejemplo, solo el 19% y el 34% de las empresas, respectivamente, perciben el acceso a la financiación como un impedimento para la inversión. Además, la brecha entre pequeñas y grandes empresas también es mayor en España en comparación con otros países. En España, el 50% de las grandes empresas considera el acceso a la financiación como una barrera para la inversión, lo que es 18 puntos porcentuales menor que la cifra para las pymes. Las pymes españolas expresan opiniones significativamente más negativas con respecto a la disponibilidad a corto plazo de financiación externa que las grandes empresas. Específicamente, el saldo neto en la percepción de las condiciones crediticias (la proporción de empresas que esperan una mejora menos la proporción de empresas que esperan un deterioro en los próximos doce meses) fue del -17% para las pymes, en contraste con el -2% para las grandes empresas (Figura 1.9, Panel B). Esta diferencia de tamaño es, con diferencia, la mayor entre sus homólogas, lo que refleja que las pymes españolas no solo se enfrentan a mayores barreras en comparación con otros países europeos, sino que también se encuentran en una situación de desventaja considerable en comparación con las empresas nacionales de mayor tamaño. Cabe mencionar, sin embargo, que la misma encuesta sugiere que la proporción de empresas españolas que estaban insatisfechas con la cantidad de financiación externa recibida, no la recibieron o decidieron no solicitarla debido a los altos costes previstos o al miedo al rechazo es relativamente baja (BEI, 2024[33]).

Figura 1.9. Percepciones de las empresas sobre el acceso a la financiación



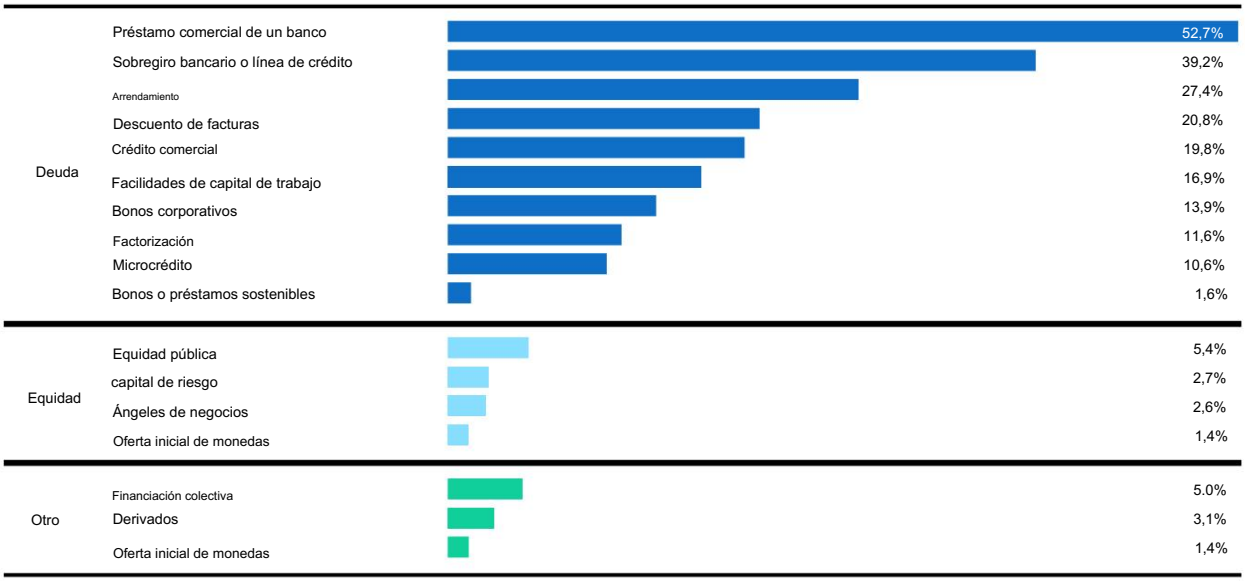
Nota: El panel A muestra el porcentaje de empresas que consideran la disponibilidad de financiación como un obstáculo importante o menor. El panel B se basa en las respuestas a la pregunta: "¿Cree que [la disponibilidad de financiación] mejorará, se mantendrá igual o empeorará en los próximos 12 meses?".
El saldo neto se calcula como la proporción de empresas que esperan una mejora menos la proporción de empresas que esperan un deterioro.
Fuente: Encuesta de inversión del BEI 2023.

Machine Translated by Google

La perspectiva negativa sobre la disponibilidad de financiación externa subraya un problema fundamental en la estructura de financiación de las empresas españolas. Como se destaca en el análisis de la encuesta de la OCDE, las empresas españolas dependen en gran medida de la financiación bancaria (véase el Capítulo 3). Una encuesta independiente realizada por el Banco de España como parte de un proyecto con la Red Internacional de Educación Financiera (INFE) de la OCDE, dirigida específicamente a las micro y pequeñas empresas, respalda este hallazgo en empresas con menos de 50 empleados. Cabe destacar que el instrumento más utilizado son los préstamos bancarios, empleados por el 53% de las empresas, seguidos de los descubiertos bancarios o líneas de crédito (39%). Una proporción significativamente menor de empresas (14%) utiliza otras fuentes de financiación de deuda, como bonos corporativos. La encuesta también subraya el uso limitado de instrumentos de capital por parte de las micro y pequeñas empresas. Solo el 5,4% de las empresas encuestadas informaron haber utilizado capital público, y solo el 2,7% y el 2,6%, respectivamente, han recibido financiación de capital riesgo y de inversores informales (Figura 1.10).

La fuerte dependencia de la financiación bancaria es en parte resultado de una falta de concienciación e información sobre Otras opciones financieras para las pymes. Solo el 53 % de los empresarios respondió correctamente a una pregunta que evaluaba su comprensión de conceptos como el capital y la propiedad. El 34 % de los encuestados no consideró otras opciones de productos y servicios financieros. Estas deficiencias son más frecuentes en las empresas de menor tamaño (Banco de España, 2021[34]).

Figura 1.10. Uso de instrumentos financieros por parte de las pequeñas y microempresas en España



Fuente: Banco de España (2021[34]), Encuesta sobre conocimientos financieros de pequeñas empresas. Se refiere a empresas con menos de 50 empleados.

1.4.1. Mercados públicos de valores

Reconociendo los desafíos que enfrentan las pymes para acceder a financiación externa, BME estableció un mercado de valores alternativo en 2006, el MAB, rebautizado como BME Growth en 2020, que opera como un MTF.
Este segmento está diseñado específicamente para facilitar el acceso a los mercados de capitales a las pymes en fase de crecimiento y expansión (véase el Capítulo 4, Sección 4.4). A finales de 2023, 58 empresas (no REIT) cotizaban principalmente en BME Growth, una cifra significativamente inferior a la de otros mercados europeos en expansión (Figura 1.11, Panel A).

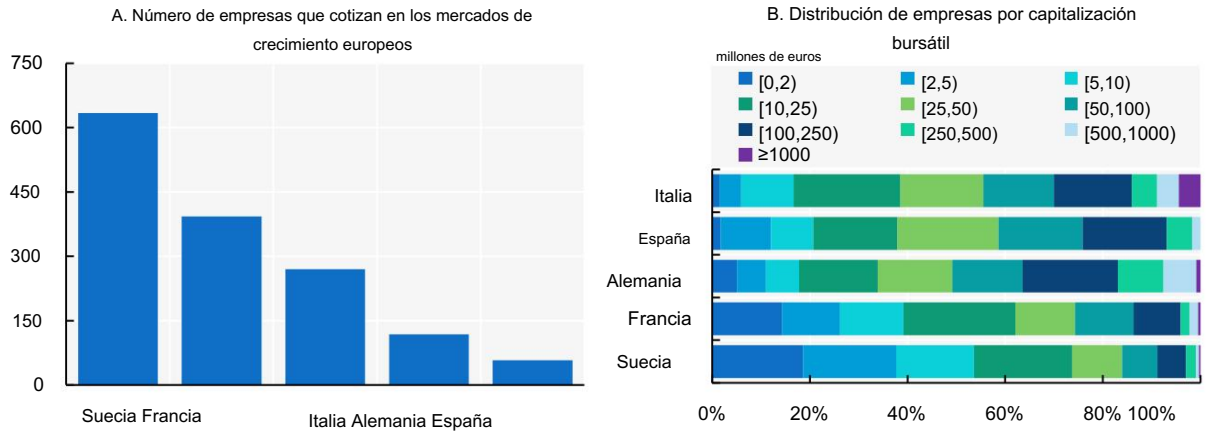
Cotizar en mercados públicos puede ser especialmente costoso para las pymes. Parte de los costes en los que incurren se relacionan con las tasas de supervisión. En España, estas son cobradas por la CNMV y actualmente se fijan a tasas nominales según... Leyes 16/2014 y 6/2023. El supervisor no tiene autoridad para modificarlas. Algunas tarifas, en particular las de revisión de folletos, se establecen a tanto alzado. Si bien reconocemos que estas tarifas representan una pequeña parte de la

Machine Translated by Google

Si bien existen costos totales asociados con salir y permanecer en bolsa (la mayor parte está relacionada con los honorarios de asesoría legal y financiera), la estructura de tarifa fija aún impone una carga desproporcionada sobre las empresas más pequeñas, que deben pagar tarifas sustancialmente más altas en relación con su tamaño en comparación con las más grandes.

Además, si bien los principales esfuerzos relacionados con los mercados en crecimiento deberían ser atraer a empresas más pequeñas que actualmente no consideran viable cotizar en bolsa, cabe destacar que el número de empresas en BME Growth con una capitalización bursátil superior a 500 millones de euros es muy limitado (Figura 1.11, Panel B). Esto podría deberse a que las empresas de ese tamaño consideran que el mercado regulado se adapta mejor a sus necesidades, pero otro factor que probablemente influya en el número de empresas más grandes en el mercado en crecimiento es el requisito obligatorio en España para que las empresas con una capitalización bursátil superior a 1.000 millones de euros (durante un período continuo de seis meses) soliciten la admisión al mercado principal (establecido en la Ley 6/2023). Las empresas tienen un plazo de dos años para completar la transición. En España se ha presentado una propuesta legislativa para eliminar el requisito de cambiar los segmentos del mercado en función de la capitalización bursátil. Esto está en consonancia con las prácticas en países similares (BME, 2024[7]).

Figura 1.11. Empresas cotizadas en BME Growth y otros mercados europeos de crecimiento, a finales de 2023



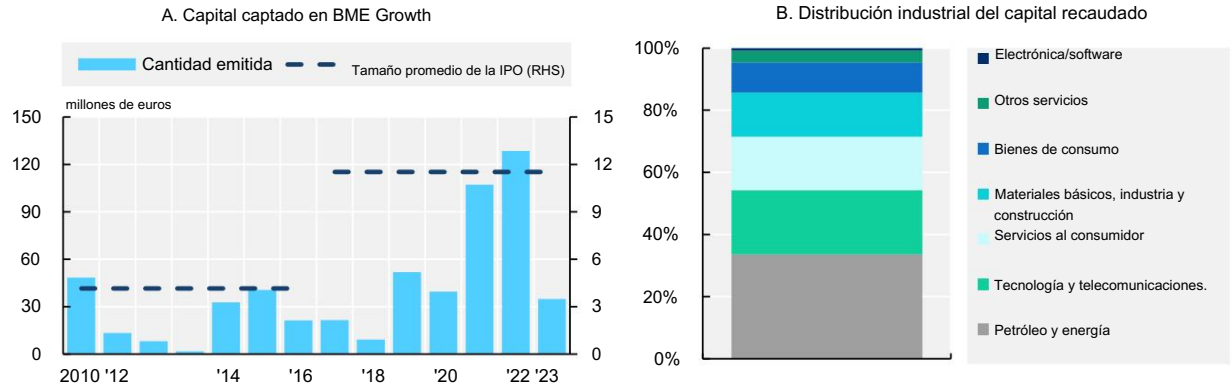
Nota: Se refiere a cotizaciones primarias. Excluye REIT. El Panel A se refiere a las empresas que cotizan en los segmentos de crecimiento de los mercados nacionales de cada jurisdicción. Las pequeñas discrepancias entre el número de empresas que se muestran para España en el Panel A de esta figura y la Tabla 4.7 se deben a las diferencias en la clasificación sectorial entre BME y LSEG para ciertas REIT; a la exclusión de las cotizaciones no primarias en este caso; y al hecho de que las clases de acciones duales solo se contabilizan como una empresa en esta figura. En esta figura se ha utilizado la clasificación sectorial de LSEG para garantizar la comparabilidad internacional entre mercados.

Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE; véase el Anexo A para obtener más detalles.

El capital captado a través de salidas a bolsa en BME Growth ha sido limitado, aunque se ha producido cierto crecimiento a lo largo del tiempo, especialmente en 2021 y 2022. En 2022, 10 empresas captaron un total récord de 128,5 millones de euros.
Sin embargo, en 2023 se produjo una importante caída, en línea con las tendencias generales del mercado, con un descenso de las OPV a 35 millones de euros (Figura 1.12, Panel A). Además, el tamaño de las OPV en BME Growth ha aumentado con el tiempo, con un tamaño medio de 11,5 millones de euros entre 2017 y 2023, en comparación con los 4,2 millones de euros de los 7 años anteriores. En cuanto a las industrias, el sector de petróleo y energía es el más grande, representando el 34 % del total de los fondos recaudados. El segundo sector más importante es el de tecnología y telecomunicaciones, que representa el 21 % de los fondos recaudados desde 2010.

Machine Translated by Google

Figura 1.12. OPI en BME Growth, 2010-23



Nota: Excluye REIT. En el Panel A, el tamaño promedio de las OPI excluye las empresas que cotizaron sin captar capital.

Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE.

Un avance notable implementado para facilitar el acceso a los mercados de capitales a empresas con potencial de alto crecimiento fue la creación de BME Scaleup en 2023, un mercado diseñado principalmente para empresas en expansión. ¹ Este mercado ofrece requisitos regulatorios y procesos de constitución más accesibles (véase la sección 4.4.2), lo que facilita el acceso al mercado de valores a las empresas que no cumplen los requisitos de información para cotizar en BME Growth. Además de la simplificación de los requisitos y procesos de admisión, las empresas que cotizan en este mercado, así como aquellas que aspiran a cotizar en otros segmentos de BME, tienen acceso a Entorno Pre Mercado , un programa que ofrece oportunidades de formación y networking para que las pymes se familiaricen con las operaciones del mercado de capitales y faciliten la conexión con inversores privados e institucionales. España también cuenta con otro Sistema Multilateral de Negociación (SMN) denominado Bolsa de Valores de Cartera, que opera desde 2023. Esta bolsa utiliza un modelo digital centrado en la reducción del número de intermediarios y en ofrecer requisitos de cotización flexibles. Por ejemplo, no existe un requisito mínimo de capital flotante (Bolsa de Valores de Cartera[35]). Aunque se dirige a todo tipo de empresas, hasta ahora este mercado ha atraído principalmente a las SOCIMI (REIT).

La investigación sobre empresas que cotizan en bolsa también es una parte importante del ecosistema del mercado de capitales. Ofrecer a los inversores información y análisis de fácil acceso sobre empresas, sectores y tendencias del mercado les ayuda a tomar decisiones de inversión informadas y contribuye a mejorar la liquidez de las acciones cotizadas (Roulstone, 2003[36]). Sin embargo, desde la implementación de la MiFID II de la UE en 2018, las empresas de inversión deben separar los gastos asociados a la investigación de los vinculados a la ejecución de operaciones (conocido como «unbundling»), una disposición destinada a prevenir posibles conflictos de intereses. Esta norma ha tenido efectos adversos en el análisis y la cobertura de la investigación de las empresas, especialmente en las más pequeñas, y el umbral de capitalización bursátil para el cual se permite la agrupación se está eliminando con el paquete de la Ley de Cotización de la UE (PwC, 2024[37]). Si bien este desafío no es exclusivo del mercado español, sino que se extiende por toda Europa, la alta proporción de empresas españolas con baja capitalización bursátil ha resultado en un aumento notable de empresas con cobertura limitada o nula. Según datos del Instituto Español de Analistas, entre 2017 y mediados de 2024, el número medio de analistas que cubren empresas con una capitalización bursátil inferior a 300 millones de euros disminuyó un 38,5 %. Si bien la cobertura ha disminuido para todos los grupos de empresas, independientemente de su tamaño, la disminución ha sido significativamente mayor entre las empresas con menor capitalización bursátil. Para abordar este problema, el Instituto Español de Analistas y BME implementaron conjuntamente un proyecto conocido como Lighthouse, cuyo objetivo es proporcionar análisis fundamental de las empresas que cotizan en el mercado español que carecen de cobertura de investigación. El proyecto ha mostrado algunos indicios de un aumento de la liquidez agregada para las empresas cubiertas en los últimos dos años, a diferencia del mercado en general. Si bien esta iniciativa ha avanzado en la reducción del número de empresas sin cobertura de investigación, la disponibilidad de analistas centrados en las pymes en el mercado español sigue siendo limitada.

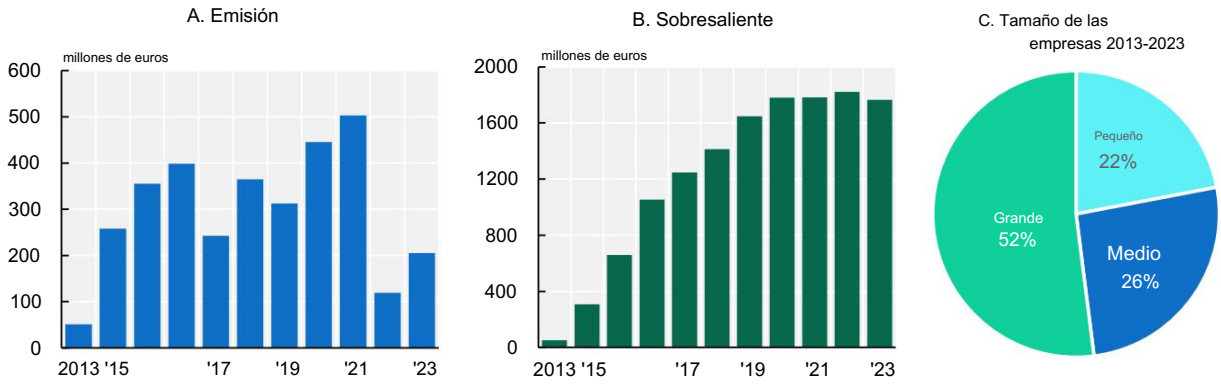
Machine Translated by Google

Aumentar la participación extranjera también es crucial para fortalecer el funcionamiento de los mercados de capitales españoles. Actualmente, la legislación española exime de tributación las rentas derivadas de la transmisión de valores y de los reembolsos de participaciones en fondos de inversión realizados en cualquiera de los mercados regulados en España y obtenidos por personas físicas o entidades no residentes sin establecimiento permanente en territorio español, que sean residentes en un Estado con el que España tenga suscrito un convenio de doble imposición (Real Decreto Legislativo 5/2004[38]).
Sin embargo, esta exención no se aplica cuando los ingresos provienen de un MTF.

1.4.2. Mercados de renta fija

En 2013 también se puso en marcha un Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) para canalizar fondos hacia empresas que buscan requisitos más flexibles y procedimientos de emisión más rápidos que en los mercados regulados (BME, 2023[39]).
Sin embargo, durante la última década, las emisiones de bonos corporativos en este mercado han sido relativamente limitadas, con un importe total emitido promedio inferior a los 300 millones de euros (Figura 1.13, Panel A). Si bien el número total de empresas que buscan financiación a través del MARF ha aumentado gradualmente, las emisiones se han centrado principalmente en pagarés comerciales en lugar de bonos corporativos. Desde 2016, la proporción de bonos corporativos en la emisión total ha oscilado entre el 1% y el 18%, disminuyendo con el tiempo (BME, 2023[40]). Los pagarés comerciales se utilizan habitualmente para financiar pasivos a corto plazo y, por lo tanto, son menos adecuados para inversiones a largo plazo.
pero a veces puede servir como la primera entrada de una empresa en los mercados de capitales. Si bien más de la mitad de las empresas que emiten en este mercado (incluidas las emisiones no vinculadas a bonos) son grandes, el MARF también ha atraído a un número significativo de pequeñas y medianas empresas, que representan respectivamente el 26% y el 22% del total de empresas (Figura 1.13, Panel C).

Figura 1.13. Emisión de bonos en el MARF



Nota: El Panel C incluye emisores de bonos corporativos, pagarés, cédulas hipotecarias y bonos respaldados por activos .
(bonos de titulización) y acciones preferentes (participaciones preferentes). Las empresas se clasifican según los siguientes criterios: pequeñas - menos de 50 empleados; mediana - entre 50 y 259 empleados; grande - 250 o más empleados.
Fuente: BME.

1.4.3. Mercados de capital privado

En el ámbito del capital privado, existen iniciativas gubernamentales de larga data para promover la inversión en empresas de menor tamaño. AXIS, la filial de capital riesgo del ICO, gestiona actualmente cuatro fondos. Fond-ICO Pyme (anteriormente Fond-ICO) se fundó en 1993 con el objetivo de promover el sector empresarial mediante inversiones en pymes españolas. Actualmente, cuenta con una dotación de 250 millones de euros e invierte directamente en empresas con proyectos que tienen un impacto social o de sostenibilidad significativo, así como en fondos dirigidos a empresas que desarrollan proyectos con un impacto social o de sostenibilidad significativo. Las inversiones en fondos de capital riesgo y capital privado las realiza Fond-ICO Global, lanzado en 2013. Este fondo de fondos tiene como objetivo mejorar la financiación no bancaria para las pymes españolas, aumentando su...

Machine Translated by Google

niveles de capitalización y promover la creación de fondos de renta variable de gestión privada para invertir en empresas españolas en distintas etapas de crecimiento (ICO[41]). La dotación actual de Fond-ICO Global asciende a 4.500 millones de euros, tras una expansión de 2.500 millones de euros en 2020 para los próximos 5 años. Más recientemente, en 2022, se lanzó Fond-ICO Next Tech con el objetivo de impulsar proyectos digitales innovadores y de alto impacto. Actualmente, este fondo gestiona 4.000 millones de euros y sus inversiones se dirigen tanto a fondos de capital privado como a empresas de los sectores digital y de inteligencia artificial, dirigidas a empresas en fase de expansión. Finalmente, Fond-ICO Sostenibilidad e Infraestructuras, creado en 2018 con un tamaño de 400 millones de euros, invierte directamente en empresas con proyectos greenfield y en fondos de infraestructuras que invierten, principalmente, en empresas españolas. La implementación de estas iniciativas ha contribuido al desarrollo de un sector de capital privado exitoso en España. Sin embargo, aún existe un considerable potencial de mejora, evidente en las cifras de captación de fondos, inversión y desinversión, que son inferiores a las de homólogos europeos como Francia, Países Bajos y Suecia (véase el Capítulo 6). Además, la proporción de pequeñas empresas que recurren a la financiación de capital privado sigue siendo limitada (Figura 1.10).

Recomendaciones

Resumen

Para fomentar un mercado de pymes en crecimiento dinámico, España podría:

- Establecer una cooperación entre los operadores cambiarios y la Cámara de Comercio, posiblemente incluyendo al Ministerio de Economía y la CNMV, para promover el uso de la financiación basada en el mercado entre las PYME.
- Finalizar la eliminación de la obligación de transición de un MTF a un mercado regulado una vez que la capitalización de mercado alcance los 1.000 millones de euros.
- Otorgar a la CNMV mayor flexibilidad para variar las tasas de supervisión en función del tamaño de la empresa.
- Apoyar a los proveedores de investigación (empresas de investigación independientes, analistas industriales, etc.) en la prestación de cobertura de investigación y análisis de las PYME, ya sea mediante el suministro de datos, subsidios u otros medios.
- Considerar la posibilidad de ampliar las exenciones fiscales para no residentes sobre las rentas generadas por la transmisión de valores cotizados en el principal mercado español para que también cubran los valores MTF. • Apoyar a las pymes para que aprovechen la financiación disponible a través de los Fondos AXIS.

Las pymes españolas se enfrentan a importantes barreras para acceder a financiación externa, lo que las sitúa en desventaja no solo frente a otros países europeos, sino también frente a las grandes empresas nacionales. Aumentar el acceso de las pymes a diversas fuentes de financiación, más allá de la financiación bancaria tradicional, impulsaría su crecimiento, la inversión a largo plazo y la innovación, y, por lo tanto, debería ser una prioridad política. Diversas iniciativas políticas para...

A continuación se describen las estrategias para fomentar mercados de PYME dinámicos.

Una cooperación entre los operadores bursátiles españoles, las asociaciones de capital privado y la Cámara de Comercio podría contribuir a concienciar a las pymes españolas sobre los beneficios de la financiación basada en el mercado. En la encuesta de la OCDE a empresas españolas, casi el 80 % de los encuestados indicó que ningún actor del mercado se había puesto en contacto con ellos para animarles a cotizar en bolsa ni para proporcionarles información sobre los costes y beneficios asociados a dicha cotización en los últimos tres años (Figura 3.17). Dada la amplia representación de la Cámara de Comercio en el sector económico, podría desempeñar un papel clave de coordinación para identificar a las pymes con potencial de crecimiento que carecen de financiación adecuada y conectarlas con los actores relevantes del mercado. Esta iniciativa público-privada podría incluir seminarios educativos, talleres y campañas informativas impartidas por expertos bursátiles, con el objetivo de dotar a las pymes de los conocimientos y recursos necesarios para evaluar eficazmente las alternativas de financiación, proporcionándoles información sobre los procedimientos necesarios en cada caso. También debería buscar concienciar a las empresas más pequeñas sobre la introducción de un Punto Único de Acceso Europeo (PAES) y la posibilidad de presentar solicitudes voluntariamente.

Machine Translated by Google

La información se hará accesible a través de este portal, poniendo a disposición de una amplia gama de inversores potenciales su rendimiento financiero (junto con datos no financieros, según corresponda). Esta cooperación también podría incluir, o ser coordinada por, el Ministerio de Economía y/o la CNMV.

Otra forma de incentivar la salida a bolsa de las pymes podría ser eliminar el requisito de que las empresas que cotizan en un SMN español se incorporen al mercado principal una vez que su capitalización bursátil supere los 1.000 millones de euros durante un período continuo de seis meses. Este umbral se elevó en el Real Decreto-ley 34/2020 (anteriormente fijado en 500 millones de euros), y las empresas disponen de un período transitorio de un máximo de dos años durante el cual pueden beneficiarse de ciertas exenciones a la publicación y difusión de información (Ley 6/2023[42]).
Existe una propuesta legislativa vigente para derogar por completo la obligación de cambiar de mercado. Esta propuesta debería implementarse para evitar perjudicar a las empresas que prefieren seguir cotizando en bolsa.
SMN español, que de otro modo podrían optar por cotizar en SMN extranjeros en países que no tienen dicho requisito. Además, para reducir los costes durante el proceso de cotización, se recomienda primero que la CNMV tenga la facultad de modificar la estructura de las tasas de supervisión (sin limitarse a la revisión del folleto) y que posteriormente aplique sistemáticamente tasas variables en función del tamaño de la empresa (por ejemplo, la capitalización bursátil).

Para garantizar la eficacia de los mercados de capital dirigidos a las PYME, es fundamental no sólo promover las empresas adopción de financiación basada en el mercado, sino también para facilitar la participación de los inversores. La demanda insuficiente puede disuadir a las empresas de utilizar la financiación basada en el mercado. Un factor significativo que contribuye a esta baja demanda es la limitada cobertura de investigación para las pymes. Para abordar este problema, apoyar e incentivar a los proveedores de investigación, como firmas de investigación independientes, analistas del sector y firmas de investigación del lado vendedor, en la prestación de sus servicios de investigación a empresas de pequeña capitalización, ya sea mediante el suministro de datos (por organismos como el Banco de España u organizaciones empresariales como CEPYME), subvenciones u otros medios, podría aumentar la demanda de acciones de pymes. Además, ampliar las exenciones fiscales para los inversores extranjeros para incluir a los MTF podría estimular las inversiones en pymes que cotizan en mercados como BME Growth. Si fuera necesario para mantener las políticas fiscales actuales con respecto a las REIT, la exención podría excluir las transacciones en participaciones de fondos negociadas en un MTF.

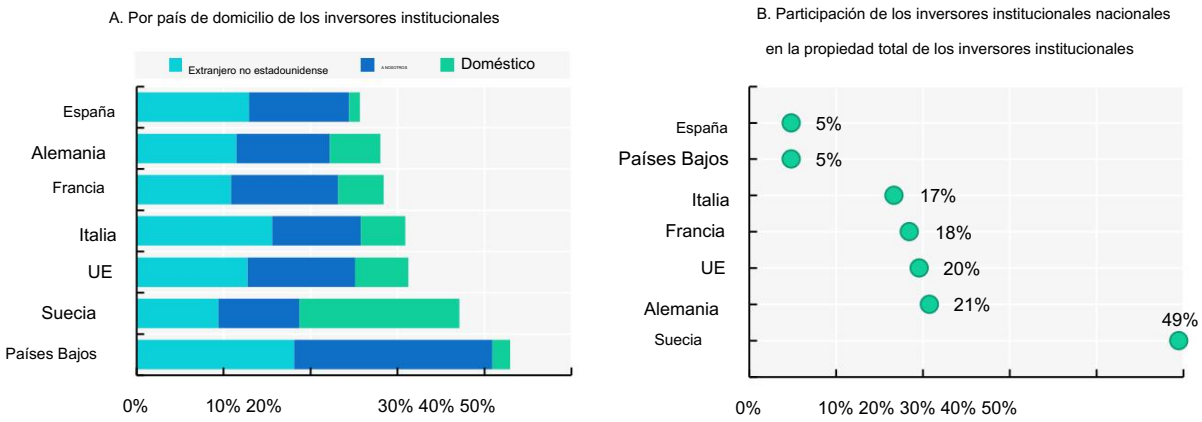
El capital privado, especialmente el capital de riesgo y de crecimiento, es una importante fuente de financiación alternativa para las PYME. Para fortalecer aún más el sector español de capital privado, las autoridades nacionales podrían considerar apoyar a las pymes para que accedan a financiación a través de los fondos AXIS. Por ejemplo, las autoridades o las asociaciones empresariales podrían organizar grupos de pymes que buscan financiación, ofrecer apoyo informativo y facilitar reuniones entre estas empresas y los gestores de los fondos AXIS.

1.5. Aumentar el papel de los inversores institucionales

Los inversores institucionales (fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos de inversión) son fundamentales en los mercados financieros globales. En un contexto de creciente concentración de la propiedad, constituyen la categoría de inversor más grande a nivel mundial, con un 44% del capital público (OCDE, 2023[43]). Esto convierte al capital de los inversores institucionales en una fuente significativa de financiación para las empresas y un importante impulsor del dinamismo del mercado de capitales. En la encuesta de la OCDE a empresas españolas, el aumento de la atención de los inversores institucionales fue citado por las empresas cotizadas como una de las razones más importantes para seguir cotizando, según el 86% de las empresas. La estructura de propiedad del mercado de valores español se caracteriza por dos aspectos: un nivel relativamente bajo de participación de inversores institucionales en general y una proporción muy baja de propiedad de inversores institucionales nacionales en particular. A finales de 2023, el 26% del capital público español estaba en manos de inversores institucionales, en comparación con el 31% en el conjunto de la UE y el 43% en los Países Bajos (Figura 1.14, Panel A). Solo el 1,2% de esta cifra estaba en manos de inversores institucionales nacionales. Esto equivale a menos de una vigésima parte de la inversión institucional total, en comparación con el 20% en la UE en conjunto y hasta el 49% en Suecia (Panel B).

Machine Translated by Google

Figura 1.14. Participación de los inversores institucionales en la propiedad de acciones nacionales, 2023

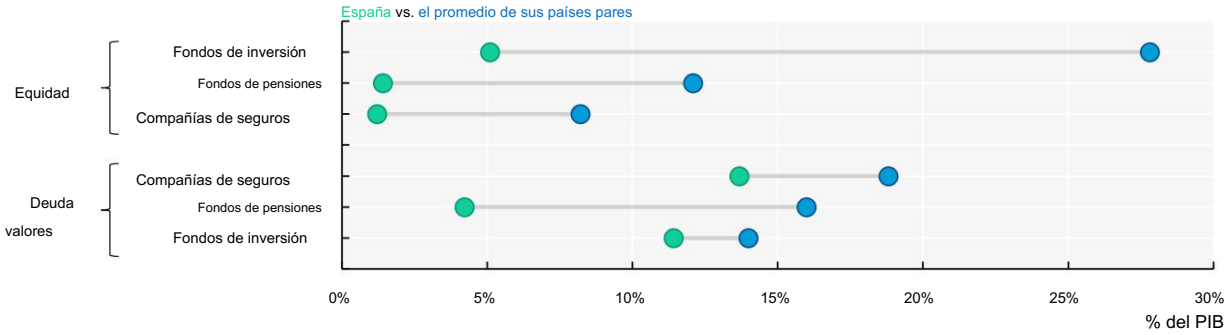


Nota: El panel A muestra la propiedad de inversores institucionales como proporción del total de acciones cotizadas en cada mercado.

Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE.

Estas características son válidas para todo tipo de inversores institucionales y para diferentes instrumentos financieros.
En comparación con un grupo de países similares (Francia, Alemania, Italia, Países Bajos y Suecia), las tenencias de valores de renta variable y de deuda por parte de los inversores institucionales españoles son bajas como porcentaje del PIB (gráfico 1.15).
La mayor diferencia se observa en las tenencias de acciones, donde los niveles promedio en España son tan solo el 15% de los de sus países homólogos. Las tenencias de acciones de los fondos de pensiones y las aseguradoras ascienden al 1,4% y al 1,2% del PIB, respectivamente. Las tenencias de títulos de deuda también son menores que en sus países homólogos, pero los niveles son más similares que en el caso de las acciones (tres quintas partes de los niveles promedio de sus países homólogos), lo que indica una asignación de activos generalmente más conservadora.

Figura 1.15. Activos de inversores institucionales como porcentaje del PIB, 2023



Nota: Los países pares incluidos en el promedio son Francia, Alemania, Italia, Países Bajos y Suecia.

Fuente: Estadísticas de inversores institucionales de la OCDE, Eurostat.

La falta de una sólida base de inversores institucionales nacionales puede constituir un obstáculo importante para el desarrollo del mercado de capitales local. Por lo tanto, fortalecer esta actividad debería ser una prioridad política. Dadas sus diferentes características, se requiere un enfoque específico para cada categoría de inversor institucional. Las siguientes subsecciones ofrecen evaluaciones de la actividad y el entorno político de las tres categorías tradicionales (fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos de inversión) en España.

Machine Translated by Google

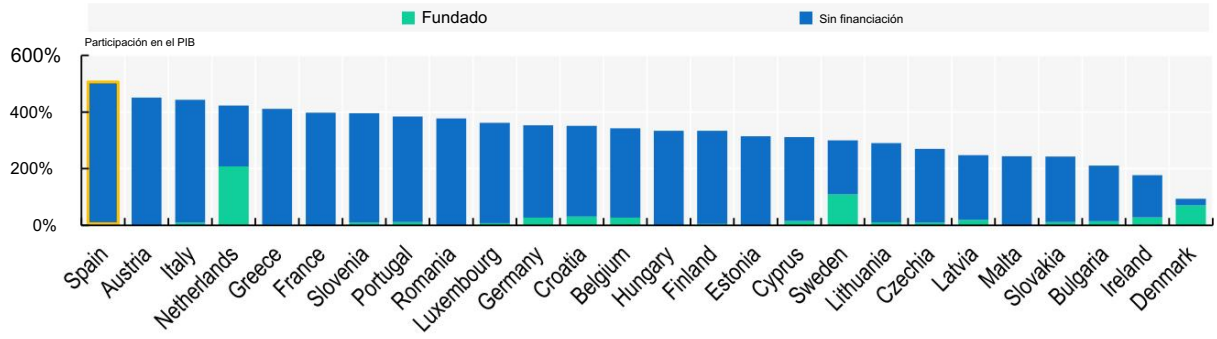
1.5.1. Fondos de pensiones

Los fondos de pensiones son inversores importantes en ciertos mercados. En Estados Unidos, por ejemplo, los activos de los fondos de pensiones ascendían a 26,4 billones de dólares estadounidenses a finales de 2023, además de otros 13,6 billones de dólares estadounidenses en planes de jubilación individuales, lo que suma un total de 40 billones de dólares estadounidenses, aproximadamente una vez y media el PIB (Reserva Federal de EE. UU., 2024[44]). Sus horizontes de inversión a largo plazo hacen que los fondos de pensiones sean muy adecuados para la actividad del mercado de capitales y, por lo tanto, una importante fuente potencial de capital para las empresas. Además, la rentabilidad del capital invertido puede contribuir a garantizar la sostenibilidad de los sistemas de pensiones y proporcionar a los jubilados unos ingresos suficientes.

Sin embargo, la cantidad de capital disponible en los fondos de pensiones y el grado en que invierten en los mercados de capitales depende del diseño de los sistemas de pensiones. Los fondos de pensiones solo pueden ser inversores significativos si las pensiones respaldadas por activos constituyen una parte considerable de los derechos totales. En los países donde predominan los sistemas de reparto, que en cambio se financian con contribuciones a través de impuestos aplicados a los trabajadores actualmente en activo, los fondos de pensiones son, naturalmente, significativamente más pequeños. Este último modelo es común en toda la UE, con algunas excepciones notables (Países Bajos, Dinamarca y Suecia). España tiene el nivel más alto de derechos de pensión en la UE, con un 501% del PIB. Menos del uno por ciento de esto se refiere a derechos de capitalización (Figura 1.16). Al mismo tiempo, tiene una de las tasas de reemplazo brutas teóricas más altas (beneficios de pensión en la jubilación en relación con los ingresos cuando se trabaja) en la OCDE, con un 80% (OCDE, 2023[45]).

Si bien el sistema de reparto seguiría siendo el pilar fundamental del sistema de pensiones, aumentar la proporción de prestaciones de capitalización contribuiría a diversificar el ahorro previsional español. Además, al aumentar los activos de los inversores institucionales, podría ser un catalizador importante para una mayor actividad en el mercado de capitales. Cabe destacar que esto no implica una sustitución ni una reducción del sistema público de pensiones (Pilar I) en términos absolutos; puede lograrse incentivando la creación y la inversión en planes de pensiones profesionales (Pilar II) e individuales (Pilar III) respaldados por activos, que pueden llegar a representar una mayor proporción de las prestaciones totales con el tiempo.

Figura 1.16. Derechos a pensión de los hogares, finales de 2021



Nota: Datos no disponibles para Polonia. Fuente: Eurostat.

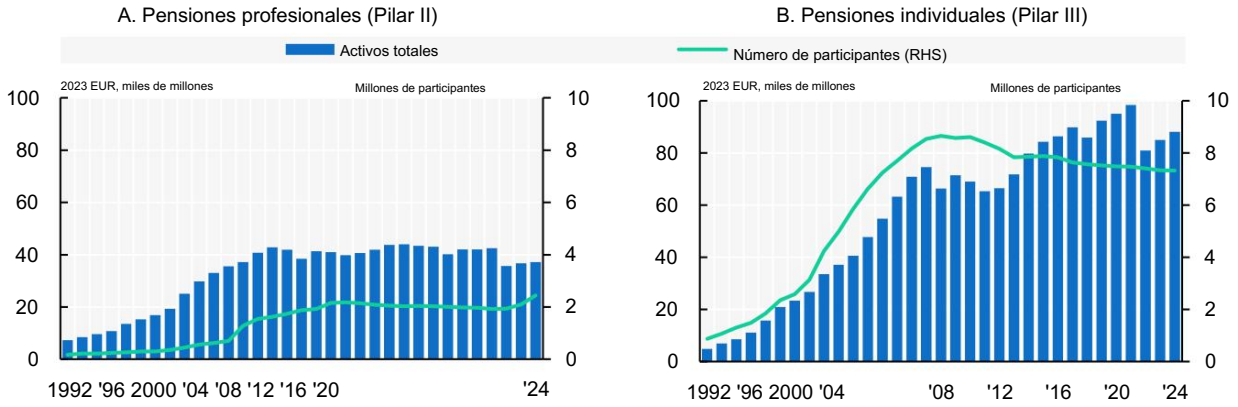
Como reflejo de la pequeña proporción de derechos de capitalización, el tamaño agregado de los planes de pensiones de empleo (Pilar II) en España no supera los 37.000 millones de euros, aproximadamente el 2,5 % del PIB (Figura 1.17, Panel A). Esto se compara con los 1,6 billones de euros en los Países Bajos, los 273.000 millones de euros en Suecia y los 214.000 millones de euros en Francia (EIOPA[46]). El número de participantes en España es de 2,4 millones, equivalente al 10 % de la fuerza laboral (Eurostat[47]). Aparte de un repunte en la participación en 2024, los activos totales y el número de participantes se han mantenido relativamente constantes durante los últimos 15 años. Los planes de pensiones individuales (Pilar III) han experimentado un crecimiento más sólido, tanto en número de participantes como en activos totales. A principios de 2024, contaban con 7,3 millones de participantes y unos activos totales bajo gestión de 88.000 millones de euros (Panel B). Sin embargo, gran parte de este crecimiento tuvo lugar en la década de 1990. Los activos totales bajo gestión son similares en términos reales a los de 2016, y el número de participantes ha disminuido desde un pico de 8,6 millones en 2008. En 2021,

Machine Translated by Google

En el marco de la Ley 11/2020 de Presupuestos Generales del Estado para 2021, el importe de las aportaciones a planes de pensiones personales deducibles de impuestos se redujo de 8.000 EUR a 2.000 EUR, cifra que se redujo aún más a 1.500 EUR en 2022. Simultáneamente, se aumentó la deducibilidad hasta un máximo de 8.500 EUR para las aportaciones a planes colectivos, siempre que el empresario realice una determinada parte (que varía en función del nivel salarial) de las aportaciones (Ley 35/2006, 2006[48]; Ius Laboris, 2022[49]).

Además, una reforma de la regulación española de planes y fondos de pensiones, aplicable desde 2015, introdujo la posibilidad de retiros anticipados ilimitados de los planes de pensiones, con el objetivo de aumentar las contribuciones entre la población más joven. Esto se aplica a las contribuciones realizadas al menos diez años antes, con los primeros retiros disponibles a partir de 2025. Según Inverco, la asociación española de instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones, el importe de los fondos elegibles para el reembolso anticipado asciende a 78.600 millones de euros, de los cuales aproximadamente el 70 % corresponde a planes personales y el 30 % a planes de empleo. Los retiros anticipados, si se realizan a gran escala, reducen la previsibilidad y acortan el horizonte de inversión de los fondos de pensiones, lo que los impulsa.
Hacia carteras más líquidas, lo que podría reducir su capacidad de contribuir a proyectos a largo plazo en la economía real. Esto también podría resultar en menores prestaciones al momento de la jubilación (OCDE, 2021[50]).

Figura 1.17. Planes de pensiones ocupacionales e individuales en España



Fuente: Inverco.

En comparación con muchos países de nuestro entorno, la proporción de activos de fondos de pensiones de empleo invertidos directamente en renta variable, tanto cotizada como no cotizada, es baja en España. A finales de 2023, representaba menos del 6% del total de activos de inversión, en comparación con el 43% en Suecia y el 25% en Italia (Gráfico 1.18, Panel A). Sin embargo, la exposición a la renta variable a través de fondos de inversión (que representan el 57% del total de activos de inversión) es relativamente alta. El 37% de las participaciones en fondos de inversión de los fondos de pensiones de empleo españoles se mantienen en fondos de renta variable (Panel B). Al combinar la exposición directa e indirecta a la renta variable, la proporción española es similar a la media del país de nuestro entorno, con un 27% (Panel C).

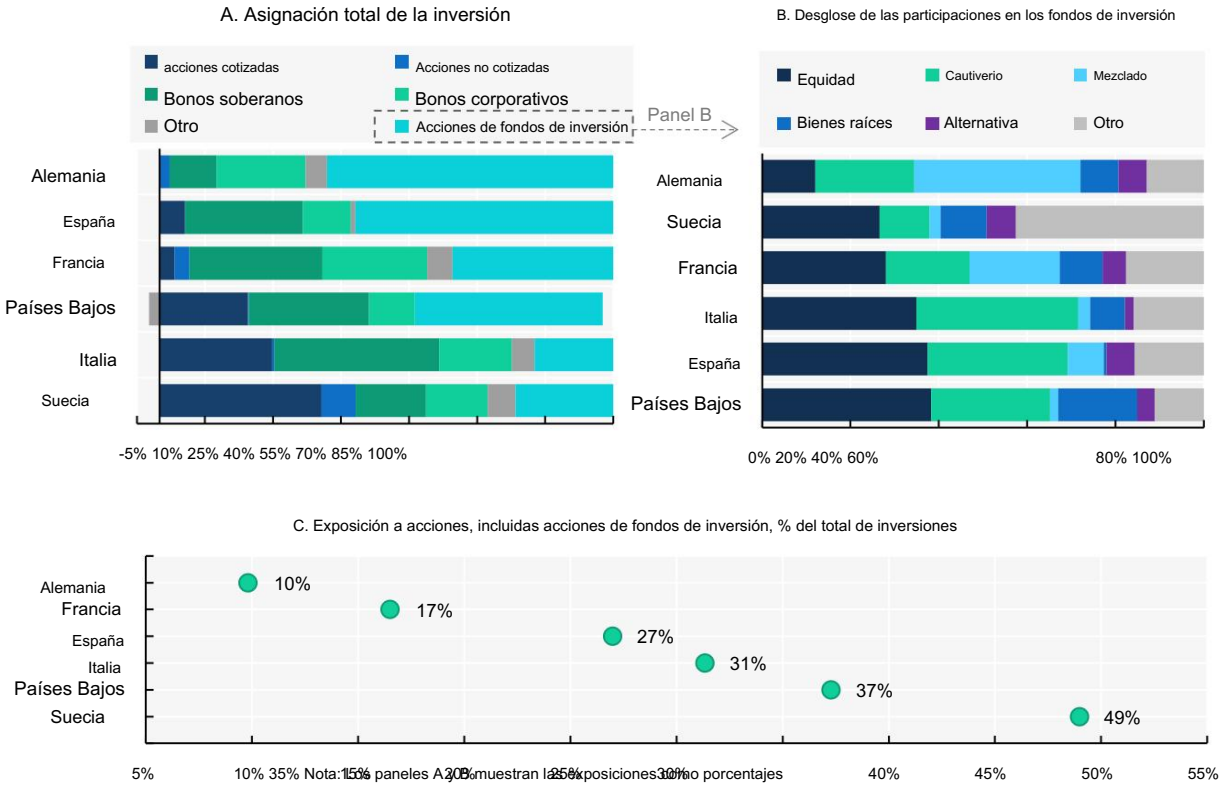
La regulación permite que esta proporción aumente aún más. En teoría, los fondos de pensiones españoles pueden invertir el 100% de sus activos en acciones negociadas en un mercado regulado (30% para valores no admitidos a negociación en un mercado regulado) (OCDE, 2024[51]). Si bien la asignación de activos la decide mejor el propio fondo, teniendo en cuenta la estructura de pasivos y el perfil de riesgo de sus partícipes, los grandes inversores institucionales pueden contribuir a cambios importantes en las estructuras de financiación más amplias. Una mayor asignación a acciones cotizadas, por ejemplo, podría facilitar el acceso a la financiación mediante acciones cotizadas a las empresas y, por lo tanto, contribuir a reducir la dependencia de las empresas españolas de las acciones no cotizadas (véase la Figura 1.4, Panel B).

Si bien la regulación permite que la participación en fondos de inversión privados alcance hasta el 30% de la cartera total, existen limitaciones en las comisiones de gestión y depositaría que los fondos de pensiones de empleo pueden pagar. Esta limitación se fijó inicialmente en el 1,5% del saldo total de la cuenta correspondiente anualmente (Real Decreto 681/2014[52]), pero posteriormente se diferenció en función de la estrategia del fondo, como sigue: 0,85% para renta fija.

Machine Translated by Google

fondos, 1,3% para fondos de estrategia mixta y 1,5% para otros fondos (Real Decreto 62/2018). Posteriormente, el Real Decreto 668/2023 estableció que este límite es acumulativo para inversiones en empresas de capital privado o fondos de capital cerrado que formen parte del mismo grupo que la entidad gestora, pero para fondos no pertenecientes al grupo se permite una comisión adicional del 0,55% sobre el límite general (Boletín Oficial del Estado[53]; CECA, 2023[54]). Algunos participantes del mercado han indicado que, si bien estos cambios han flexibilizado las inversiones en capital privado, los límites siguen suponiendo una restricción efectiva para las inversiones en fondos de capital privado, que suelen tener comisiones más altas, pero que también pueden ofrecer una plataforma eficaz para invertir en un grupo diverso de empresas no cotizadas con potencial de mayor rentabilidad. La asignación de los fondos de pensiones españoles a inversiones de capital privado representa actualmente menos del 1% de la cartera total (SpainCap, 2024[55]).

Figura 1.18. Asignación de activos de los fondos de pensiones ocupacionales, cuarto trimestre de 2023



de las inversiones totales. La exposición a derivados es negativa en los Países Bajos.

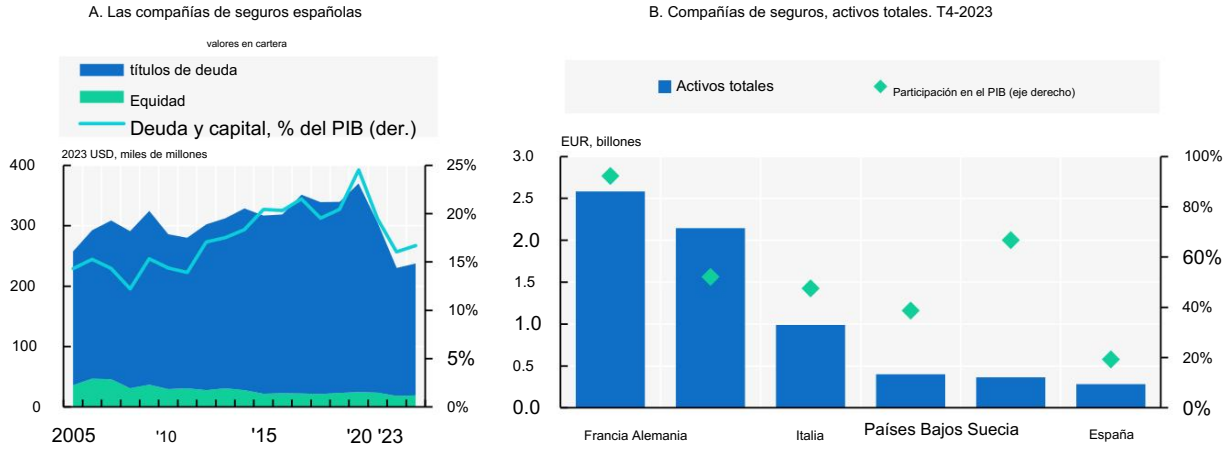
Fuente: Estadísticas del FPE de la EIOPA.

1.5.2. Compañías de seguros

El sector asegurador español se caracteriza por dos atributos principales: un tamaño relativamente pequeño y una asignación de activos muy conservadora. Las tenencias de acciones y títulos de deuda de las aseguradoras alcanzaron un máximo del 25% del PIB en 2020 (de los cuales los títulos de deuda representaron 22 puntos porcentuales), antes de descender al 16% en 2022, debido a una fuerte disminución en la valoración de los títulos de deuda tras el aumento de los tipos de interés oficiales a nivel mundial (Figura 1.19, Panel A). El tamaño total de los activos del sector a finales de 2023 era de 282.000 millones de euros, equivalente al 19% del PIB. Esta es la cifra más baja entre los países de su entorno, tanto en términos absolutos, alrededor de una quinta parte de la media, como como porcentaje del PIB, menos de un tercio de la media (Pane

Machine Translated by Google

Figura 1.19. Tamaño de las compañías de seguros



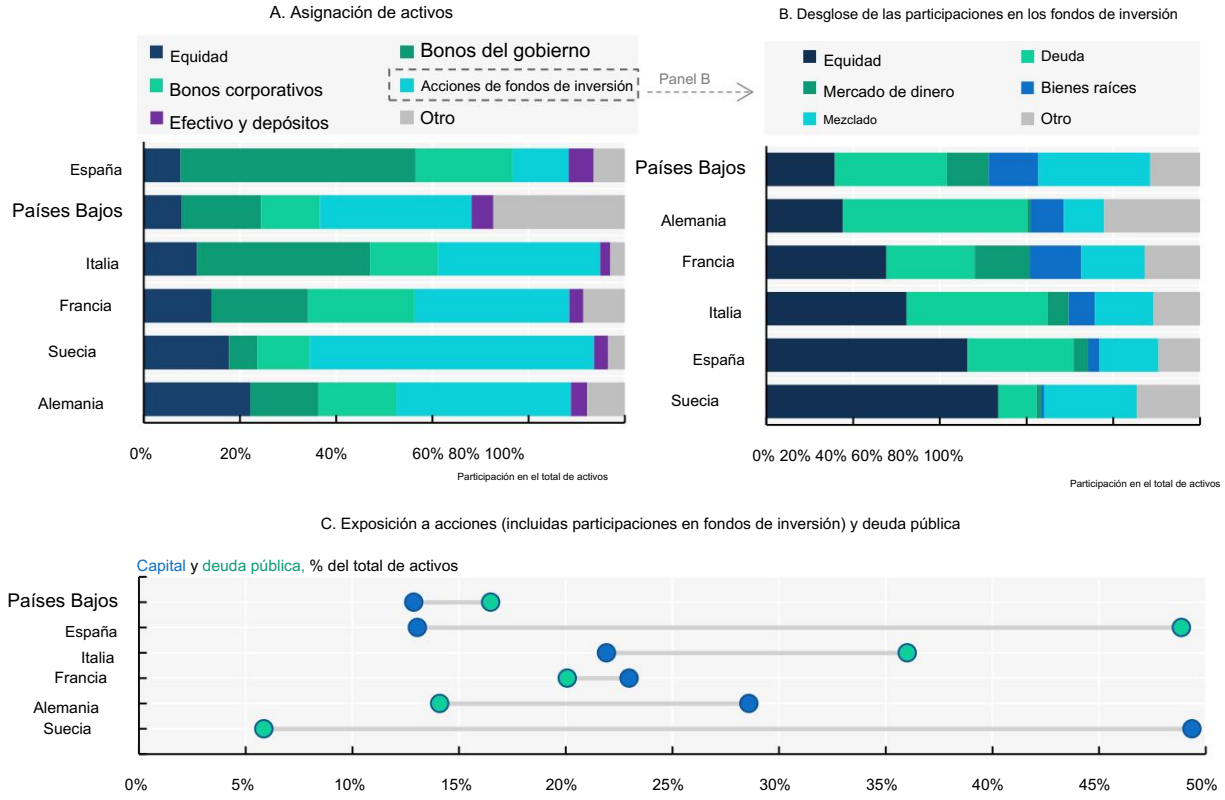
Fuente: Estadísticas de inversores institucionales de la OCDE; EIOPA; Eurostat; FMI.

La asignación conservadora de activos, visible en la división entre renta variable y deuda, destaca en la comparación internacional. La inversión directa en renta variable representa la proporción más baja del total de activos entre los países homólogos, con un 7,6% (Gráfico 1.20, Panel A). Al igual que los fondos de pensiones de empleo, la exposición indirecta al capital a través de los fondos de inversión es mucho mayor, con un 46% del total de participaciones en fondos de inversión, la segunda más alta entre los países homólogos (Panel B). Sin embargo, dado que las participaciones en fondos de inversión representan una proporción relativamente pequeña del total de activos (12%), esto tiene un efecto menor en la exposición total al capital, incluida la exposición indirecta. La exposición relativamente limitada a los fondos de inversión se debe en parte a los normas contables 2 , que aplican a los inversores institucionales, en concreto a la introducción de la NIIF 9 a principios de 2023. cambios en las No se consideran los datos de transparencia de los fondos de inversión no consolidados, sino que se consideran instrumentos con opción de venta. Esto implica que los cambios de valoración se reflejan en la cuenta de resultados, lo que ha incentivado a ciertas aseguradoras a sustituir la exposición directa por la indirecta (DWS, 2019[56]; KPMG, 2021[57]).
Considerando ambos tipos de exposición, la asignación de las aseguradoras españolas a renta variable es del 13%, menos de la mitad de la media de sus homólogos. En cambio, dependen en gran medida no solo de los títulos de deuda en general, sino también de los bonos soberanos en particular. La deuda pública representa casi la mitad de los activos totales, casi el triple de la media de sus homólogos y 13 puntos porcentuales más que Italia, que presenta la segunda mayor exposición (Panel C).

Las partes interesadas consultadas por la OCDE han indicado que la asignación de activos de las aseguradoras se debe en gran medida a las preocupaciones regulatorias sobre los ratios de solvencia objetivo asociados con Solvencia II, así como al deseo de mantener una alta calificación crediticia. Sin embargo, es importante destacar que la asignación conservadora de activos agregados de las aseguradoras españolas no puede ser solo el efecto de Solvencia II como tal, ya que el mismo régimen regulatorio básico se aplica en todos los países homólogos mencionados anteriormente. No obstante, la implementación de la regulación puede diferir entre países. Aumentar la coherencia en la aprobación de modelos internos para calcular los requisitos de capital, por ejemplo, es un debate en curso a nivel de la UE para liberar más capital para la economía real (Letta, 2024[58]). Los participantes del mercado han indicado que la capacidad de supervisión para la aprobación y el desarrollo de dichos modelos está rezagada en España en comparación con otros países. El modelo de negocio básico y la estructura de pasivos de una compañía de seguros se basan naturalmente en estrategias de inversión muy prudentes, que no pueden comprometerse solo por el aumento de la actividad del mercado de valores. Sin embargo, como demuestran las experiencias de países similares, existe un claro margen para asignaciones de activos menos dependientes de la deuda pública y con mayor exposición al capital corporativo. Dado el considerable tamaño del sector asegurador (que en España es ocho veces mayor que el de los fondos de pensiones de empleo) en relación con los mercados de capitales nacionales, incluso un cambio mínimo en la asignación de activos podría tener un impacto significativo.

Machine Translated by Google

Figura 1.20. Asignación de activos de las aseguradoras, cuarto trimestre de 2023



Nota: En el Panel C, la exposición a renta variable incluye la exposición indirecta a través de fondos de inversión en renta variable, mientras que la exposición a deuda pública se refiere únicamente a las inversiones directas. No se incluyen las exposiciones indirectas a través de fondos mixtos.

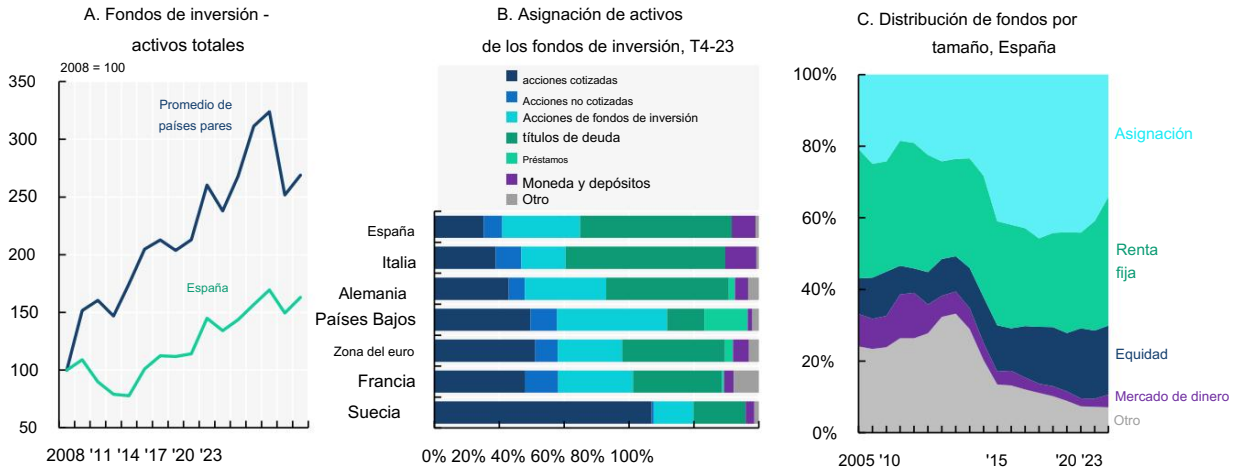
Fuente: Estadísticas de seguros de AESPJ.

1.5.3. Fondos de inversión

Los fondos de inversión han crecido significativamente en todo el mundo durante las últimas dos décadas. El aumento ha sido particularmente marcado en los mercados de deuda tras la crisis financiera de 2008, tras los cambios regulatorios que provocaron el alejamiento de la intermediación crediticia del sector bancario (OCDE, 2024[59]). Los fondos de inversión españoles (incluidos los fondos de inversión colectiva, las SICAV y los ETF) también han crecido, con un aumento de los activos totales del 63% desde 2008. Sin embargo, esto se compara con un crecimiento mucho más significativo del 169% en los países homólogos (Figura 1.21, Panel A). Al igual que con otras categorías de inversores institucionales, las asignaciones de activos de los fondos de inversión también son más conservadoras en España que en la mayoría de los países homólogos. Las tenencias directas de acciones cotizadas y no cotizadas representan el 21% de los activos totales, en comparación con un promedio del 39% en los países homólogos y hasta un 68% en Suecia (Panel B). Los títulos de deuda son la clase de activo más grande, representando el 47% de los activos totales, el más alto entre los países homólogos después de Italia (49%). Sin embargo, los fondos de renta variable han ganado protagonismo con el tiempo, pasando de un promedio del 10% del total de fondos por tamaño entre 2005 y 2014 al 16% entre 2015 y 2023 (Panel C). La proporción de fondos de renta fija se ha mantenido relativamente estable, con el principal descenso en la categoría "Otros", que incluye fondos alternativos, materias primas, convertibles, inmobiliarios y otros. Los fondos de asignación (estrategias mixtas) han experimentado el mayor crecimiento.

Machine Translated by Google

Figura 1.21. Tenencias, asignación de activos y estrategias de los fondos de inversión



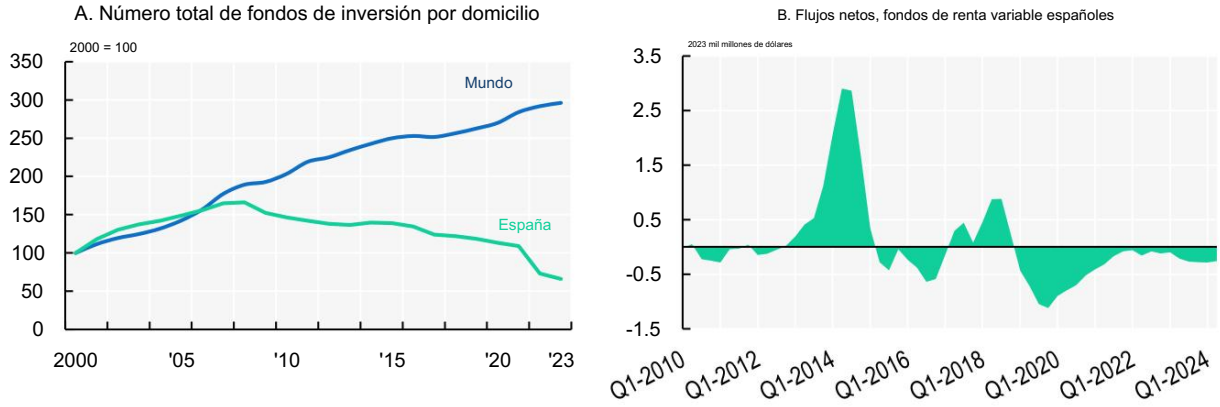
Nota: Los paneles A y B se refieren a fondos no monetarios. Los países homólogos del panel A son Francia, Alemania, Italia, Países Bajos y Suecia.
El Panel C se refiere a fondos de capital variable y ETF domiciliados en España. El tamaño del fondo se calcula en USD según los promedios mensuales de cada año.
"Asignación" se refiere a estrategias mixtas que incluyen renta variable, renta fija y efectivo. La categoría "Otros" incluye fondos alternativos, materias primas, convertibles, inmobiliarios y otros.
Fuente: Estadísticas de inversores institucionales de la OCDE; Cuentas sectoriales del BCE; Morningstar Direct.

Al considerar el número de fondos en lugar del total de activos, se observa una imagen diferente. De hecho, el número de fondos domiciliados en España ha disminuido un 44% desde el año 2000. Este descenso comenzó en 2008, pero el mayor se ha producido desde 2021, año hasta el cual el número total de fondos seguía siendo un 9% superior al de 2000. Esto contrasta con un aumento del 200% a nivel mundial (Figura 1.22, Panel A). Como reflejo de la falta de actividad en el mercado nacional (véase la sección 1.3), los fondos de renta variable españoles han registrado salidas netas en todos los trimestres desde el cuarto trimestre de 2018 (Panel B).

En España, los vehículos de inversión colectiva están sujetos a un régimen fiscal especial con un tipo impositivo del 1 %. Para ser considerados fondos de inversión públicos o SICAV (persona jurídica), se requiere un mínimo de 100 partícipes (participantes en el caso de los fondos de inversión públicos y accionistas en el caso de las SICAV). Esta condición se estableció para garantizar que las personas físicas no utilicen estos sistemas para eludir el tipo general del impuesto de sociedades aplicable a las sociedades mercantiles. Los vehículos de inversión colectiva con menos de 100 partícipes están sujetos al régimen general del impuesto de sociedades (ICGL, 2024[60]). En el caso de las SICAV, estos requisitos se endurecieron tras la modificación de la Ley 11/2021 (vigente a partir de 2022), que exigía el cumplimiento del límite de participación durante tres cuartas partes del total de días del ejercicio fiscal e imponía un umbral mínimo de inversión de 2.500 EUR (12.500 EUR para los fondos paraguas) para que un inversor computara a efectos del número mínimo de participantes (Hogan Lovells[61]). Estos requisitos no se aplican a los vehículos de inversión colectiva en países similares y podrían haber fomentado la reubicación de fondos de inversión en otras jurisdicciones (BME, 2024[7]). Se ha producido una fuerte caída de los fondos domiciliados en España desde 2021 (Figura 1.22).

Machine Translated by Google

Figura 1.22. Evolución de los fondos de inversión a lo largo del tiempo



Nota: El Panel A se refiere a fondos de capital variable y ETF domiciliados en España o cuya región de venta es España. El número total se calcula sumando el número neto de fondos (nuevos menos los inactivos) desde el inicio de la serie de datos. Los fondos inactivos pueden liquidarse o fusionarse en otro fondo. El Panel B muestra las medias móviles de tres trimestres de los fondos clasificados como "renta variable española" por Morningstar y no se limita a los fondos domiciliados en España. Excluye fondos del mercado monetario, fondos de fondos y fondos subordinados.
Fuente: Morningstar Direct.

Cabe destacar que el régimen fiscal especial español para los fondos de inversión no se aplica a los Fondos de Inversión Europeos a Largo Plazo. Fondos de inversión para el comercio de larga duración (ELTIF), lo que significa que están sujetos al impuesto sobre la renta corporativa regular (Clifford Chance, 2023[62]).[3] La actividad de los ELTIF en España se ha visto afectada por una falta de claridad en el tratamiento fiscal y por unas condiciones desventajosas. Tributación en comparación con otros fondos de inversión. Mientras tanto, algunos países de la UE, como Bélgica e Italia, han otorgado beneficios fiscales específicos a los ELTIF, lo que contribuye a que España sea un destino relativamente menos atractivo. Algunas provincias del País Vasco también aplican un tipo impositivo favorable del 1 % a los ELTIF (DLA Piper, 2023[63]).

Cabe destacar que la estructura original de los ELTIF no se ha utilizado ampliamente en la UE en general, con fondos concentrados en un pequeño número de países, ya que el reglamento original de 2015 que los introdujo se consideró excesivamente restrictivo en cuanto a los requisitos de distribución y composición de la cartera. Sin embargo, la estructura se modificó con la introducción del nuevo reglamento «ELTIF 2.0», aplicable a partir de 2024, con el objetivo de aumentar el atractivo del vehículo de inversión. El reglamento modificado flexibiliza las restricciones de inversión y ofrece un proceso de distribución más personalizado (DLA Piper, 2023[63]). Si bien el resultado de estos cambios sigue siendo incierto, algunos estudios prevén que el crecimiento del mercado repunte, convirtiéndose así en un segmento de fondos más importante (Private Equity International, 2024[64]). Un tratamiento fiscal igualitario con otros fondos y una mayor claridad respecto al régimen aplicable ayudarían a España a beneficiarse de estos avances.

El tratamiento fiscal de los fondos cotizados (ETF) en España también merece debate. Los ETF han experimentado un fuerte crecimiento a nivel mundial en los últimos años, superando al ya creciente universo de fondos de inversión, y representando así una proporción cada vez mayor del total de fondos (OCDE, 2024[59]; Oliver Wyman, 2023[65]).
Las comisiones generalmente más bajas, los tratamientos fiscales beneficiosos y las mayores posibilidades de negociación los han convertido en vehículos populares entre los inversores. En España, la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas permite el aplazamiento del impuesto sobre las ganancias de capital (o la transferencia de pérdidas) derivadas de la venta de acciones o participaciones en ciertos vehículos de inversión colectiva, siempre que los fondos se reinviertan en otro vehículo elegible. El impuesto solo se paga cuando un inversor transfiere fondos elegibles. Esto se conoce como el régimen de traspasos . La ley especifica que las transacciones con acciones de ETF no son elegibles para este régimen (EY, 2021[66]). Inicialmente, esto se aplicó a todos los ETF, pero en 2016 las autoridades fiscales españolas emitieron una resolución que hizo que los ETF cotizados fuera de España fueran elegibles para el régimen de traspasos , mientras que los ETF cotizados en España siguieron sin ser elegibles (Cuatrecasas, 2019[67]). Esto redujo significativamente la justificación para cotizar un ETF en España en lugar de en otra jurisdicción y condujo a una reducción en el ya muy pequeño número de ETF cotizados en España (Figura 1.23, Panel A).

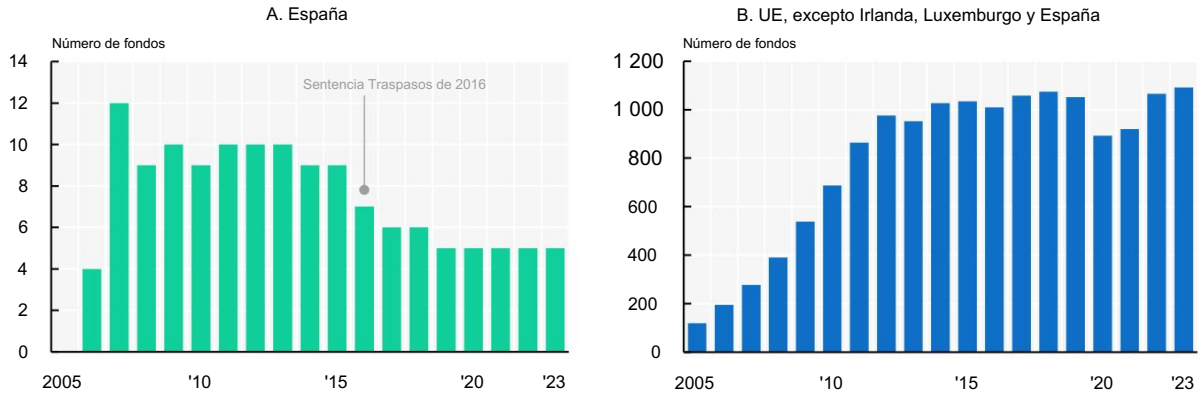
Machine Translated by Google

La ley se modificó en 2021, aplicando una definición más estricta que implicaba que ningún ETF de la UE, cotizado en España o en el extranjero, sería elegible para el régimen de traspasos a partir de 2022 (EY, 2021[66]). Esto ha hecho que cualquier tipo de inversión en ETF sea menos atractiva para los inversores españoles, reduciendo drásticamente los incentivos para cotizar o comercializar un ETF en España. El régimen fiscal actual implica que un inversor que desee modificar su exposición, por ejemplo, pasando de bonos a acciones, deberá pagar el impuesto sobre las ganancias de capital (si corresponde) derivado de la venta del ETF de bonos antes de realizar la nueva inversión en un ETF de acciones.
Desde la perspectiva del inversor, esto hace que invertir en un ETF no sea diferente, en términos de tratamiento fiscal, a comprar directamente los activos subyacentes. En comparación con los fondos que pueden acogerse al régimen de traspasos , esto coloca a los ETF en una desventaja fiscal. Dado que las estructuras de aplazamiento como los traspasos no son aplicables en jurisdicciones comparables de la UE, esta desventaja fiscal relativa es exclusiva de España. Como resultado, el panorama español de ETF no está alineado con el panorama europeo en general.

El desigual tratamiento fiscal de los ETF en comparación con los fondos en España tiene su origen en complejidades operativas. Dado que los ETF se negocian en mercados secundarios, las autoridades fiscales carecen de la certeza de que los intermediarios y las entidades gestoras puedan rastrear la información histórica necesaria sobre la adquisición (por ejemplo, el precio de compra original y la identidad del titular), lo que dificulta el cálculo preciso de las plusvalías y el cumplimiento de las obligaciones tributarias. Por el contrario, en el caso de los fondos tradicionales, se confía a los intermediarios y las entidades gestoras la tarea de proporcionar a las autoridades fiscales información fiable sobre las transmisiones, simplificando el cálculo de las plusvalías y la determinación precisa de las obligaciones tributarias. Reconociendo estas dificultades operativas, la eliminación del desequilibrio fiscal existente podría contribuir al crecimiento de los ETF en España y ofrecer a los inversores una mayor variedad de opciones para invertir sus ahorros.

A diferencia de España, otros países de la UE han experimentado un fuerte crecimiento de los ETF. Este desarrollo no se ha limitado a países que suelen ser dominantes en la actividad de fondos, como Luxemburgo e Irlanda, sino que es generalizado (Figura 1.23, Panel B). Por ejemplo, hay 77 ETF ISIN franceses cotizando en Euronext París, de un total de más de 700 ETF que cotizan en la bolsa (Euronext[68]).

Figura 1.23. Número total de ETF por país de cotización



Fuente: Cálculos de la OCDE basados en Morningstar Direct.

El panorama político español podría estar frenando el crecimiento de la actividad de los fondos de inversión. Eliminar las barreras a la creación de estructuras de fondos, en particular los ETF, y fomentar un entorno que promueva vehículos rentables en general podría contribuir a un aumento de la actividad en los mercados de capitales españoles, en beneficio de los hogares que buscan vías para invertir sus ahorros y de las empresas que necesitan financiación.

Machine Translated by Google

Recomendaciones

Resumen

Para aumentar el papel de los inversores institucionales en sus mercados de capitales, España podría:

- Considerar políticas para aumentar el tamaño del sector de fondos de pensiones ocupacionales e incentivar ahorro para pensiones ocupacionales.
- Eliminar la posibilidad de retiros anticipados de los fondos de pensiones (excepto las contribuciones realizadas cuando esta opción estaba estipulada en la ley).
- Revisar si los límites a las tarifas que los fondos de pensiones pueden pagar por servicios de gestión y depósito restringen indebidamente sus oportunidades de inversión y considerar agregar un límite del 2% para los fondos de inversión alternativos.
- Desvincular los límites a los montos de contribución de los límites a las cantidades deducibles de impuestos para los fondos de pensiones, y considerar aumentar significativamente o eliminar por completo las restricciones a las contribuciones. • Aumentar los límites de deducción de impuestos para las contribuciones personales a los fondos de pensiones, que se han reducido significativamente en los últimos años, al menos para los ahorradores que no están cubiertos por un plan de pensiones ocupacional.
- Permitir que los límites de deducción fiscal de las contribuciones a las pensiones de los trabajadores autónomos se calculen a lo largo de varios años para tener en cuenta las diferencias interanuales en los ingresos.
- Revisar si la implementación de regulaciones pertinentes restringe indebidamente el seguro. oportunidades de inversión de las empresas, especialmente en renta variable.
- Considerar la introducción de una excepción al número mínimo de participantes para las actividades colectivas. vehículos de inversión dirigidos específicamente a inversores institucionales.
- Abordar las complejidades operativas actuales que impiden a los inversores en ETF aplicar el régimen de aplazamiento de impuestos por traspasos y extender este régimen a las inversiones en ETF, independientemente de su lugar de cotización. • Considerar la posibilidad de que el régimen fiscal especial para fondos de inversión se aplique a los ELTIF.

Los inversores institucionales (fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos de inversión) son los principales inversores en los mercados de renta variable globales y desempeñan un papel importante a la hora de financiar a las empresas. El mercado español se caracteriza por una baja participación de los inversores institucionales en general y se ve afectado en particular por la falta de un grupo considerable de inversores institucionales nacionales. Las entidades nacionales representan tan solo el 5% del total de la participación de los inversores institucionales en el capital de España, en comparación con el 20% en el conjunto de la UE. Además, los inversores institucionales españoles, en particular las compañías de seguros, tienden a aplicar estrategias de asignación de activos muy conservadoras. Aumentar el tamaño y la actividad de los inversores institucionales nacionales sería una de las maneras más eficaces de aumentar el tamaño de los mercados de capitales españoles. Se podrían considerar medidas políticas para abordar este problema.

Los fondos de pensiones son la categoría de inversores institucionales más infradimensionada en España. Los derechos de pensión superan el 500% del PIB, de los cuales menos del 1% está financiado. El total de activos gestionados por los fondos de pensiones de empleo asciende al 2,5% del PIB, con una participación del 10% de la población activa. Las autoridades españolas deberían considerar políticas para aumentar la participación en los fondos de pensiones de empleo respaldados por activos.

Además de complementar el sistema básico de pensiones del Pilar I, lograr esto ampliaría significativamente el capital disponible en los mercados de capitales españoles. Con el mismo objetivo de aumentar la actividad de los fondos de pensiones, se podrían eliminar las retiradas anticipadas ilimitadas de los planes de pensiones que estarán disponibles a partir de 2025. Sin embargo, las aportaciones realizadas desde 2015 hasta la implementación de este cambio deberían conservar la opción de retirada anticipada después de 10 años, ya que se han realizado bajo el supuesto de esta posibilidad.

Machine Translated by Google

También se podría llevar a cabo una revisión para evaluar si el límite a los pagos de comisiones de gestión aplicable a los fondos de pensiones de empleo restringe indebidamente su universo de activos invertibles, en detrimento de los partícipes. En concreto, se podría introducir una categoría adicional para las inversiones en fondos de inversión alternativos (como fondos de capital privado, fondos de crédito para infraestructuras, etc.), con un límite del 2%.

Un factor clave que limita el crecimiento de los fondos de pensiones privados en España es la restricción tanto a la deducibilidad fiscal como a la cuantía de las aportaciones para los fondos de pensiones individuales. Estos dos límites (regulados por la Ley 35/2006) están vinculados, lo que significa que se aplica el mismo límite a ambos, actualmente fijado en 1500 EUR anuales. La disociación de estos límites permitiría un aumento significativo o la eliminación total de las restricciones a las aportaciones, lo que contribuiría a ampliar el tamaño del sistema de pensiones del tercer pilar, manteniendo al mismo tiempo una deducibilidad fiscal limitada. Al obligar a los ahorradores a utilizar varios vehículos diferentes, mantener un límite a las aportaciones añade complejidad al ahorro personal para la pensión, que debería ser lo más simple posible para incentivar un mayor ahorro. Finalmente, dado el impacto negativo que la reducción del importe de las aportaciones deducibles de impuestos a planes de pensiones personales, de 8.000 EUR a 1.500 EUR en 2022, probablemente tendrá sobre el volumen y el crecimiento del ahorro personal para la jubilación, debería evaluarse si el límite debería volver a aumentarse, al menos para quienes no forman parte de un plan de pensiones de empleo. Finalmente, para los trabajadores autónomos, cuyos ingresos suelen fluctuar a lo largo del tiempo, los límites anuales de las aportaciones deducibles de impuestos podrían sustituirse por límites plurianuales. Por ejemplo, las aportaciones máximas deducibles de impuestos podrían calcularse a lo largo de un período de tres años en lugar de anualmente, lo que ofrecería a los empresarios mayor flexibilidad para compensar las diferencias interanuales de ingresos.

Las estrategias de asignación de activos de las aseguradoras españolas son muy conservadoras en comparación con el mercado internacional. La deuda pública representa casi la mitad de los activos totales, casi el triple de la media de sus países de referencia, y la exposición a la renta variable no supera el 13%, menos de la mitad de la de sus países de referencia. Dado que el mismo marco regulatorio general se aplica en todos los países de referencia, las autoridades españolas deberían realizar una revisión para comprender por qué esto es así y si su aplicación de la normativa pertinente es excesivamente e
El tratamiento supervisor de los modelos internos para los requerimientos de capital debería ser un área de análisis. Esta revisión se beneficiaría del diálogo internacional con otras autoridades competentes, así como con las grandes aseguradoras.

Para los fondos de inversión, el requisito de un mínimo de 100 partícipes y un importe mínimo de inversión para su clasificación como fondo de inversión público podría eliminarse, siempre que dichos fondos se limiten a inversores institucionales. Esto facilitaría la creación de fondos especializados que no siempre alcanzan el número requerido de partícipes, sin comprometer las restricciones vigentes para combatir la evasión fiscal. Además, brindaría mayor certidumbre en cuanto al tratamiento fiscal e incentivaría la creación de fondos de inversión, un sector con un retraso significativo en España en comparación con otros países. De igual manera, la actividad de los ETF, que ha experimentado un fuerte crecimiento a nivel mundial en los últimos años, es muy limitada en España. Esto se debe, en parte, al diseño de políticas y a las complejidades operativas en materia fiscal. En concreto, el hecho de que los inversores en ETF no puedan acogerse al régimen de aplazamiento de impuestos (traspasos) aplicable a otros vehículos de inversión colectiva genera un desequilibrio fiscal, con efectos negativos en el desarrollo del mercado de ETF. Esto se deriva de las dificultades operativas para obtener la información necesaria para que las autoridades fiscales calculen con precisión las obligaciones tributarias. Para promover la creación de ETF españoles y ofrecer a los ahorradores una mayor variedad de productos, las autoridades españolas deberían esforzarse por abordar estos retos operativos junto con los proveedores de infraestructura de mercado para que el régimen de traspasos sea aplicable a los ETF, independientemente de su país de cotización. Finalmente, aprovechando los recientes avances a nivel de la UE en relación con el marco de los FILPE, el régimen fiscal especial para fondos de inversión (tributación del 1% frente al impuesto de sociedades general) también podría aplicarse a los FILPE en España.

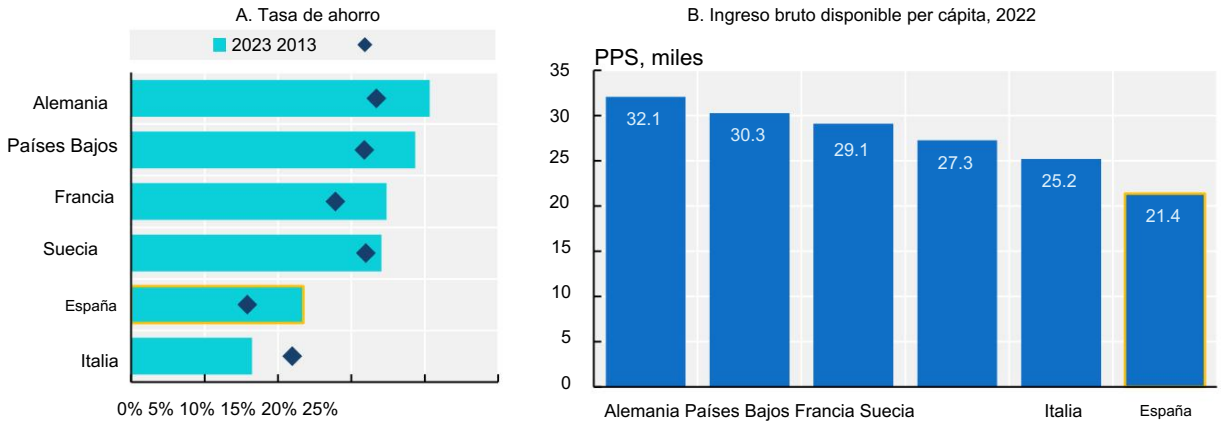
Machine Translated by Google

1.6. Fomento del ahorro de los hogares y la participación en el mercado de capitales

El ahorro de los hogares es una fuente interna clave de fondos para financiar inversiones de capital, cruciales para el crecimiento económico a largo plazo (OCDE, 2016[69]). Canalizar estos fondos hacia los mercados de capitales amplía La capacidad de las empresas para invertir en actividades productivas. Además, la participación de los hogares en los mercados de capitales puede contribuir a aumentar la liquidez. Diversos factores influyen en el nivel de ahorro de los hogares en un país, entre ellos las condiciones macroeconómicas, los marcos regulatorios y los factores demográficos y socioeconómicos. En España, uno de los principales retos para la expansión de los mercados de capitales nacionales es la baja asignación del ahorro de los hogares a estos mercados. Esto también afecta a las pensiones de las personas y al capital disponible para la jubilación. Por lo tanto, es esencial no solo promover políticas e iniciativas que fomenten mayores tasas de ahorro, sino también incentivar la participación minorista en los mercados de capitales para apoyar el bienestar financiero futuro de los hogares, con el beneficio adicional de promover el desarrollo de los mercados de capitales de forma más amplia.

En 2023, España tuvo una de las tasas de ahorro bruto de los hogares más bajas entre sus pares, situándose en el 11,7%. Si bien una comparación con el nivel de una década antes (7,9%) destaca que ha habido una modesta evolución positiva del ahorro de los hogares españoles, la tasa de ahorro aún está por debajo de la de países de su entorno. En 2023, Alemania, Países Bajos, Francia y Suecia presentaron cifras mucho más altas, entre el 17,1% y el 20,3% (Gráfico 1.24, Panel A). Cabe destacar, sin embargo, que el bajo nivel de ahorro en España se debe en parte al nivel de renta disponible, que también es inferior al de otros países europeos. Este factor limita significativamente la capacidad de ahorro de los hogares españoles, ya que una parte sustancial de sus ingresos es necesaria para cubrir gastos esenciales. Por ejemplo, en 2022, la renta disponible bruta per cápita en España fue de 421.382 PPS, mientras que en los demás países analizados osciló entre 25.214 PPS (Italia) y 32.086 PPS (Alemania) (Gráfico 1.24, Panel B).

Figura 1.24. Ahorro e ingresos disponibles de los hogares



Nota: En el Panel A, la tasa de ahorro bruto de los hogares se refiere al ahorro bruto dividido entre la renta disponible bruta, ajustada esta última por la variación del patrimonio neto de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones. Para 2023, la tasa de ahorro bruto se calcula como el promedio de las tasas de ahorro trimestrales. En el caso de Francia, el promedio excluye el cuarto trimestre de 2023 debido a la falta de datos. El Panel B muestra la renta disponible bruta ajustada de los hogares per cápita en PPA (estándares de poder adquisitivo), calculada como la renta disponible bruta ajustada de los hogares y las instituciones sin fines de lucro que los atienden, dividida entre las paridades de poder adquisitivo (PPA) del consumo individual real de los hogares y entre la población residente total.
Fuente: Eurostat.

La riqueza de los hogares españoles está altamente concentrada en el sector inmobiliario. En 2023, el porcentaje de activos inmobiliarios en la renta disponible (666%) era casi tres veces mayor que el de la riqueza financiera (226%) (Gráfico 1.25, Panel A). Esta brecha se ha reducido desde la crisis financiera de 2008, en parte debido a las correcciones en los precios inmobiliarios, pero sigue siendo significativa. Cabe destacar que esta riqueza se distribuye de forma desigual.

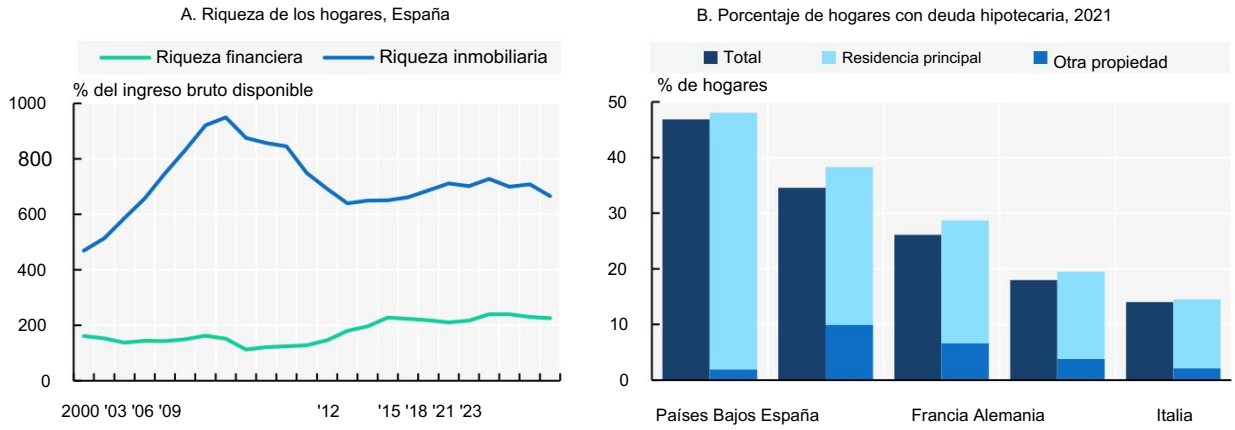
Machine Translated by Google

niveles de ingresos, y el 10% superior de los hogares posee un tercio de todos los activos inmobiliarios (Cobreros, García-Uribe y Gómez-García, 2023[70]).

En cuanto al pasivo, España se sitúa entre los países con mayor proporción de hogares con deuda hipotecaria (35%), solo superada por los Países Bajos (47%), según la Encuesta de Finanzas y Consumo de los Hogares del BCE (Gráfico 1.25, Panel B). El 10% de los hogares más ricos adeuda el 11,4% del total de la deuda inmobiliaria, lo que implica, como cabría esperar, que están menos endeudados en relación con su patrimonio inmobiliario que los grupos de rentas más bajas. Cabe destacar que España también presenta la mayor proporción de hogares cuya deuda hipotecaria está vinculada a una propiedad distinta a la vivienda principal, lo que posiblemente indica una mayor preferencia por los bienes inmuebles como inversión financiera en comparación con otros países.

La preferencia por los bienes inmuebles frente a los activos financieros puede atribuirse en parte a los incentivos fiscales asociados a la propiedad de la vivienda. Por ejemplo, si bien en 2013 se eliminó la deducción fiscal del 15% sobre el importe aportado a la compra de la vivienda habitual, aún existen otros gastos deducibles relacionados con la adquisición de una vivienda principal. Estos incluyen gastos como los intereses hipotecarios, los gastos de reparación y mantenimiento, y las comisiones por servicios prestados por terceros (Ley 35/2006[48]). En el caso de las propiedades destinadas al alquiler residencial, los propietarios también pueden beneficiarse de deducciones adicionales, que oscilan entre el 50% y el 90% de los ingresos netos por alquiler, en función de diversos factores.

Figura 1.25. Riqueza de los hogares y deuda hipotecaria



Nota: En el Panel B, los datos de Suecia no están disponibles.

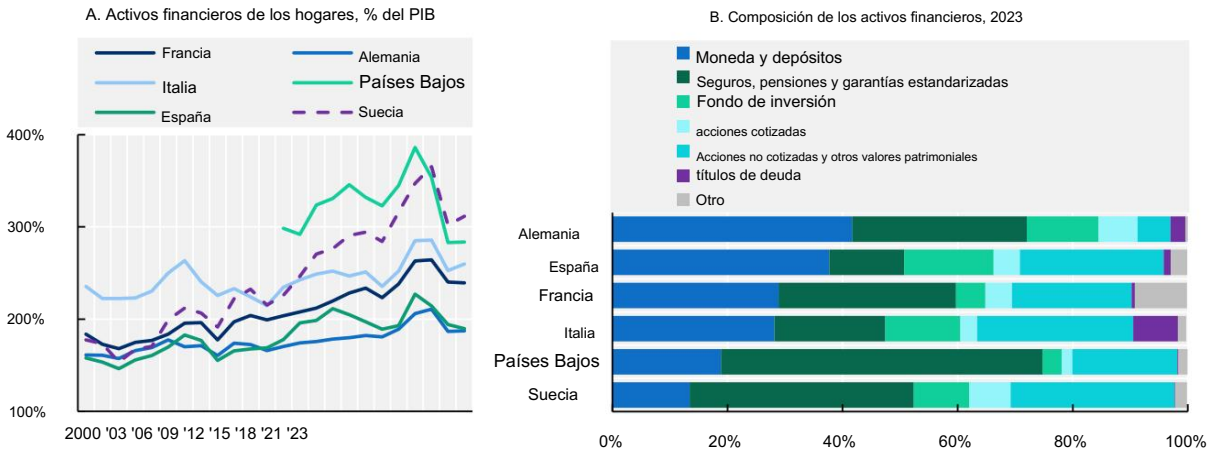
Fuente: Banco de España, Encuesta sobre HFCS del BCE (2023[71]).

España tiene uno de los niveles más bajos de activos financieros como porcentaje del PIB entre sus países pares. Sin embargo, al igual que otros países europeos, este indicador ha experimentado un aumento a lo largo del tiempo. Los activos financieros de los hogares españoles ascendieron en promedio al 163 % del PIB entre 2000 y 2011, aumentando hasta el 200 % en los 12 años posteriores. Sin embargo, esta evolución positiva ha sido menor en comparación con países con una tradición de participación de los hogares en los mercados de capitales, como Suecia, donde los activos financieros de los hogares aumentaron del 193 % del PIB durante el período 2000-2011 al 294 % entre 2012 y 2023. (Gráfico 1.26, Panel A). Un aspecto importante de esta tendencia es la composición de los activos financieros de los hogares. A finales de 2023, España ocupaba el segundo puesto, después de Alemania, en cuanto a la proporción de fondos mantenidos en efectivo y depósitos, que representaban casi el 40% del total. Esto pone de relieve el potencial para canalizar más fondos hacia vehículos de ahorro que podrían proporcionar a los hogares una mayor rentabilidad e impulsar los mercados de capitales nacionales. Si bien una parte significativa (30%) de los fondos de los hogares españoles se asigna a renta variable —la segunda mayor entre los países de su entorno después de Suecia—, solo el 4,5% corresponde a acciones cotizadas (Gráfico 1.26, Panel B). Como reflejo del subdesarrollo del sector español de fondos de pensiones respaldados por activos, solo el 13% de

Machine Translated by Google

Los activos financieros totales de los hogares se componen de seguros, pensiones y garantías estandarizadas en España, la proporción más baja entre las economías analizadas (véase la sección 1.5.1).

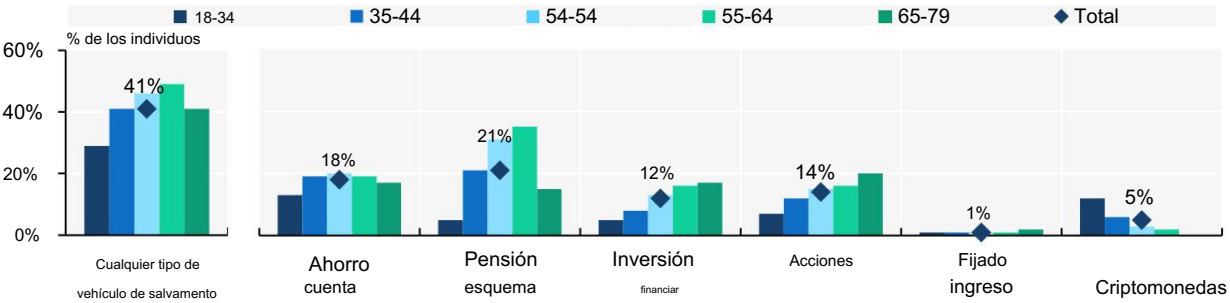
Figura 1.26. Activos financieros de los hogares



Nota: Los datos de los Países Bajos no están disponibles antes de 2012. Los activos financieros de los hogares no incluyen bienes inmuebles.
Fuente: Eurostat.

La importante proporción de los fondos de los hogares destinados a la renta variable se debe principalmente a un pequeño grupo de personas. Esto se observa en la Encuesta de Competencias Financieras del Banco de España, que detalla el porcentaje de personas que poseen diversos instrumentos de ahorro. La encuesta muestra que los adultos españoles (de 18 a 79 años) hacen un uso muy limitado de estos instrumentos. Solo el 41% de la población tiene dinero invertido en algún tipo de instrumento de ahorro. Las opciones más comunes son los planes de pensiones y las cuentas de ahorro, con un 21% y un 18% de los individuos, respectivamente. La inversión en acciones de empresas (14%) y fondos de inversión (12%) es aún menos común. Las opciones de ahorro menos populares son las criptomonedas y la renta fija (Figura 1.27). La inversión tiende a aumentar con la edad. Por ejemplo, mientras que el 29% de los adultos de entre 18 y 34 años tiene dinero en algún tipo de instrumento de ahorro, este porcentaje asciende al 49% para las personas de entre 55 y 64 años. La única excepción a esta tendencia son las criptomonedas, donde el grupo de edad más joven tiene la mayor representación.

Figura 1.27. Vehículos de ahorro por grupo de edad



Fuente: Banco de España (2021[34]), Encuesta de Competencias Financieras.

En España se han desarrollado diversos productos de inversión para fomentar el ahorro a largo plazo. Por ejemplo, la Ley 26/2014 introdujo el Plan de Ahorro a Largo Plazo (PALP) como alternativa al ahorro tradicional.

Machine Translated by Google

Cuentas, que ofrecen una rentabilidad potencialmente mayor. Los PALP ofrecen ventajas fiscales si los inversores se comprometen a un periodo mínimo de inversión de cinco años, con aportaciones anuales máximas de 5.000 EUR. Existen dos tipos principales de planes de ahorro dentro de los PALP: la Cuenta Individual de Ahorro a Largo Plazo (CIALP), que se establece a través de una cuenta bancaria, y el Seguro Individual de Ahorro a Largo Plazo (SIALP), que se establece mediante una póliza de seguro. La empresa que gestiona estos productos, ya sea una compañía de seguros o una entidad bancaria, decide los tipos de activos en los que invertir el capital, incluyendo tanto inversiones de renta fija como variable. Si se cumplen las condiciones de periodo mínimo y importe máximo de inversión, los PALP ofrecen una ventaja fiscal: los ingresos generados están exentos del impuesto sobre la renta de las personas físicas. Además, se garantiza al menos el 85 % del capital invertido al final del periodo de inversión. Una diferencia importante entre ambos productos es que el CIALP exige la devolución del capital al cabo de cinco años, mientras que el SIALP permite la reinversión del principal y los intereses en una nueva póliza de seguro individual. Según la UNESPA (2024[72]), aproximadamente 350 000 personas poseían SIALP a finales de 2023, con provisiones técnicas totales por un valor de 3800 millones de euros.

Otro producto de inversión disponible en España es el Plan Individual de Ahorro Sistemático (PIAS), un plan de ahorro a largo plazo diseñado para promover el ahorro sistemático con la opción de obtener una renta vitalicia que ofrece beneficios fiscales bajo ciertas condiciones. La aportación anual máxima es de 8.000 EUR y el límite total durante la vigencia del contrato es de 240.000 EUR. Las aportaciones se invierten en una cartera diversificada gestionada por la compañía aseguradora. Tras un período mínimo de al menos cinco años desde la primera aportación, el titular puede optar por convertir el capital acumulado en una renta vitalicia. Cabe destacar que la principal ventaja fiscal de este producto es la reducción del importe de las ganancias patrimoniales sujetas a tributación, que aumenta con la edad del beneficiario, hasta una reducción del 92 % para las personas mayores de 70 años (AEAT[73]).

A finales de 2023, más de 1,5 millones de personas tenían pólizas PIAS, con provisiones técnicas totales por un valor de 15 000 millones de euros (UNESPA, 2024[72]).

Una opción que ha ganado popularidad en los últimos años es el Plan de Seguro Vinculado a Unidades. Se trata de una póliza de seguro de ahorro e inversión vinculada a una canasta de fondos, donde el asegurado asume el riesgo de la inversión. Se estructura en torno a una póliza de seguro de vida, y parte de la inversión se destina a la prima, lo que proporciona cobertura en caso de fallecimiento. Sin embargo, la mayor parte del capital aportado se destina a inversiones.
El gestor invierte este capital en una cesta predefinida de activos según las preferencias del asegurado. Este producto sigue el régimen fiscal de los seguros de vida en el IRPF, con tributación diferida hasta la fecha de reembolso (AEAT[74]). Los planes de seguros con unidad de negocio (unit-linked) crecieron significativamente entre 2022 y 2023 en términos de activos bajo gestión (AUM), alcanzando los 26.600 millones de euros, con un total de 1,4 millones de asegurados (UNESPA, 2024[72]).

Existen otros productos de ahorro diseñados exclusivamente para la jubilación, como los planes de pensiones individuales y los Planes de Previsión Asegurados (PPAs), que están vinculados a una póliza de seguro de vida (AEAT[75]).
Aproximadamente 810.000 personas tenían PPAs, con provisiones técnicas que superaban los 10.000 millones de euros a finales de 2023 (UNESPA, 2024[72]). Tanto los PPAs como los planes de pensiones individuales ofrecen ventajas fiscales. En concreto, las aportaciones de hasta 1.500 euros son deducibles de la renta imponible. Sin embargo, este límite ha experimentado cambios significativos en los últimos años: fijado previamente en 8.000 euros hasta 2020, se redujo posteriormente a 2.000 euros y, con la Ley 31/2022, se redujo aún más a 1.500 euros. La principal diferencia entre los PPAs y los planes de pensiones individuales es que los PPAs garantizan una rentabilidad mínima de las aportaciones realizadas.

Otros países también han implementado políticas para incentivar el ahorro. Suecia, por ejemplo, ha...
Una cuenta de ahorro para inversión con un tratamiento fiscal simplificado (y posiblemente beneficioso), para la que son elegibles diversos valores.⁵ No se cobra impuesto sobre las ganancias de capital en el momento de la venta; en su lugar, se aplica un impuesto anual basado en la base total de activos, independientemente de si se han producido ganancias o pérdidas de capital durante el ejercicio fiscal. El impuesto se fija con base en el coste de endeudamiento del gobierno más un tipo fijo de un punto porcentual y no puede ser inferior al 1,25 %. El gobierno ha propuesto una deducción fiscal sobre los ahorros en estas y otras cuentas de 150 000 coronas suecas (aprox. 13 000 euros) a partir de 2025, que aumentará a 300 000 coronas suecas (aprox. 13 000 euros).

Machine Translated by Google

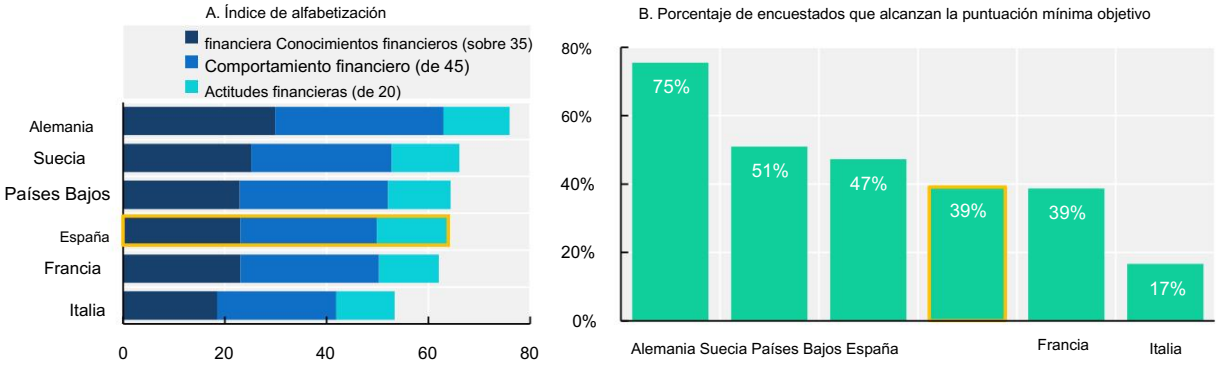
26 000) a partir de 2026 (Agencia Tributaria Sueca, 2024[76]). La base imponible de cada cuenta individual es presentada directamente a las autoridades fiscales por el intermediario, lo que significa que las personas no necesitan hacer nada más que confirmar el importe predeterminado al momento de la declaración. Esto ha contribuido a mejorar la eficiencia del sistema tributario: un análisis realizado por la Agencia Tributaria Sueca, basado en datos de cinco a siete años antes de la implementación de la cuenta de ahorro para inversión, reveló que más de la mitad de las personas que vendían acciones declaraban cifras incorrectas en su declaración de impuestos (Oficina Nacional de Auditoría de Suecia, 2018[77]). También proporciona cierto grado de certeza a los ahorradores: dado que no se pagan impuestos sobre las ganancias de capital al momento de la venta, el saldo disponible en la cuenta reflejará, en términos generales, el importe que tendrían disponible si liquidaran sus particip
De igual forma, en Francia, el Plan d'Epargne en Actions (PEA) es un plan de ahorro en acciones para invertir en una cartera de acciones de empresas europeas. Este plan ofrece exenciones fiscales sobre las ganancias, siempre que no se realicen retiros durante al menos cinco años, con un límite máximo de contribución de 150 000 EUR.
Además, existe el PEA-PME, cuyo objetivo es canalizar el ahorro de los hogares hacia las pequeñas y medianas empresas, y el PEA Jeune, diseñado para adultos jóvenes con un límite de pago inferior a 20 000 euros (Ministère de l'Économie et des Finances[78]).

Cabe destacar que estos modelos se centran más en la inversión individual directa que en la adquisición de un producto de inversión gestionado por una compañía de seguros, por ejemplo. En cuanto a los planes de pensiones, en países como Alemania, con los planes de pensiones Riester (Deutsche Rentenversicherung[79]), y el Reino Unido, con el Lifetime ISA (Gobierno británico[80]), el Estado ofrece incentivos al ahorro complementando las aportaciones privadas de los individuos con diferentes asignaciones y bonificaciones anuales.

La alfabetización financiera puede tener un impacto significativo en las asignaciones presupuestarias de los hogares, incluyendo las decisiones relacionadas con el ahorro (Jappelli y Padula, 2013[81]). Las personas con mayores niveles de alfabetización financiera tienen una mayor propensión a participar en el mercado de valores y planificar su jubilación (van Rooij, Lusardi y Alessie, 2012[82]). La OCDE/INFE ha realizado una encuesta destinada a cuantificar los niveles de alfabetización financiera de los adultos en diferentes países. Los resultados de la encuesta se utilizan para construir un índice que abarca el conocimiento, el comportamiento y las actitudes financieras. El índice muestra que el nivel general de alfabetización financiera de España es comparable al de otros países europeos, con una puntuación de 64 sobre 100, aunque todavía está por detrás de países como Suecia, Alemania y los Países Bajos. Cabe destacar que al examinar el comportamiento financiero, que se refiere a las prácticas de los individuos relacionadas con sus finanzas, como el gasto, el ahorro y la inversión, España ocupa el penúltimo lugar entre los países incluidos en el presente análisis con una puntuación de 26,8 sobre 45 (Figura 1.28, Panel A). En términos de conocimientos financieros, los resultados de la encuesta indican que mientras que los españoles comprenden correctamente conceptos como inflación, interés de los préstamos y riesgo y rentabilidad, una proporción mucho más limitada comprende correctamente el interés simple y compuesto (22%) o el concepto de diversificación del riesgo (52%) (OCDE, 2023[83]). Además, sólo el 39% de los individuos encuestados alcanzan el objetivo mínimo de alfabetización financiera establecido por la OCDE, que corresponde a una puntuación de 70 sobre 100 (Figura 1.28, Panel B).

Machine Translated by Google

Figura 1.28. Indicadores de alfabetización financiera de adultos

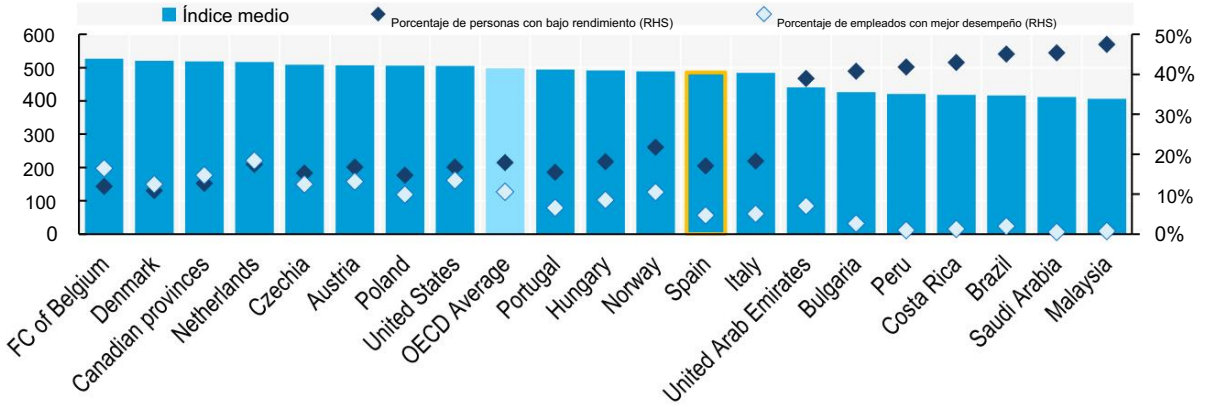


Nota: Los resultados de España se extraen de muestras obtenidas en 2021 utilizando el Kit de herramientas de la OCDE (2018[84]) para medir la alfabetización financiera y la inclusión financiera. Para el resto de los países, los resultados se extraen de muestras utilizando el Kit de herramientas de 2022. El panel B muestra el porcentaje de adultos que obtuvieron 70 puntos o más (sobre 100) en alfabetización financiera.

Fuente: OCDE/INFE (2023[83]) Encuesta internacional sobre alfabetización financiera de adultos.

La alfabetización financiera entre los jóvenes también merece atención. Este segmento de la población representa el futuro financiero del país y pronto tomará decisiones financieras que afectarán no solo a su propio bienestar, sino también al de la sociedad en su conjunto. Un reciente informe PISA de la OCDE (2024[85]) evaluó los conocimientos financieros de jóvenes de 15 años en 20 jurisdicciones. Los resultados indican que los niveles de alfabetización financiera entre los jóvenes en España están ligeramente por debajo de la media de la OCDE (Figura 1.29). Más del 17% de los estudiantes españoles obtuvieron malos resultados en las pruebas realizadas para el informe, lo que indica una comprensión muy limitada de los conceptos financieros, lo que afecta negativamente a sus comportamientos y actitudes financieras. La necesidad de mejorar la educación financiera para los jóvenes es una preocupación generalizada en la población española. Una encuesta reciente dirigida a padres de estudiantes de secundaria mostró que el 90% de los encuestados cree que los temas relacionados con el conocimiento financiero y la gestión del dinero deberían recibir mayor énfasis en el currículo de educación obligatoria (Funcas, 2024[86]). Estos hallazgos sugieren que existe un potencial sustancial para mejorar la educación financiera en España, lo que, entre otros beneficios, podría tener un impacto positivo en el ahorro de los hogares.

Figura 1.29. Indicadores de alfabetización financiera de los estudiantes



Nota: "FC" se refiere a la "comunidad flamenca". Las puntuaciones de cada país se establecen en relación con la variación observada en los resultados de todos los participantes (es decir, los resultados se escalan para ajustarse aproximadamente a una distribución normal). En la evaluación se identifican cinco niveles de competencia. Los alumnos con bajo rendimiento son aquellos que se encuentran por debajo del nivel 2, mientras que los de alto rendimiento son aquellos que se encuentran en el nivel 5. Los resultados de Dinamarca, las provincias canadienses, los Países Bajos y Estados Unidos deben interpretarse con cautela, ya que no se cumplieron uno o más de los estándares de muestreo de PISA.

Fuente: PISA 2022 (Volumen IV) (2024[85]).

Machine Translated by Google

En los últimos años, se han dado pasos importantes en esta dirección. En 2008 se lanzó un plan de educación financiera (Plan de Educación Financiera) basado en los principios y recomendaciones de la OCDE, promovido por la CNMV, el Banco de España y el Ministerio de Economía, Comercio y Empresa. Este programa tiene como objetivo mejorar la cultura financiera de los ciudadanos, proporcionándoles los conocimientos básicos y las herramientas necesarias para gestionar sus finanzas de forma responsable e informada (Finanzas para todos[87]). El programa cuenta con el apoyo de una sólida red de entidades públicas y privadas que colaboran en el desarrollo de acciones en el marco del plan de educación financiera. Algunas de las iniciativas incluyen el desarrollo de materiales educativos completos, como guías y vídeos, para simplificar los conceptos financieros para el público en general. El programa también organiza talleres, conferencias y seminarios en toda España y colabora con el sector educativo para mejorar la educación financiera en las escuelas. Por ejemplo, aunque no es una asignatura independiente, los temas financieros se han integrado en varias asignaturas tanto de primaria como de secundaria. Además, este plan promueve un concurso de conocimientos financieros para estudiantes de secundaria, consistente en preguntas de opción múltiple sobre temas económicos y financieros, con diversos premios para los ganadores.

Recomendaciones

Resumen

Para promover el ahorro de los hogares e incentivar la participación en el mercado de capitales, España podría:

- Cree una cuenta de ahorros individual con opciones de inversión flexibles e impuestos simplificados.
- Continuar simplificando los procedimientos generales de declaración de impuestos sobre las ganancias de capital y mejorar la gestión de los contribuyentes. asistencia.
- Promover campañas de educación financiera informando sobre los beneficios de participar en el capital. mercados.
- Implementar medidas para mejorar la educación financiera de los jóvenes y continuar evaluando los resultados de estas iniciativas participando en futuras evaluaciones PISA.

Las tasas de ahorro de los hogares en España son bajas, debido no solo a los bajos niveles de ingresos, sino también a la falta de opciones de ahorro atractivas, la necesidad de una mayor cultura financiera y las dificultades para declarar las ganancias de capital. A continuación, se describen propuestas de políticas para abordar estos problemas.

Una medida eficaz para mejorar esta situación sería la creación de una cuenta de ahorro individual que incentive la inversión de los hogares en los mercados de capitales. Para tener éxito, dicha cuenta debería tener dos características clave: libertad de asignación de activos y una tributación simplificada. En primer lugar, en términos de asignación de activos, siguiendo el ejemplo de otros países europeos (como Suecia), la estructura de la cuenta debería permitir...
Las personas pueden decidir libremente sobre la asignación de sus activos en lugar de depender de productos de inversión predefinidos que ofrecen bancos o aseguradoras. Idealmente, debería existir autonomía tanto en cuanto a las clases de activos como a la ubicación geográfica de las inversiones. Esta flexibilidad permitiría a las personas adaptar sus estrategias de inversión a sus circunstancias personales, preferencias y tolerancia al riesgo. Esto permitiría una rentabilidad superior a la que ofrecen actualmente los productos de ahorro existentes. Un factor que podría explicar la baja participación en productos de ahorro como los PALP, incluso ofreciendo exenciones fiscales sobre las ganancias de capital, es su baja rentabilidad y las limitaciones existentes (Instituto de Estudios Económicos, 2022[88]).

En segundo lugar, el proceso de declaración de impuestos para las inversiones realizadas a través de esta cuenta debe ser simple y directo. La popularidad de las cuentas de ahorro minoristas no depende únicamente de los incentivos fiscales, sino también de la simplicidad de la tributación. La popular cuenta de ahorro para inversión sueca, por ejemplo, no ofrece beneficios fiscales inequívocos en comparación con otras cuentas (aunque se han propuesto incentivos fiscales a partir de 2025), pero su diseño fiscal implica que no se aplica un impuesto sobre las ganancias de capital en el momento de la venta. En su lugar, se aplica un impuesto anual basado en la base total de activos, independientemente de si se han producido ganancias o pérdidas de capital durante el ejercicio fiscal. La tributación simplificada no implica necesariamente beneficios fiscales. Sin embargo, los beneficios fiscales...

Machine Translated by Google

Los incentivos ayudarían significativamente a aumentar la aceptación y podrían asociarse a la cuenta si se considera apropiado.

La creación de una cuenta de ahorro individual de este tipo en España podría impulsar significativamente la participación de los hogares en los mercados de capitales. Esto podría contribuir a aumentar la riqueza financiera de los hogares y reducir la actual concentración del ahorro en el sector inmobiliario. Además, dado que la participación minorista tiende a aportar liquidez al mercado, también podría contribuir a mejorar la reducción de liquidez en la renta variable española observada en los últimos años, el principal reto señalado por las empresas cotizadas en la encuesta de la OCDE (Abudy, 2020[89]), véanse también las secciones 1.3.2 y 3.5.

Las autoridades españolas también podrían esforzarse por agilizar de manera más amplia el proceso de declaración de ganancias de capital. Las declaraciones de impuestos complejas pueden disuadir a las personas de utilizar opciones de ahorro debido a la dificultad para comprender la tributación aplicable a los diferentes vehículos de ahorro. En España, los contribuyentes son responsables de calcular y declarar sus obligaciones tributarias, lo que requiere familiaridad y comprensión del sistema tributario. Esto es especialmente relevante dada la complejidad del sistema tributario español, con numerosas normas y posibles deducciones que pueden variar sustancialmente entre comunidades autónomas. En 2022, casi el 60 % de los ciudadanos dependía de asistencia externa para completar sus declaraciones de impuestos, y la mitad pagaba por esta ayuda (IEF, 2023[90]). Si bien España ya ha implementado varias mejoras en términos de simplificación (incluyendo herramientas en línea que proporcionan formularios pre-rellenados y asistencia virtual), lo que ha resultado en que más personas completen sus declaraciones de impuestos de forma autónoma en los últimos años, es necesario realizar más esfuerzos.

Por ejemplo, los datos sobre las ganancias de capital incluidos en los formularios precumplimentados de la declaración del IRPF requieren una revisión exhaustiva para garantizar que se incluyan todas las fuentes de ingresos y se apliquen todas las deducciones posibles. Esto es especialmente importante para los contribuyentes con ingresos procedentes de instrumentos financieros como acciones, ya que dicha información no suele incluirse en los formularios precumplimentados, y el proceso de declaración de ganancias de capital se vuelve más complejo cuanto más tiempo se conservan estos activos. Simplificar el proceso de declaración del IRPF para los contribuyentes y garantizar que incluya toda la información relevante sobre cuentas de ahorro, fondos de inversión, cuentas de jubilación y otros instrumentos de ahorro, junto con sus correspondientes deducciones y bonificaciones fiscales (incluidas las autonómicas), podría incentivar a los hogares a invertir en valores con una mejor relación riesgo-rentabilidad. Además, considerando la complejidad del sistema tributario español, es fundamental seguir mejorando los canales de asistencia directa a los contribuyentes. Asignar recursos adicionales para mejorar los servicios de asistencia existentes en línea, telefónica y presencial podría simplificar la declaración de ganancias de capital. La implementación de un mecanismo de retroalimentación para los contribuyentes también podría ayudar a identificar desafíos comunes que enfrentan las personas y facilitar la mejora continua de dichos servicios.

Por último, aunque el plan de educación financiera vigente en España ha contribuido significativamente a aumentar
Dados los diferentes niveles de alfabetización financiera en diferentes grupos demográficos, se requieren mayores esfuerzos para profundizar la comprensión pública sobre la importancia del ahorro para el bienestar financiero y la jubilación. Sensibilizar sobre los productos disponibles, como las cuentas de ahorro y los planes de pensiones individuales, podría fomentar su uso. Para lograrlo, se podría implementar una campaña de promoción colaborativa con la participación del gobierno y de instituciones financieras, como bancos y aseguradoras, para informar sobre los beneficios de participar activamente en los mercados de capitales del país y promover las ventajas de las opciones de ahorro existentes. Además, se deberían implementar medidas específicas dirigidas a los segmentos más jóvenes de la población. Esto podría incluir la mejora de los currículos de primaria y secundaria para priorizar el desarrollo de conocimientos, habilidades, comportamientos y actitudes financieras. Evaluar la eficacia general de estas iniciativas es esencial para garantizar su correcta implementación e identificar las necesidades específicas que deben abordarse. Por lo tanto, España debería continuar realizando encuestas nacionales de alfabetización financiera como parte de futuras evaluaciones PISA, como lo ha hecho sistemáticamente en el pasado.

Machine Translated by Google

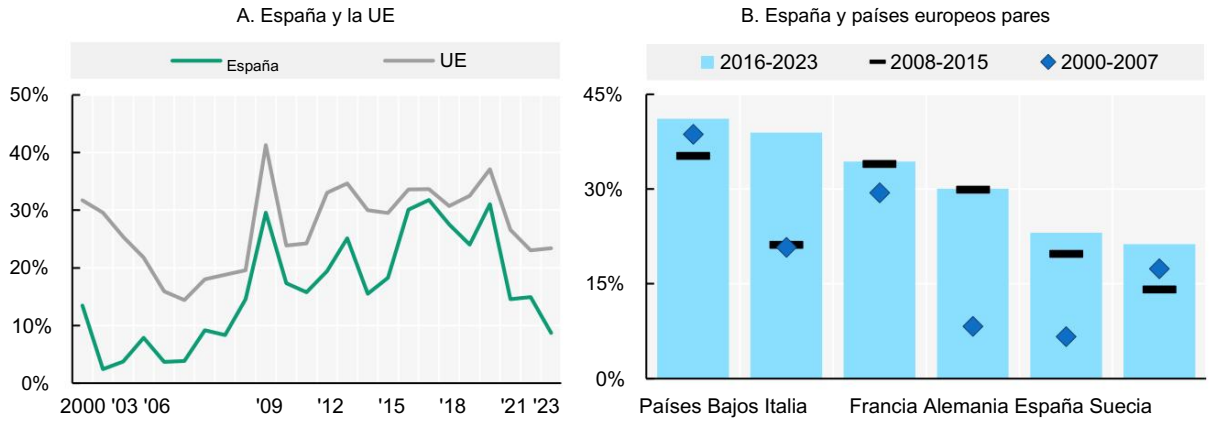
1.7. Incentivar el uso de títulos de deuda

El mercado español de bonos corporativos está dominado por unas pocas grandes empresas. Las empresas de menor tamaño se enfrentan a importantes barreras para emitir títulos de deuda y la demanda de los inversores nacionales sigue siendo débil, con un papel muy limitado de los inversores institucionales. En la encuesta de la OCDE a empresas españolas, menos del 30% de los encuestados identificaron los títulos de deuda como una fuente importante de financiación (Figura 3.5). Implementar medidas para fomentar el uso de bonos corporativos, en particular por parte de empresas no financieras, e impulsar la demanda de estos instrumentos por parte de los inversores es crucial para proporcionar fuentes de financiación alternativas a las empresas y para el desarrollo de un mercado de capitales nacional eficiente.

El mercado está actualmente dominado por empresas financieras. Tras un aumento limitado de la cuota de emisión de empresas no financieras entre 2008 y 2020, en línea con las tendencias mundiales, esta cuota ha disminuido drásticamente desde 2020. En 2023, las empresas no financieras representaban tan solo el 9 % de la emisión total, el nivel más bajo desde 2007 y significativamente inferior a la cifra de la UE (Figura 1.30, Panel A). El mercado español también está más dominado por empresas financieras que el de países similares (Panel B).

Entre 2000 y 2007, la participación corporativa no financiera representó sólo el 7% de los montos totales
Emitido, significativamente menor que en Países Bajos (39%), Francia (29%) e Italia (21%). Desde entonces, la participación ha aumentado, especialmente durante el período 2008-2015, reduciendo la brecha con la mayoría de los países similares. Sin embargo, con un 23% en el período 2016-2023, sigue siendo el segundo mercado con mayor densidad de empresas financieras, después de Suecia.

Figura 1.30. Participación de las empresas no financieras en la emisión total de bonos corporativos

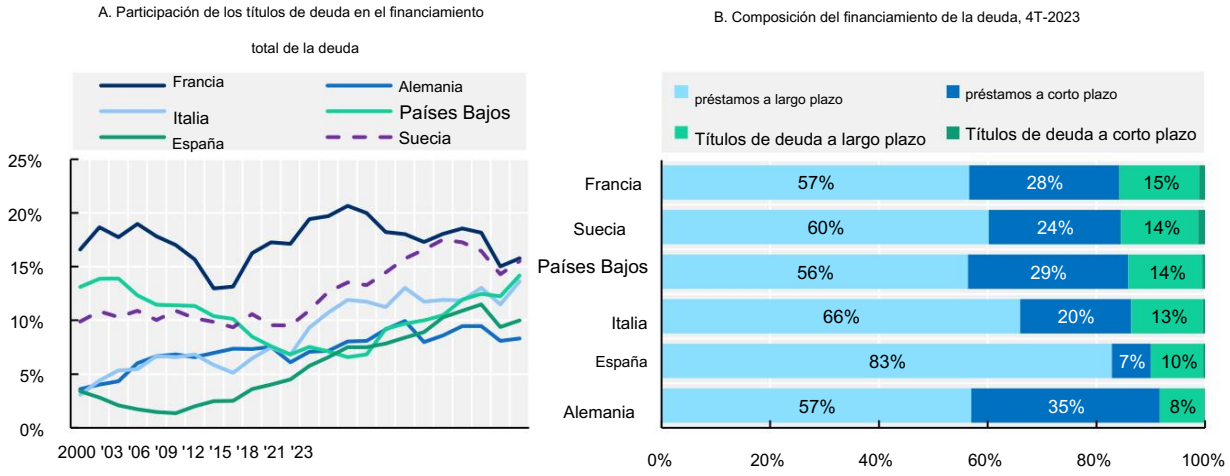


Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE; véase el Anexo A para obtener más detalles.

La composición de la financiación mediante deuda de las empresas no financieras muestra un aumento sustancial de la proporción de títulos de deuda en España durante las dos últimas décadas. Sin embargo, los préstamos bancarios siguen siendo, con diferencia, el tipo de financiación predominante, más que en la mayoría de los países de nuestro entorno (Gráfico 1.31, Panel A). A finales de 2023, el 90 % de la financiación mediante deuda de las empresas españolas se realizó mediante préstamos bancarios (el 83 % en forma de préstamos a largo plazo) (Gráfico 1.31, Panel B).

Machine Translated by Google

Figura 1.31. Uso de títulos de deuda y préstamos bancarios por parte de empresas no financieras



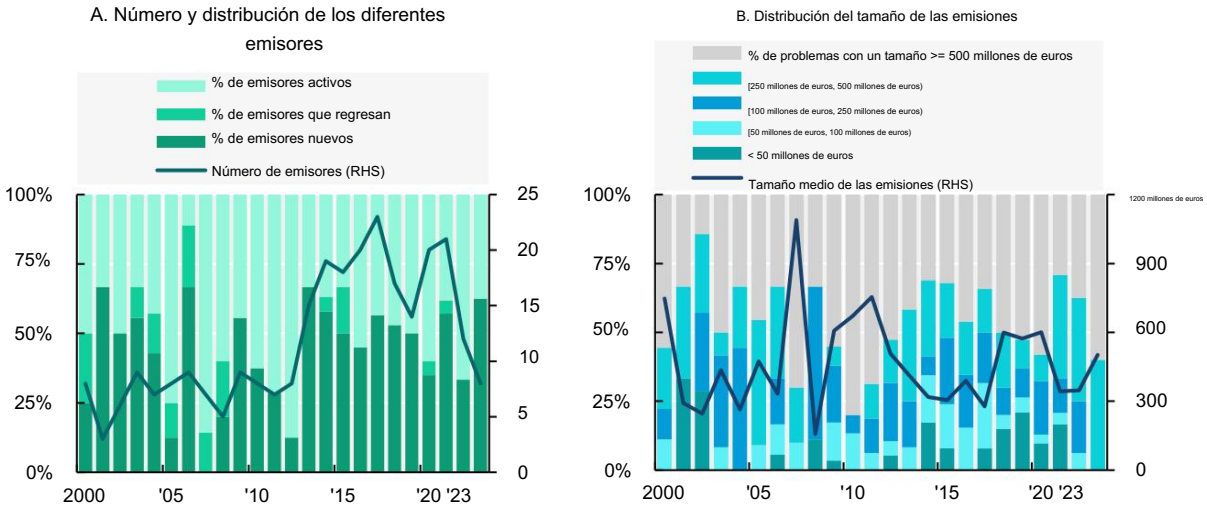
Nota: El Panel A muestra la proporción de títulos de deuda (a largo y corto plazo) en el financiamiento total de deuda (la suma de los préstamos y los títulos de deuda) de las empresas no financieras. Los títulos con vencimientos originales inferiores a un año se clasifican como a corto plazo.
Fuente: BCE.

El aumento en el uso de bonos corporativos por parte de empresas no financieras a lo largo del tiempo se debe en parte a la entrada de más empresas al mercado. Durante el período 2000-2011, el promedio de emisores fue de tan solo 7 (Figura 1.32, Panel A). Esta cifra se duplicó con creces durante los 12 años siguientes, alcanzando un promedio de 16 entre 2012 y 2023. Los nuevos emisores representaron el 38% del total de emisiones en promedio entre 2000 y 2011, aumentando al 48% entre 2012 y 2023. La tendencia al alza fue más notable entre 2007 y 2017, alcanzando un máximo de 23 emisores en 2017. Este aumento puede atribuirse en parte a que más empresas buscaron aprovechar las bajas tasas de mercado para obtener financiamiento relativamente barato después de la crisis financiera de 2008 y las consiguientes medidas regulatorias que incentivaron el financiamiento mediante bonos en lugar de los préstamos bancarios. Sin embargo, un mercado con un promedio de 16 emisores sigue estando muy concentrado e inaccesible para la mayoría de las empresas. Además, en los últimos años, la tendencia alcista se ha revertido. En 2023, solo había 8 emisores, la cifra más baja desde 2012.

El predominio de las grandes empresas se refleja en la distribución del tamaño de las emisiones. Entre 2000 y 2023, un promedio del 67 % de las emisiones (en número) superaron los 250 millones de euros. Este grupo de gran tamaño solo representó menos de la mitad de todas las emisiones en dos años: 2002 y 2008. En 2023, por primera vez, todas las emisiones superaron los 250 millones de euros (Figura 1.32, Panel B).

Machine Translated by Google

Figura 1.32. Características de los emisores/emisiones en el mercado español de bonos corporativos no financieros.



Nota: En el Panel A, una empresa se define como emisor primerizo si el bono es su primera emisión desde el inicio de la serie de datos (enero de 1980). Un "emisor recurrente" es una empresa que realizó su última emisión de bonos hace más de cinco años. Si la empresa emitió bonos en al menos uno de los últimos cinco años, se define como un "emisor activo".

Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE; véase el Anexo A para obtener más detalles.

Algunos países han creado marcos diseñados específicamente para incentivar la emisión de bonos por parte de pequeñas empresas. Un ejemplo es el marco italiano de minibonos, establecido en 2012. Los minibonos son emisiones de bonos a medio y largo plazo con un valor total inferior a 50 millones de euros, destinadas a empresas no cotizadas. Este marco permite a las pymes no cotizadas emitir bonos con requisitos menos estrictos, sin calificación crediticia y con un proceso de emisión más económico que el de los bonos tradicionales. Por ejemplo, los minibonos que se negocian en el MTF Euronext Access Milan (anteriormente Extra Mot Pro), un mercado dirigido a inversores profesionales, no requieren la aprobación previa de la autoridad supervisora del mercado financiero, lo que acorta significativamente el proceso de emisión. Este marco ha sido adoptado con éxito por numerosas empresas en Italia. Entre 2013 y 2023, 1158 empresas emitieron un total de 1679 minibonos, recaudando en conjunto 10 000 millones de euros, de los cuales 4300 millones fueron emitidos por pymes (Politecnico di Milano, 2024[91]). Existen indicios de que los minibonos también han permitido a las empresas mejorar sus condiciones crediticias con los bancos tras su emisión, gracias al mayor poder de negociación de las empresas emisoras y a la publicación de nueva información pública sobre ellas (Ongena et al., 2021[92]). Una serie de entrevistas con emisores indica que los principales beneficios de los minibonos incluyen la adquisición de habilidades y conocimientos para las interacciones en el mercado de capitales, un mayor poder contractual con los bancos, fuentes de financiación más diversificadas a medio y largo plazo, una mayor visibilidad y credibilidad ante clientes y proveedores, y el acceso a una comunidad de inversores institucionales y otros emisores.

que puede servir como paso preparatorio para operaciones más complejas, como la cotización en bolsa (Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation, 2024[93]).

Dado que la mayoría de los minibonos no tienen calificación crediticia, en algunos casos se puede lograr una mayor protección del inversor mediante garantías de insolvencia. Estas garantías suelen ser proporcionadas por entidades públicas como el Estado, las autoridades regionales u organizaciones destinadas a facilitar el acceso de las pymes al crédito. Por ejemplo, Il Fondo di Garanzia per le piccole e medie imprese, gestionado por una unión temporal de empresas, apoya el acceso al crédito de las pymes mediante recursos públicos, estatales y europeos. Este fondo también participa en el mercado de minibonos, aunque en este caso, la garantía debe ser solicitada por el inversor. Hasta diciembre de 2023, el fondo había aprobado 262 solicitudes de garantías directas de minibonos y pagarés, por un importe superior a 242 millones de euros (sobre un valor de emisión de aproximadamente 343 millones de euros) y que beneficiaron a 178 empresas.

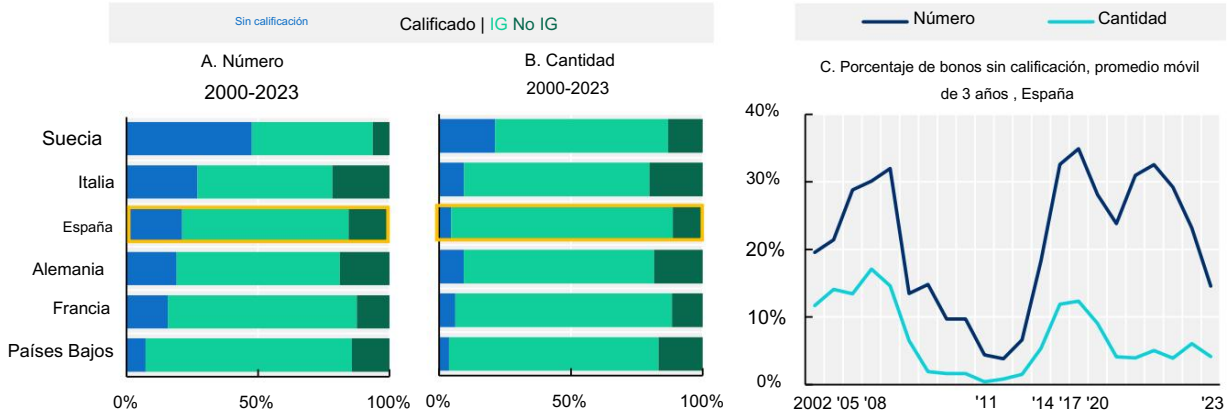
La viabilidad para que las empresas más pequeñas emitan bonos también puede depender de la disponibilidad de productos titulizados (y, por lo tanto, de la capacidad de los bancos para titulizar préstamos), lo que puede ayudar a mejorar el acceso de las PYME al capital.

Machine Translated by Google

Los mercados financieros se benefician al aumentar el atractivo para los inversores de bonos que, aunque individualmente pueden tener poca demanda, resultan atractivos como parte de un producto combinado. La titulización también puede contribuir a distribuir el riesgo entre los participantes del mercado.

Debido al predominio de unas pocas grandes empresas en el mercado español, la mayoría de las emisiones tienen una calificación crediticia. Los emisores que carecen de los recursos necesarios para obtener una calificación crediticia pueden verse desalentados de entrar en el mercado de bonos debido a la preferencia de los inversores institucionales por los bonos calificados. España ocupa el segundo lugar entre sus pares en la proporción de bonos calificados en la emisión total entre 2000 y 2003, abarcando el 96% de la emisión total por importe y el 79% por número, lo que pone de relieve que son principalmente los mayores emisores los que hacen uso de las agencias de calificación crediticia (Figura 1.33, Paneles A y B). Entre los bonos calificados, la mayoría son de grado de inversión, representando el 84% del importe total emitido y el 63% por número de bonos. La proporción de bonos sin calificación a lo largo del tiempo sigue las tendencias de los nuevos participantes y los tamaños de las emisiones, lo que refleja el menor uso de calificaciones crediticias entre las emisiones más pequeñas (Panel C).

Figura 1.33. Emisiones calificadas y no calificadas de bonos corporativos no financieros



Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE; véase el Anexo A para obtener más detalles.

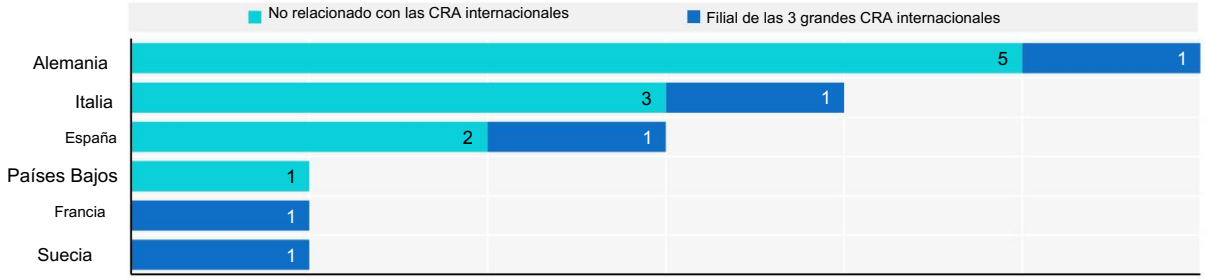
En la encuesta de la OCDE a empresas españolas, sólo el 26% de los encuestados declaró haber emitido títulos de deuda, y el 25% indicó haber obtenido una calificación crediticia (véase el capítulo 3, figura 3.20 y figura 3.21).
Estas cifras confirman que, si bien un número limitado de empresas participan en el mercado de bonos, las que lo hacen suelen contar con una calificación crediticia. Además, entre las empresas que declararon tener una calificación crediticia, el 62 % la obtuvo de una agencia de calificación internacional, mientras que el resto la obtuvo de una agencia nacional.
En España existen tres agencias de calificación crediticia registradas ante la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA). Una de ellas, Moody's Investors Service España, es filial de Moody's, una de las tres principales agencias internacionales de calificación crediticia. Las otras dos, Ethifinance Ratings e Inbonis, son agencias nacionales mucho más pequeñas (ESMA, 2023[94]). Entre sus homólogas, solo Alemania e Italia cuentan con un mayor número de agencias de calificación crediticia registradas (Figura 1.34).

Las autoridades gubernamentales españolas ya han reconocido la necesidad de mejorar el acceso a las calificaciones crediticias, en particular para las pymes. En el contexto del avance hacia la Unión Europea de Mercados de Capitales, han propuesto establecer un sistema paneuropeo de calificación crediticia, que permita a los países interesados colaborar en la iniciativa incluso si no existe unanimidad entre los miembros de la UE (Jopson y Tamma, 2024[95]). Algunos países ofrecen calificaciones a nivel nacional a través de organismos oficiales a costes reducidos para facilitar la accesibilidad, como el sistema FIBEN (Fichier bancaire des entreprises) en Francia, mediante el cual el banco central francés proporciona una forma de calificación crediticia a empresas individuales (OCDE, 2024[96]).
En concreto, FIBEN es una base de datos gestionada por el Banco de Francia que centraliza la información sobre las empresas no financieras en Francia. A las empresas se les asigna una calificación que consta de dos componentes: la calificación de actividad, basada en los últimos ingresos conocidos, y la calificación crediticia, que refleja la situación financiera de la empresa y su capacidad para cumplir con sus obligaciones durante los próximos tres años. Las empresas reciben su

Machine Translated by Google

Las calificaciones son gratuitas y se puede solicitar una reunión personal para obtener explicaciones sobre la calificación. El acceso a la información de FIBEN está disponible para diversas entidades, entre ellas otros bancos centrales, autoridades fiscales, entidades de crédito y pago, compañías de seguros, fondos de pensiones, gestoras de carteras y servicios públicos que participan en actividades económicas (Banque de France, 2022[97]).

Figura 1.34. Número de agencias de calificación crediticia registradas en el país, 2023



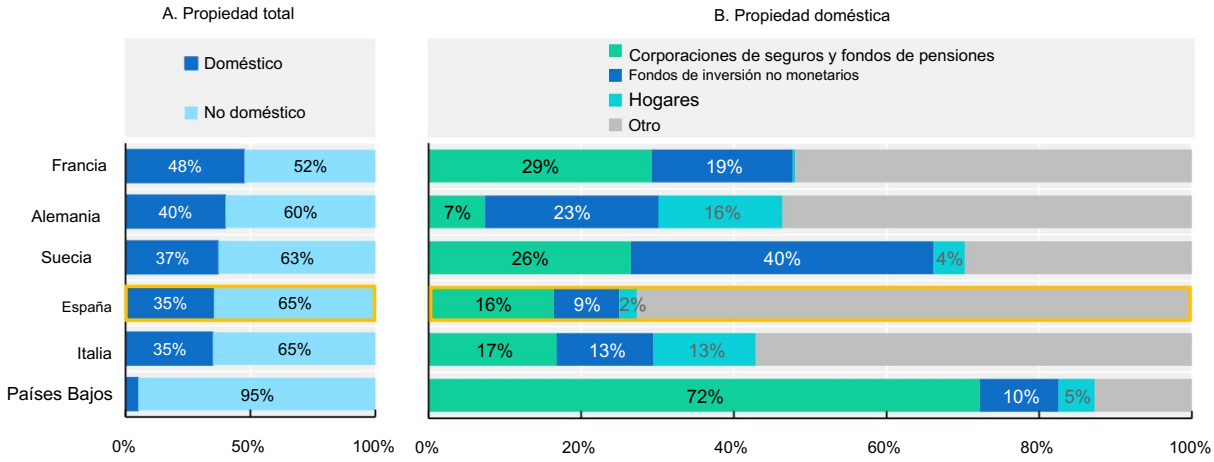
Fuente: ESMA (2023[94]).

Otro factor que probablemente desincentive el uso de bonos corporativos es si el proceso de emisión es excesivamente largo e inflexible. Durante las consultas de la OCDE para esta revisión, algunos participantes del mercado expresaron su preocupación al respecto, en particular por el hecho de que emitir un bono en España puede ser más complicado en comparación con otros países. En concreto, algunos participantes perciben que el proceso de revisión de la CNMV varía más entre emisiones, es decir, tiene un carácter menos institucional, que en otros países de la UE dominantes en la cotización de deuda, como Irlanda y Luxemburgo. Esto puede hacer que el proceso de emisión sea menos predecible. En cuanto a la puntualidad, la CNMV ha revisado más del 99 % de todas las emisiones de renta fija para inversores mayoristas en los últimos tres años dentro del plazo acordado, lo que indica que la autoridad está bien equipada para gestionar el nivel actual de actividad (CNMV, 2023[27])[6].

Casi dos tercios (65%) del valor total de los bonos corporativos no financieros españoles en circulación están en manos de inversores extranjeros (Gráfico 1.35, Panel A). A nivel nacional, la propiedad se concentra principalmente en las instituciones financieras monetarias (IFM), que incluyen entidades de depósito como bancos, el banco central y fondos del mercado monetario. A finales de 2023, las IFM representaban el 67% de la propiedad nacional total, una proporción significativamente mayor que en los demás países analizados, donde la propiedad de bonos corporativos nacionales por parte de las IFM se mantiene por debajo del 50% (véase el capítulo 5, Gráfico 5.5). Por el contrario, los inversores institucionales, como las compañías de seguros y los fondos de pensiones, así como los hogares, tienen una participación considerablemente menor en España que en la mayoría de sus homólogos (Gráfico 1.35, Panel B).

Machine Translated by Google

Figura 1.35. Tenencia de bonos corporativos no financieros, 2023



Nota: La categoría "Otros" incluye IFM (instituciones financieras monetarias), gobierno general, otras instituciones financieras y sociedades no financieras. Consulte la Figura 5.5 para ver la distribución completa.
Fuente: BCE.

Como se señala en la sección 1.5, el sector de inversores institucionales en España es pequeño y conservador en su asignación de activos. Estas características afectan directamente a su cartera de bonos corporativos no financieros.
Por ejemplo, el perfil conservador se observa en las tenencias de las compañías de seguros: el 49% de su inversión
Los activos se asignan directamente a bonos soberanos, más del doble de lo que se asigna a bonos corporativos (incluyendo bonos de empresas financieras y no financieras), como se muestra en la Figura 1.20. Los fondos de pensiones ocupacionales asignan solo el 11% de sus inversiones directas a bonos corporativos, lo cual, si bien es mayor que su asignación a renta variable, sigue siendo bajo en comparación con países similares (Figura 1.18).

Recomendaciones

Resumen

Para incentivar el uso de títulos de deuda corporativa, España podría:

- Considerar la creación de un marco específico para la emisión de bonos por parte de empresas más pequeñas. • Implementar medidas para apoyar a las empresas más pequeñas en la obtención de una calificación crediticia.
- Realizar una revisión para mejorar el proceso de emisión de bonos corporativos, especialmente en lo que respecta a cuestiones regulatorias como la estructura institucional del proceso de revisión de los documentos del emisor.

El mercado español de bonos corporativos está dominado principalmente por empresas financieras. A pesar del notable aumento de la participación de las empresas no financieras desde la crisis financiera de 2008, su cuota de mercado y el uso general de bonos siguen siendo limitados. En cambio, las empresas no financieras españolas dependen en gran medida de los préstamos bancarios. El mercado de bonos corporativos está altamente concentrado en unas pocas grandes corporaciones y los emisores más pequeños se enfrentan a importantes dificultades para acceder al mercado. Para incentivar el uso de títulos de deuda corporativa, las autoridades españolas podrían considerar las medidas políticas que se describen a continuación.

Para potenciar el uso de los mercados de capitales por parte de las pymes españolas y aumentar la participación de los inversores institucionales, las autoridades españolas podrían considerar la creación de un marco específico para la emisión de bonos por parte de empresas de menor tamaño, como el marco de minibonos implementado en Italia. Estos instrumentos, que tendrían un límite en el volumen de emisión, podrían cotizar en el MARF, dirigiéndose así a los inversores profesionales.

Machine Translated by Google

y eximiéndolas de la obligación de publicar un folleto, lo que reduce significativamente la carga que soportan las empresas al emitir valores de deuda. Si se considera oportuno, también se podrían incluir beneficios financieros (similares al marco italiano) en las emisiones bajo este sistema. Este marco facilitaría y abarataría el acceso a la financiación del mercado para las empresas más pequeñas. Este enfoque también podría ayudar a las empresas a familiarizarse con la dinámica del mercado de capitales y permitirles construir una valiosa red de inversores y otros participantes del mercado, lo que podría fomentar la participación futura en el mercado, como la cotización en bolsa.

En la encuesta de la OCDE realizada para este análisis, la segunda razón más citada para no emitir títulos de deuda fueron los elevados costes asociados (Figura 3.23). Uno de estos costes, que puede resultar prohibitivo para las empresas más pequeñas, es el de obtener una calificación crediticia. Explorar maneras de reducir el coste de las calificaciones, ya sea mediante subvenciones o proporcionándolas a nivel nacional a través de organismos oficiales, podría animar a más empresas a participar en el mercado de bonos corporativos. Por ejemplo, el Banco de España podría evaluar la posibilidad de...
Implementar un marco similar al sistema FIBEN del Banco de Francia y proporcionar calificaciones crediticias a empresas no financieras que carecen de acceso a calificaciones crediticias regulares. Esta información podría compartirse directamente con posibles inversores, posiblemente a cambio de una comisión.

El gobierno español también podría considerar la posibilidad de llevar a cabo una revisión para abordar las preocupaciones planteadas por los participantes del mercado con respecto a la previsibilidad del proceso de emisión de bonos (para los folletos y programas de base, que son gestionados por la CNMV). Específicamente, las consultas con las partes interesadas indican preocupaciones relacionadas principalmente con una falta de institucionalización en el proceso de revisión. Un ejemplo citado de esto es una percepción de falta de claridad y una variación significativa (con respecto, por ejemplo, al número de comentarios o al nivel de detalle requerido) dependiendo del funcionario a cargo de cada proyecto. Se podría establecer un comité asesor ad hoc compuesto por representantes de la industria y expertos, posiblemente dentro de la estructura del comité asesor existente de la CNMV. Este grupo se centraría en identificar las ineficiencias actuales. Más ampliamente, podría proponer reformas legales y regulatorias para mejorar la eficiencia del proceso de emisión de bonos domésticos en términos de requisitos y costos.

1.8. Optimización del uso de instrumentos de financiación sostenible

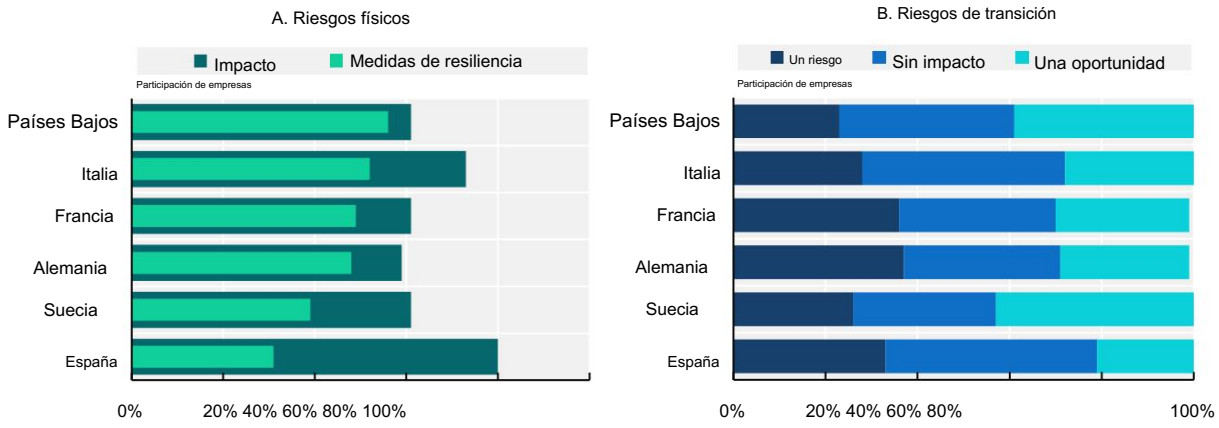
España ya está sufriendo los impactos del cambio climático y se esperan efectos más severos en el futuro.
La Declaración de Emergencia Climática y Ambiental, aprobada en 2020, establece que
“El cambio climático afecta directa o indirectamente a una amplia gama de sectores económicos y a todos los sistemas ecológicos de España, acelerando el deterioro de recursos esenciales para el bienestar, como el agua, el suelo fértil y la biodiversidad, y amenazando la calidad de vida y la salud de las personas” (Gobierno de España, 2020[98]). Existe un amplio consenso en que el sector empresarial deberá desempeñar un papel vital en la financiación de la mitigación y la adaptación al cambio climático. Los instrumentos de financiación sostenible, si se diseñan adecuadamente, pueden servir como vehículo para canalizar fondos hacia sectores clave para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI) y apoyar otros proyectos destinados a promover el crecimiento económico sostenible. En los últimos años, estos instrumentos han visto
Su popularidad ha aumentado a nivel mundial, y España ocupa una posición sólida en el mercado (CBI, 2024[99]). Sin embargo, aún existe potencial para una mayor adopción de estos instrumentos por parte de las empresas españolas, que deberán redoblar sus esfuerzos para fortalecer su resiliencia frente a los riesgos climáticos y alinear sus estrategias corporativas con los objetivos de sostenibilidad.

El sector empresarial se enfrenta a importantes riesgos asociados a la transición climática, que pueden clasificarse en dos tipos principales: riesgos físicos, relacionados con los impactos tangibles del cambio climático (p. ej., inundaciones, tormentas o cambios a largo plazo en los patrones climáticos), y riesgos de transición, que surgen durante el proceso de adaptación a una economía baja en carbono. Estos riesgos incluyen riesgos legales, tecnológicos, de mercado y reputacionales. Todos estos riesgos pueden tener importantes implicaciones financieras para las empresas, por lo que su gestión eficaz es crucial para construir un sector empresarial resiliente en España.

Machine Translated by Google

Los resultados de la encuesta muestran que el 80% de las empresas españolas creen que los riesgos físicos del cambio climático las afectarán de alguna manera. Sin embargo, solo el 31% ha tomado medidas como desarrollar estrategias para adaptarse a los riesgos, realizar inversiones para reducir la exposición o adquirir productos de seguros específicos para protegerse contra los impactos (Figura 1.36, Panel A). España es el país donde la mayor proporción de empresas considera que los riesgos físicos del cambio climático las afectarán y donde la menor proporción de empresas toman medidas para desarrollar resiliencia. En países similares, la brecha entre la proporción de empresas que reconocen verse afectadas por riesgos físicos y las que toman medidas de adaptación varía del 5% en los Países Bajos al 22% en Suecia, que sigue siendo significativamente menor que la cifra correspondiente en España (49%). Con respecto a los riesgos de transición, aproximadamente un tercio de las empresas españolas los ven como riesgos, similar a otros países. Sin embargo, España destaca por la alta proporción (46%) de empresas que creen que estos factores no las afectarán y la baja proporción (21%) que los considera como oportunidades. Con el aumento de los requisitos relacionados con la sostenibilidad, tanto regulatorios como comerciales, es vital que el sector corporativo comprenda cómo puede verse afectado y transformar estos desafíos en oportunidades.

Figura 1.36. Perspectivas de las empresas sobre el impacto de los riesgos del cambio climático



Nota: El Panel A muestra las respuestas a las siguientes preguntas: i) “Pensando en el impacto del cambio climático […], como las pérdidas debidas a fenómenos climáticos extremos, incluidas sequías, inundaciones, incendios forestales o tormentas, o los cambios en los patrones climáticos debido al aumento progresivo de la temperatura y las precipitaciones, ¿cuál es el impacto, también llamado riesgo físico, de esto en su empresa?” y ii) “¿Su empresa ha desarrollado o invertido en alguna de las siguientes medidas (“Estrategia de adaptación a los riesgos físicos”, “Invertido en soluciones para evitar o reducir la exposición a los riesgos físicos” y “Comprado productos de seguros para compensar las pérdidas relacionadas con el clima”) para aumentar la resiliencia a los riesgos físicos que enfrenta su empresa a causa del cambio climático?”. El "Impacto" representa el porcentaje de empresas que identificaron riesgos físicos como de "impacto mayor" o "impacto menor". En el Panel B,
Las cuotas de Francia y Alemania no suman el 100% debido a problemas de redondeo en los datos originales.
Fuente: Encuesta de inversión del BEI 2023.

La mayoría de las empresas centran sus inversiones y esfuerzos relacionados con la reducción de emisiones de GEI en la minimización y el reciclaje de residuos, así como en las inversiones en eficiencia energética. Las acciones menos comunes, en todos los países, son generalmente inversiones en nuevas áreas de negocio y tecnologías menos contaminantes, y la generación de energía renovable (Figura 1.37). En España, el 58% de las empresas implementaron medidas para la minimización y el reciclaje de residuos, lo que la convierte en la opción más popular para reducir las emisiones de GEI, aunque esta cifra es inferior a la de la mayoría de sus pares. La segunda acción más común son las inversiones en eficiencia energética, citadas por el 51% de las empresas españolas. El sector empresarial español es el más activo entre sus pares en términos de generación de energía renovable (46% de las empresas). Las opciones menos populares son el uso de transporte sostenible, adoptado por solo el 29% de las empresas, una proporción mucho menor que en otros países europeos en el análisis, y las inversiones en nuevas áreas de negocio y tecnologías, realizadas por solo el 28% de las empresas españolas.

Machine Translated by Google

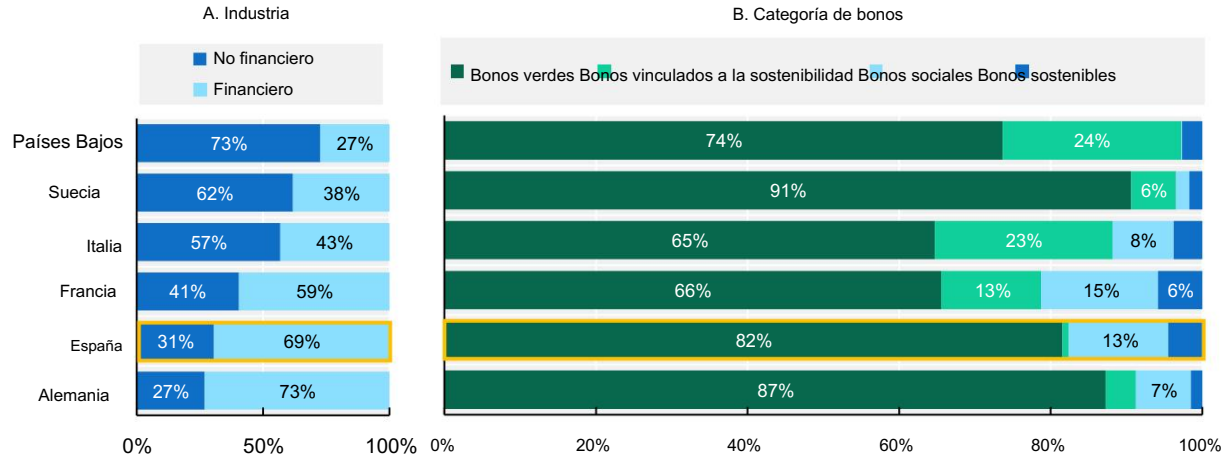
Figura 1.37. Inversiones y acciones realizadas para reducir las emisiones de GEI

	Invertir en eficiencia energética	Invertir en algo nuevo y menos costoso reciclaje de áreas de negocio y tecnologías	Minimización de residuos y contaminantes	Opciones de transporte sostenible	Generación de energía renovable en el sitio y fuera del sitio
Francia	53%	28%	76%	52%	31%
Alemania	68%	30%	66%	55%	43%
Italia	36%	18%	45%	25%	40%
Países Bajos	76%	49%	86%	55%	43%
España	51%	28%	58%	29%	46%
Suecia	59%	45%	70%	65%	40%

Fuente: Encuesta de inversión del BEI 2023.

Fomentar el uso de instrumentos de financiación sostenible puede ayudar a aumentar las inversiones destinadas a reducir las emisiones de GEI y promover otras iniciativas relacionadas con la sostenibilidad. Estos instrumentos han ganado una popularidad significativa durante la última década. Por ejemplo, la emisión de bonos corporativos sostenibles ha aumentado gradualmente en muchos países. En España, entre 2013 y 2023, la cantidad recaudada a través de bonos sostenibles representó el 10% del total de emisiones de bonos corporativos (véase el Capítulo 5, Figura 5.9, Panel B). Sin embargo, al igual que en el mercado más amplio de bonos corporativos, el sector financiero domina la emisión de bonos sostenibles en España, representando el 69% de los ingresos totales, una cifra que superó a la mayoría de los demás países analizados (Figura 1.38, Panel A). La mayor parte del endeudamiento se ha obtenido a través de bonos verdes. Esto se mantiene en todos los países, siendo los bonos vinculados a la sostenibilidad típicamente la segunda opción más común (Panel B). En España, sin embargo, el uso de bonos vinculados a la sostenibilidad ha sido insignificante.

Figura 1.38. Composición de los ingresos obtenidos mediante bonos corporativos sostenibles, total 2013-23



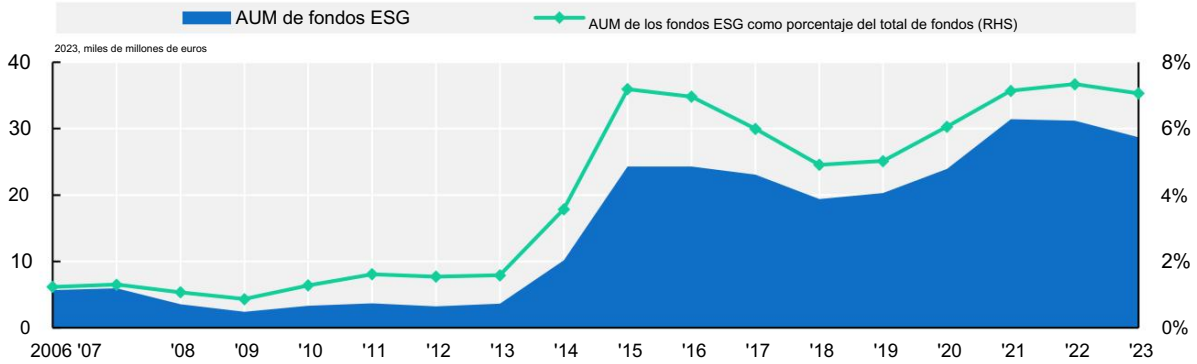
Fuente: Conjunto de datos de sostenibilidad corporativa de la OCDE, LSEG, Bloomberg. Véase el Anexo A para más detalles.

Los préstamos verdes son más populares en España que en otros países europeos, con un crecimiento significativo desde 2017 (véase el Capítulo 5, Figura 5.12). De hecho, la encuesta de la OCDE a empresas españolas destaca que los instrumentos más utilizados por las empresas españolas son los préstamos verdes y los préstamos vinculados a la sostenibilidad (Figura 3.29).
Esta tendencia refleja la fuerte preferencia de las empresas españolas por la financiación bancaria frente a la financiación mediante bonos. Por lo tanto, la mejora del funcionamiento general de los mercados de capital nacionales también debería tener un impacto positivo en el uso de bonos corporativos sostenibles.

Machine Translated by Google

Los fondos sostenibles, que utilizan factores de sostenibilidad como base para decidir su asignación de activos, pueden influir en la demanda de instrumentos de financiación sostenible, como los bonos verdes o vinculados a la sostenibilidad. En los últimos años, los activos bajo gestión (AUM) de los fondos de inversión que se autodenominan sostenibles o centrados en el clima han aumentado considerablemente (OCDE, 2024[100]). En España, los AUM de estos fondos han crecido mucho más rápido que el resto del universo de fondos, especialmente durante la última década, pasando del 1,6 % del total de AUM de los fondos españoles en 2013 al 7,2 % en 2015. Tras algunos años de descensos, la proporción de fondos con etiqueta de sostenibilidad en el total de AUM de los fondos comenzó a aumentar de nuevo, alcanzando un máximo del 7,3 % en 2022.

Figura 1.39. Activos gestionados por fondos con etiqueta de sostenibilidad



Nota: Los fondos ESG han sido seleccionados en base a i) el etiquetado, que incluía algunas palabras clave como “Clima”, “ESG”, “Sostenible”, “Alineación con París” y “Transición climática”, en inglés y español y ii) fondos identificados por Morningstar Direct como sostenibles (es decir, indicando explícitamente cualquier tipo de sostenibilidad, impacto o estrategia ESG en su prospecto o documentos de oferta).
Fuente: Morningstar Direct, cálculos de la OCDE. Véase el Anexo A para más detalles.

A pesar del considerable aumento de popularidad en la última década, aún existen importantes barreras que impiden a las empresas utilizar instrumentos de financiación sostenible. Según la encuesta de la OCDE a empresas españolas, los dos factores más importantes que dificultan el uso de estos instrumentos son la falta de información disponible y los elevados costes asociados. Además, las limitaciones contractuales existentes también pueden limitar la eficacia de estos instrumentos e incidir negativamente en la demanda de los inversores. OCDE (2024[59])
El análisis de diversos prospectos de bonos sostenibles muestra que muchos permiten el uso de los fondos simplemente para refinanciar proyectos existentes y no imponen sanciones por el uso indebido de los mismos. Por lo tanto, prestar atención al diseño de los contratos podría contribuir a aumentar la confianza de los inversores.

Reconociendo los desafíos que enfrentan las empresas, algunos países han introducido políticas para incentivar la adopción de instrumentos de financiamiento sostenible ofreciendo subsidios y subvenciones para gastos relacionados con la emisión de bonos sostenibles. Por ejemplo, el Plan de Subvenciones para Bonos Sostenibles de Singapur cubre hasta SGD 125 000 para revisiones externas independientes que se adhieren a estándares internacionalmente reconocidos para bonos verdes, sociales, de sostenibilidad, vinculados a la sostenibilidad o de transición, siempre que se cumplan ciertos criterios (MAS[101]). De manera similar, el Programa de Apoyo Financiero para la Emisión de Bonos Verdes de Japón ofrece subsidios para gastos incurridos durante las revisiones externas de bonos verdes (Azhgaliyeva y Kapsalyamova, 2021[102]) y en Hong Kong (China) el Plan de Subvenciones para Finanzas Verdes y Sostenibles subsidia a emisores de bonos elegibles y prestatarios de préstamos para cubrir sus gastos en emisión de bonos y servicios de revisión externa (Autoridad Monetaria de Hong Kong, 2024[103]).

Machine Translated by Google

Recomendaciones

Resumen

- Promover iniciativas dirigidas a empresas no financieras para informarles sobre políticas de sostenibilidad. instrumentos de financiación y proporcionar orientación práctica sobre su emisión.
- Realizar una revisión del diseño de los instrumentos de financiamiento sostenible con miras a asegurar su eficiencia.
- Evaluar opciones para apoyar a las empresas en la obtención de calificaciones y revisiones externas para bonos que cumplan con los marcos de bonos verdes, sociales o sostenibles reconocidos internacionalmente.

El sector empresarial desempeñará un papel clave para facilitar la transición hacia una economía baja en carbono. La creciente demanda de prácticas corporativas sostenibles por parte de consumidores e inversores refleja esta expectativa. Unos instrumentos de financiación sostenible bien diseñados pueden ayudar a movilizar la financiación del mercado de capitales para canalizar los fondos necesarios para lograrlo. Si bien España es un actor clave en la adopción de instrumentos de financiación sostenible,
A nivel mundial, esto está liderado principalmente por el sector financiero, lo que deja a las empresas no financieras enfrentando barreras persistentes. Cabe destacar que desafíos como la falta de información disponible y los altos costos dificultan una adopción más amplia. Para optimizar el uso de instrumentos de financiamiento sostenible, las autoridades podrían considerar las políticas que se describen a continuación.

La falta de información disponible sobre productos de financiación sostenible es el factor más frecuentemente citado por las empresas en la encuesta de la OCDE a empresas españolas para no adoptar estos instrumentos. Para abordar este problema, las autoridades españolas podrían promover iniciativas dirigidas a las empresas no financieras para difundirla.
Información sobre instrumentos de financiación sostenible, como los bonos verdes, sociales y vinculados a la sostenibilidad, y cómo pueden contribuir a la financiación de proyectos de inversión. Las autoridades españolas podrían organizar cursos y seminarios educativos adaptados a sus miembros, en colaboración con entidades como la Cámara de Comercio y otras asociaciones empresariales. Estos eventos, impartidos por expertos de la bolsa y otras instituciones financieras, podrían diseñarse específicamente para satisfacer las necesidades e inquietudes de las empresas, ofreciendo orientación práctica sobre los requisitos, procedimientos y divulgación de información requeridos para los diferentes instrumentos, así como sus costes asociados e información sobre cómo obtener una calificación o acreditación de sostenibilidad.

Sin embargo, antes de incentivar el uso de instrumentos de financiación sostenible, los esfuerzos deben centrarse en garantizar su eficacia. En la práctica, los fondos recaudados mediante bonos verdes, sociales o sostenibles no siempre se utilizan para financiar nuevos proyectos verdes o sociales, ya que los contratos a veces les permiten refinanciar proyectos elegibles existentes. Además, los prospectos a menudo no especifican las sanciones para los emisores que no utilizan todos los fondos según lo previsto, lo que podría reducir la confianza de los inversores en el compromiso de los emisores con
Sostenibilidad (OCDE, 2024[59]). Por lo tanto, revisar el diseño contractual de los instrumentos de financiación sostenible para perfeccionar su estructura podría mejorar su eficacia y, en última instancia, aumentar la confianza de los inversores, promoviendo una mayor adopción. Los participantes del mercado deberían evaluar cómo se diseñan los contratos de instrumentos de financiación sostenible en España y si esto contribuye al objetivo de movilizar eficientemente más financiación para proyectos de sostenibilidad.

Otro factor importante que dificulta el uso de bonos corporativos sostenibles es el coste asociado a su emisión. Además de los gastos típicos de la emisión de bonos regulares, las empresas incurren en gastos adicionales al emitir bonos sostenibles. Estos incluyen el coste de las revisiones externas y la verificación por parte de terceros para garantizar que los bonos cumplan con los criterios ecológicos especificados. Por ejemplo, los bonos verdes a menudo deben cumplir con estándares y marcos reconocidos, como los Principios de Bonos Verdes desarrollados por ICMA o el Estándar Europeo de Bonos Verdes. Además, los emisores deben presentar informes periódicos sobre el uso de los fondos y el impacto ambiental de los proyectos financiados, lo que requiere asignar recursos a tareas como

Machine Translated by Google

Recopilación de datos, evaluación de impacto y elaboración de informes. Los responsables políticos podrían evaluar la posibilidad de apoyar a las empresas para que obtengan una evaluación o calificación externa dentro de un marco reconocido internacionalmente, sujeto a las conclusiones de la revisión del diseño contractual recomendada anteriormente.

Referencias

A&O Shearman (2024), Reformas de las normas de cotización del Reino Unido: régimen de accionistas controladores y derechos de acciones de clase dual, https://www.aoshearman.com/en/insights/uk-listing-rules-reforms-controlling-shareholder-regime-and-dual-class-share-rights. [18]

Abudy, M. (2020), "Negociación de inversores minoristas y liquidez del mercado de valores", The North American Journal of Economics and Finance, Vol. 54, https://doi.org/10.1016/j.najef.2020.101281. [89]

AEAT (2023), sede.agenciatributaria.gob.es, https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/ayuda/manuales-videos-folletos/manuales-practicos/irpf-2022/c05-rendimientos-capital-mobiliario/rendimientos-integrar-base-imponible-ahorro/rendimientos-operaciones-capitalizacion-seguros-vida-invalidez/planes-in. [73]

AEAT (sf), 8.4.2.3. Planes de previsión asegurados, https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/ayuda/manuales-videos-folletos/manuales-ayuda-presentacion/irpf-2021/8-cumplimentacion-irpf/8_4-base-liquidable-general-base-ahorro/8_4_2-reducciones-aportaciones-prevision-social/8_4_2_3-planes-prevision-asegura. [75]

AEAT (sf), Caso especial: "Unit Linked" (contratos de seguro de vida en los que el tomador del seguro asume el riesgo de la inversión), https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/es_gb/ayuda/manuales-videos-folletos/manuales-practicos/irpf-2022/c05-rendimientos-capital-mobiliario/rendimientos-integrar-base-imponible-ahorro/rendimientos-operaciones-capitalizacion-seguros-vida-invalidez/sup. [74]

Agnew, H. (2024), Inversores globales advierten al Reino Unido sobre la revisión de las normas de cotización, https://www.ft.com/content/b4c1551c-a28f-4ae3-bfe4-705f34a15f0c. [21]

Amihud, Y. y H. Mendelson (1991), "Liquidez, precios de activos y política financiera", Financial Analysts Journal, vol. 47, págs. 56-66, https://doi.org/10.2469/FAJ.V47.N6.56. [23]

Azhgaliyeva, D. y Z. Kapsalyamova (2021), Apoyo político para la promoción de bonos verdes en Asia, Tokio, https://www.adb.org/sites/default/files/publication/726166/adbi-wp1275.pdf. [102]

Banco de España (2021), Encuesta 2021 sobre alfabetización financiera de las pequeñas empresas: principales resultados, https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/21/Archivos/do2129e.pdf. [34]

Banque de France (2022), La Cotation - Guía de referencia, https://www.banque-france.fr/system/files/2023-08/Banque%20de%20France%20%E2%80%93%20Entreprises_guide-fiben-ref-cotation.pdf. [97]

BME (2024), Libro blanco sobre el fomento de la competitividad de los Mercados de Capitales españoles, https://www.bolsasymercados.es/docs/BME/docsSubidos/Estudios-Articulos/BME-Whitepaper.pdf. [7]

Machine Translated by Google

BME (2023), El MARF transforma la financiación empresarial en España, https://www.bolsasymercados.es/docs/BME/docsSubidos/Estudios-Articulos/MARF-transforma-financiacion-empresarial-Espana.pdf. [40]

BME (2023), Estructura y organización de los mercados españoles, https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Investigacion/Estructura-del-Mercado-de-Valores-Espanol. [39]

Boletín Oficial del Estado (nd), Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de aviones y fondos de pensiones; Artículo 84. Retribuciones de las entidades gestoras y depositarias de fondos de pensiones., https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2004-3453&b=129&tn=1&p=20180210#a84. [53]

CBI (2024), Deuda sostenible. Estado global del mercado 2023. https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_sotm23_02h.pdf. [99]

CECA (2023), Avances recientes en el ámbito de la regulación financiera española, https://www.sefofuncas.com/pdf/CECA_12-5-1.pdf. [54]

Clifford Chance (2023), ELTIF2: ¿Un nuevo amanecer?, https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2023/03/eltif2-un-nuevo-amanecer.pdf. [62]

CNMV (2023), Informe Anual, https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Informe_Anual_2023_ES.pdf. [27]

CNMV (2022), Informe Anual, https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAnual_ES_2022_vfen.pdf. [26]

CNMV (2016), Procedimiento para la inscripción de emisiones, ofertas públicas de venta o suscripción de valores y admisión a negociación, constitución de fondos de titulización y de activos bancarios, y registro y reversión de valores representados por anotaciones en cuenta (P04), https://www.cnmv.es/DocPortal/Quees/Procedimientos/P04-Emisiones-admisiones-OPV_es.pdf. [10]

Cobreros, L., S. García-Uribe y M. Gómez-García (2023), Las cuentas distributivas: una herramienta para el seguimiento de la distribución de componentes de la riqueza y de la deuda de los hogares, Banco de España, https://doi.org/10.53479/33812. [70]

Cuatrecasas (2019), Facilidad Jurídica: el régimen fiscal de los ETF en España, https://www.cuatrecasas.com/recursos/publicacion-5f686fb19ba68.pdf?v1.75.0.20240530. [67]

Deutsche Rentenversicherung (sin fecha), https://riester.deutsche-rentenversicherung.de/DE/Lohnt-sich-Riester/lohnt-sich-riester_node.html. [79]

Ding, X., Y. Ni y L. Zhong (2016), "Flotación libre y liquidez del mercado en todo el mundo", Journal of Empirical Finance, vol. 38, págs. 236-257, https://doi.org/10.1016/J.JEMPFIN.2016.07.002. [15]

DLA Piper (2023), ELTIF 2.0 – Nuevas oportunidades para la industria de gestión de fondos, https://www.dlapiper.com/es-ar/insights/publications/2023/03/eltif-2-0-nuevas-oportunidades-para-la-industria-de-gestion-de-fondos. [63]

DWS (2019), NIIF 9: Implicaciones de inversión, https://www.dws.com/en-fr/solutions/institutional/IFRS-9/. [56]

Machine Translated by Google

CE (2023), Cuadro europeo de indicadores de innovación 2023, https://op.europa.eu/en/web/eu-law-and-publications/publication-detail/-/publication/04797497-25de-11ee-a2d3-01aa75ed71a1. [32]

BCE (2023), Tablas estadísticas de la Encuesta de finanzas y consumo de los hogares - Oleada 2021, https://www.ecb.europa.eu/home/pdf/research/hfcn/HFCS_Statistical_Tables_Wave_2021_Julio2023.pdf?0515e108613e1e4d0e839e816e9f07b8. [71]

BEI (2024), Encuesta de inversión del BEI 2023, España, https://www.eib.org/attachments/lucalli/20230340_econ_eibis_2023_spain_en.pdf. [3]

BEI (2024), Encuesta de inversión del BEI: Panorama nacional 2023: España, https://www.eib.org/attachments/lucalli/20230340_econ_eibis_2023_spain_es.pdf. [33]

EIOPA (nd), Estadísticas de pensiones de jubilación, https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-datos/estadísticas-de-pensiones-ocupacionales_es#exposiciones-de-activos. [46]

ESMA (2023), Informe de cuota de mercado de las agencias de calificación crediticia (CRA), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-12/ESMA84-2037069784-2106_2023_CRA_Cálculo_de_Participación_de_Mercado.pdf. [94]

ESMA (2022), Revisión por pares de los procedimientos de examen y aprobación de los folletos por autoridades competentes, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma42-111-7170_informe_final_-_prospecto_revisión_por_pares.pdf. [9]

Euronext (nd), ETFs París, https://live.euronext.com/es/mercados/paris/etfs/lista?_gl=1*t625w9*_ga*MjA0NzA1MjM3NC4xNzE0NDAzMTI5*_ga_PMEFBR6CSF*MTcxODE5OTc3MS41LjEuMTcxODE5OTc4NS4wLjAuMA..*_ga_WYRYLMR662*MTcxODE5OTc3MS4xMi4xLjE3MTgxOTk3ODUuMC4wLjA.*_gcl_au*MTI1MDA5NzUyMC4xNzE0NDazMTI5. [68]

Comisión Europea (2024), Ley de Cotización, https://finance.ec.europa.eu/news/listing-act-2024-03-15_es. [13]

Comisión Europea (sf), Deuda-Capital: Reducción del Sesgo (DEBRA), https://taxation-customs.ec.europa.eu/taxation/business-taxation/debt-equity-bias-reduction-allowance-debra_en#:~:text=On%2011%20May%202022%2C%20the,treatment%20to%20equity%20as%20deuda. [8]

Comisión Europea (2015), Fondos de inversión a largo plazo europeos: preguntas frecuentes, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/sv/MEMO_15_4423. [104]

Consejo Europeo (2024), MiFIR y MiFID II: El Consejo adopta nuevas normas para reforzar la transparencia de los datos del mercado, https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2024/02/20/mifir-and-mifid-ii-council-adopts-new-rules-to-strengthen-market-data-transparency/. [31]

Eurostat (nd), Empleo y actividad por sexo y edad - datos anuales, https://doi.org/10.2908/LFSI_EMP_A. [47]

EY (2021), España: Los ETF de la UE ya no cumplen los requisitos para el régimen de traspasos, https://www.ey.com/es_gl/alertas-fiscales/espana--los-etfs-de-la-ue-ya-no-cumplen-los-regimen-de-traspasos. [66]

FCA (2021), FCA confirma nuevas reglas de cotización para impulsar el crecimiento y la innovación en las acciones del Reino Unido mercados, https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-confirms-new-listing-rules-boost-growth-and-innovation. [12]

Machine Translated by Google

Finanzas para todos (2022), Finanzas para todos, https://www.finanzasparatodos.es/quienes-somos. [87]

Freshfields Bruckhaus Deringer (2021), Acciones de fidelización en España: el desvanecimiento de la 'acción única, principio de 'un voto', https://transactions.freshfields.com/post/102guhr/loyalty-shares-in-spain-the-fading-of-the-one-share-one-vote-principle. [16]

Funcas (2024), Asignatura pendiente: la educación financiera en la enseñanza obligatoria, https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2024/10/241007_DEF_Final.pdf. [86]

Gobierno de España (2020), Declaración del gobierno ante la emergencia climática, https://www.miteco.gob.es/content/dam/miteco/es/prensa/declaracionemergenciaclimatica_tcm30-506551.pdf. [98]

Hanselaar, R., R. Stulz y M. Dijk (2017), "¿Las empresas emiten más acciones cuando los mercados se vuelven más líquidos?", European Finance eJournal, https://doi.org/10.2139/ssrn.2891439. [24]

Hogan Lovells (sf), España: Ley 11/2021 que implementa la ATAD e introduce otras medidas contra el fraude fiscal, https://www.engage.hoganlovells.com/knowledgeservices/insights-and-analysis/spain-law-112021-implementing-atad-and-introducing-other-measures-against-tax-fraud_1#:~:text=Law%2011%2F2021%20includes%20a,2022%20without%20adverse%20tax%20 implicaciones. [61]

Autoridad Monetaria de Hong Kong (2024), Directriz sobre la subvención para finanzas verdes y sostenibles Esquema, https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-information/press-release/2024/20240503e7a1.pdf. [103]

ICGL (2024), Leyes y Reglamentos de Fondos de Inversión Pública en España, https://iclg.com/practice-areas/leyes-y-regulaciones-de-fondos-de-inversión-publica/spain. [60]

ICO (nd), Análisis y evaluación de impacto de Fond-ICO Global, https://www.ico.es/es/web/guest/ico_newsletter/linea-ico-exportadores-20-2. [41]

IEF (2023), Opiniones y actitudes fiscales de los españoles en 2022, https://www.ief.es/docs/destacados/publicaciones/documentos_trabajo/2023_07.pdf. [90]

Instituto de Estudios Económicos (2022), Libro Blanco para la Reforma Fiscal en España, https://www.ieemadrid.es/wp-content/uploads/IEE.-LIBRO-BLANCO-para-la-reforma-fiscal-en-Espana.pdf. [88]

ISS (2024), Directrices de voto por poder: recomendaciones políticas de referencia - Europa continental, https://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf?v=1. [22]

ISS (2023), Estructuras de acciones de clase dual: la experiencia europea, https://insights.issgovernance.com/posts/estructuras-de-doble-clase-compartida-la-experiencia-europea/. [17]

Ius Laboris (2022), Reforma de las pensiones de empleo en España: ¿qué cambiará?, https://iuslaboris.com/insights/reforma-de-pensiones-de-trabajo-en-espana-que-cambiara/. [49]

Jappelli, T. y M. Padula (2013), "Inversión en alfabetización financiera y decisiones de ahorro", Journal of Banking & Finance, https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.03.019. [81]

Machine Translated by Google

Jopson, B. y P. Tamma (2024), España propone minicoaliciones para romper el estancamiento de los mercados de capitales de la UE, https://www.ft.com/content/84a53c17-4d0c-4a04-94c2-4a195db9bfe3. [95]

KPMG (2021), NIIF 9 para aseguradoras: ¿está listo para empezar? https://kpmg.com/xx/es/home/insights/2021/09/aseguradoras-iifrs9-implementacion-goodtogo.html. [57]

Ley 35/2006 (2006), del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio, https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2006-20764. [48]

Ley 6/2023 (2023), Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2023-7053. [42]

Letta, E. (2024), Mucho más que un mercado: empoderar al mercado único para ofrecer un Futuro sostenible y prosperidad para todos los ciudadanos de la UE, https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf. [58]

Liang, H., P. Nguyen y W. Zhang (2022), "El sol está saliendo por el este: acciones de clase dual y el panorama competitivo de las industrias tecnológicas en Asia", Serie de documentos de trabajo del ECGI en finanzas n.° 852/2022, https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/asiafinal.pdf. [19]

MAS (nd), Plan de Subvenciones para Bonos Sostenibles, https://www.mas.gov.sg/schemes-and-iniciativas/esquema de subvenciones para bonos sostenibles. [101]

Maza, L. (2024), Una reflexión sobre los umbrales cuantitativos en los modelos de depósito de las cuentas anuales y su posible impacto en el tamaño empresarial en España, https://www.bde.es/wbe/es/publicaciones/analisis-economico-investigacion/documentos-ocasionales/una-reflexion-sobre-los-umbrales-cuantitativos-en-los-modelos-de-deposito-de-las-cuentas-anuales-y-su-posible-impacto-en-el-tamano-empresarial-en-espana.html. [4]

Ministère de l'Économie et des Finances (nd), https://www.economie.gouv.fr/particuliers/plan-epargne-acciones-pea#. [78]

Ministerio de Economía, Comercio y Empresa (2024), Consulta pública previa sobre el proyecto de orden ministerial por la que se regula el préstamo de valores, https://portal.mineco.gob.es/RecursosArticulo/mineco/ministerio/participacion_publica/consulta/ficheros/20240906_ECO_TES_CP_Pestamo_Valores.pdf. [29]

MSCI (2024), Hoja informativa del índice - MSCI AC Asia Index (USD), https://www.msci.com/documents/10199/a63c9809-ca71-4752-923a-31695a29b9d7. [6]

OCDE (2024), Encuesta anual sobre regulación de las inversiones de los proveedores de pensiones 2024, https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/topics/policy-sub-issues/asset-backed-pensions/2024-Survey-of-Investment-Regulation-of-Pension-Providers.pdf. [51]

OCDE (2024), Informe mundial sobre sostenibilidad corporativa 2024, Publicaciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/8416b635-en. [100]

OCDE (2024), Informe sobre la deuda mundial, Publicaciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/91844ea2-es. [59]

Machine Translated by Google

OCDE (2024), Resultados PISA 2022 (Volumen IV): ¿Qué tan financieramente inteligentes son los estudiantes?, PISA, Publicaciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/5a849c2a-es. [85]

OCDE (2024), El mercado sueco de bonos corporativos: desafíos y recomendaciones de política, Publicaciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/7ff1a6ce-en. [96]

OCDE (2023), OECD Corporate Governance Factbook 2023, Publicaciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/6d912314-en. [43]

OCDE (2023), Estudios económicos de la OCDE: España 2023, Publicaciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/5b50cc51-es. [2]

OCDE (2023), Encuesta internacional OCDE/INFE 2023 sobre alfabetización financiera de adultos, https://www.oecd.org/publications/oecd-infe-2023-international-survey-of-adult-financial-literacy-56003a32-en.htm. [83]

OCDE (2023), Pensiones de un vistazo 2023: Indicadores de la OCDE y del G20, Publicaciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/678055dd-es. [45]

OCDE (2022), Finanzas corporativas en Asia y la crisis de la COVID-19, Mercado de capitales de la OCDE Serie, OECD Publishing, París, https://doi.org/10.1787/87861cf0-es. [5]

OCDE (2021), Pensiones de un vistazo 2021: Indicadores de la OCDE y del G20, Publicaciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/ca401ebd-es. [50]

OCDE (2021), El futuro del gobierno corporativo en los mercados de capitales tras la crisis de la COVID-19, Gobierno corporativo, Publicaciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/efb2013c-es. [1]

OCDE (2018), Kit de herramientas OCDE/INFE para medir la alfabetización financiera y la inclusión financiera, https://www.oecd.org/financial/education/2018-INFE-FinLit-Measurement-Toolkit.pdf. [84]

OCDE (2016), “Cambios en los modelos de negocio de las bolsas de valores y fragmentación del mercado de valores”, en Perspectivas empresariales y financieras de la OCDE 2016, Publicaciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/9789264257573-9-en. [25]

OCDE (2016), OECD Factbook 2015-2016: Estadísticas económicas, ambientales y sociales, Publicaciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/factbook-2015-es. [69]

Oliver Wyman (2023), El renacimiento de los ETF: los fondos cotizados en bolsa impulsan el mercado oportunidades, https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/v2/publications/2023/may/Oliver_Wyman_Exchange_traded_funds_are_fueling_mark oportunidades_de_crecimiento.pdf. [65]

Ongena, S. et al. (2021), Crédito bancario y financiación basada en el mercado para empresas: los efectos de las emisiones de minibonos, https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2021/2021-1315/en_Tema_1315.pdf?language_id=1. [92]

Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation (2024), 10° Informe italiano sui Minibond, https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-minibond/. [93]

Pagano, M. y A. Röell (1996), “Transparencia y liquidez: una comparación de los mercados de subastas y distribuidores con negociación informada”, The Journal of Finance, vol. 51/2, págs. 579-611, https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb02695.x. [30]

Machine Translated by Google

Pérez-Llorca (2024), Aprobación de la Ley de Cotización. Novedades relevantes para las operaciones en el mercado de capitales, https://www.perezllorca.com/wp-content/uploads/2024/04/Información-Legal-Aprobación-de-la-Ley-De-Cotización.pdf#page=8&zoom=100,149,242. [14]

Politecnico di Milano (2024), 10° INFORME ITALIANO SUI MINIBOND, https://www.osservatoriefi.it/efi/download/10-informe-italiano-sui-minibond/. [91]

Bolsa de Valores de Cartera (nd), “Emisores”, https://portfolio.exchange/portfolio-issuers/. [35]

Private Equity International (2024), ELTIF 2.0 despega, https://www.privateequityinternational.com/eltif-2-0-despega/. [64]

PwC (2024), Adopción final por parte de la UE del paquete de la Ley de Cotización, https://legal.pwc.de/en/news/articles/eu-s-final-adoption-of-the-listing-act-package. [37]

Roulstone, D. (2003), “Seguimiento de analistas y liquidez del mercado”, Contemporary Accounting Research, vol. 20/3, págs. 551–78, https://doi.org/10.1506/X45Y-PMH7-PNYK-4ET1. [36]

Real Decreto 681/2014 (2014), Real Decreto 681/2014, de 1 de agosto, https://www.boe.es/boe/dias/2014/08/02/pdfs/BOE-A-2014-8367.pdf. [52]

Real Decreto 814/2023, artículo 66.7 (nd), Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado, https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2023-22764. [11]

Real Decreto Legislativo 5/2004, Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, https://www.boe.es/buscar/pdf/2004/BOE-A-2004-4527-consolidado.pdf. [38]

S&P Global (2023), S&P Dow Jones Indices anuncia los resultados de la consulta del índice S&P Composite 1500 sobre las reglas de elegibilidad de las clases de acciones, https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/indexnews/announcements/20230417-1463543/1463543_prapril20231500shareclassconsultresults.pdf. [20]

Société Générale (2023), Nueva reforma del mercado español: La participación activa y constructiva de Societe Generale Securities Services Madrid, https://www.securities-services.societegenerale.com/es/insights/views/noticias/nueva-reforma-del-mercado-espanol-sgss-madrid/. [28]

SpainCap (2024), Medidas para la transformación de las pymes y startups, https://spaincap.org/storage/documents/June2024/IWqRtEhVN8v6jGS645Qr.pdf. [55]

Oficina Nacional de Auditoría de Suecia (2018), Cuenta de ahorro para inversión: una forma sencilla de ahorro en un sistema tributario complejo, https://www.riksrevisionen.se/download/18.59eb8325166dd783b805f2d8/1541659916695/Ri R_2018_19_ESPAÑOL.pdf. [77]

Agencia Tributaria Sueca (2024), Skatt på investeringssparkonto, https://www.skatteverket.se/privat/skatter/vardepapper/investeringssparkontoisk.4.5fc8c94513259a4ba1d800037851.html. [76]

Gobierno del Reino Unido (sin fecha), ISA de por vida, https://www.gov.uk/lifetime-isa. [80]

Machine Translated by Google

UNESPA (2024), “El ahorro gestionado por seguros aumenta un 5,23% en 2023”, https://www.unespa.es/notasdeprensa/evolucion-seguro-vida-diciembre-2023/#:~:text=Las%20aseguradoras%20gestionaban%20203.808%20millones,la%20de%20un%20a%C3%B1o%20antes. [72]

Reserva Federal de Estados Unidos (2024), Z.1 Cuentas financieras de los Estados Unidos, Tabla L.117 Fondos de pensiones privados y públicos, https://www.federalreserve.gov/releases/z1/20240912/z1.pdf. [44]

van Rooij, M., A. Lusardi y R. Alessie (2012), “Alfabetización financiera, planificación de la jubilación y Riqueza de los hogares”, The Economic Journal, vol. 122/560, págs. 449–478, https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2012.02501.x. [82]

Notas

[1] Las scale-ups son empresas que tienen modelos de negocio rentables y que han crecido a una tasa anual de más del 20% en términos de facturación o número de empleados durante tres ejercicios consecutivos.

Si bien entró en vigor a principios de 2018, el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) permitió una exención temporal para las aseguradoras, permitiéndoles seguir aplicando la NIC 39 hasta principios de 2023, cuando entró en vigor la NIIF 17.

3 Un ELTIF es un marco europeo de inversión colectiva para fondos que invierten en proyectos a largo plazo (por lo que carecen de liquidez a corto plazo), como infraestructura, comercializados tanto a inversores institucionales como minoristas (Comisión Europea, 2015[104]).

4 El estándar de poder adquisitivo (PPA) es el término técnico utilizado por Eurostat para designar la moneda común en la que se expresan los agregados de las cuentas nacionales cuando se ajustan las diferencias de nivel de precios mediante PPA. En teoría, un PPS puede comprar la misma cantidad de bienes y servicios en cada país.

[5] Dado que se aplica un impuesto sobre toda la base de capital, los posibles beneficios fiscales para las inversiones a través de la cuenta de ahorros para inversiones suecas dependerán del nivel de rendimiento, así como del costo del endeudamiento público.

6 El plazo consta de tres fases: tres días desde la recepción de la solicitud para presentar las primeras observaciones, dos días para el envío de observaciones relativas a las modificaciones resultantes de las primeras observaciones, en su caso, y tres días para la admisión de los valores desde que se complete la información.
La mayoría de los asuntos no requieren comentarios y, por lo tanto, se resuelven en su totalidad en un plazo de tres días.

Machine Translated by Google

Machine Translated by Google

2 El sector empresarial español

Este capítulo ofrece una visión general de la economía española y un análisis exhaustivo de la demografía, la estructura de capital, los niveles de inversión y el rendimiento de las empresas no financieras. También ofrece comparaciones con países de su entorno.

Machine Translated by Google

2.1. Panorama general de la economía

La economía española se vio gravemente afectada por la crisis financiera de 2008 y la posterior crisis de la deuda soberana europea. El PIB real se contrajo en cuatro de los cinco años entre 2009 y 2013. Sin embargo, la actividad económica comenzó a recuperarse en 2014, con un crecimiento medio del PIB real del 2,6 % hasta 2019.
superior a la media de la UE. El desempleo disminuyó en más de 10 puntos porcentuales, mientras que el déficit fiscal, que se situó en el 11,6 % del PIB en 2012, se redujo significativamente hasta el 3,1 % en 2019. La inversión, medida como formación bruta de capital fijo, también mejoró. Además, el sistema bancario, que había estado en el epicentro de las crisis anteriores, se fortaleció sustancialmente, y la proporción de préstamos morosos se redujo del 7,1 % en 2013 al 3,2 % en 2019.

En 2020, tras el inicio de la pandemia de COVID-19, la economía española volvió a sufrir graves consecuencias. Las consecuencias económicas fueron más pronunciadas en España que en muchos otros países europeos debido a su fuerte dependencia del turismo, el importante papel de las pequeñas y medianas empresas (pymes) y la alta prevalencia de contratos temporales. Como resultado, en 2020 la economía se contrajo un 11,2 % en términos reales. Sin embargo, se recuperó rápidamente en 2021 y 2022, con crecimientos del 6,4 % y el 5,8 %, respectivamente, superiores a los del agregado de la eurozona. Esto refleja, en parte, la eficiente gestión de la pandemia por parte del gobierno. Por ejemplo, además de asignar recursos adicionales al sistema sanitario, se proporcionó liquidez a hogares y pequeñas empresas mediante la ampliación de los programas de reducción del tiempo de trabajo y la oferta de garantías de préstamos públicos, especialmente dirigidas a pymes y autónomos. Como resultado, la renta per cápita aumentó y el desempleo disminuyó (Tabla 2.1).

En 2023, el PIB creció un 2,5 %. Se prevé que esta tendencia se modere aún más en 2024, con un crecimiento proyectado del 1,8 %, que repuntará hasta el 2 % en 2025 gracias al consumo privado, un mercado laboral sólido y el supuesto crecimiento de los socios comerciales exportadores. Se prevé que la inversión sea débil en 2024, pero repuntará ligeramente en 2025 gracias a la implementación del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (OCDE, 2024[1]).

Tabla 2.1. Indicadores económicos clave de España

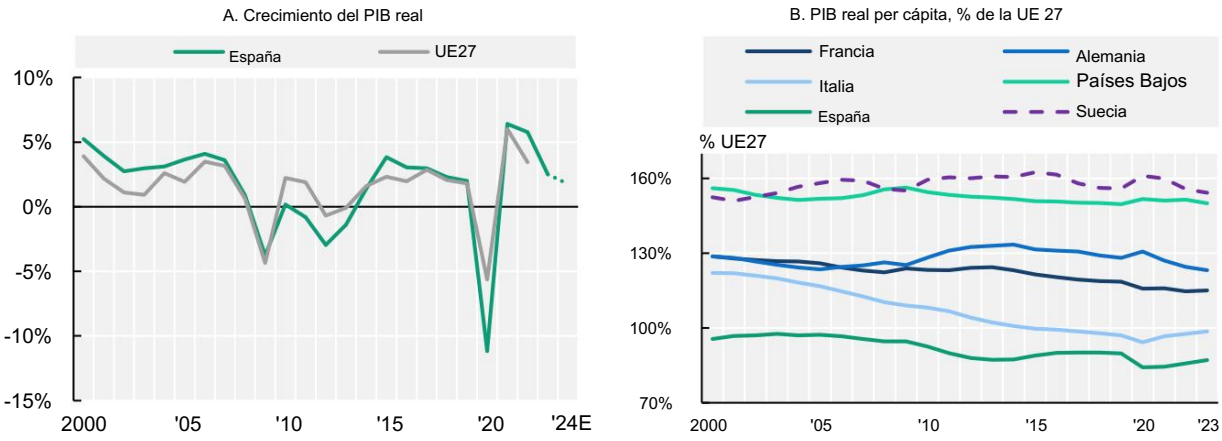
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Crecimiento del PIB real (%)	(3.0)	(1.4)	1.4	3.8	3.0	3.0	2.3	2.0	(11.2)	6.4	5.8	2.5	
PIB real per cápita (euros, miles de PPS)	23.4	23.4	24.0	25.1	25.9	27.2	27.6	28.5	24.9	27.5	30.2	33.1	
Tasa de desempleo (%)	24.8	26.1	24.4	22.1	19.6	17.2	15.3	14.1	15.5	14.8	12.9	12.1	
Inflación general (%)	2.4	1.5	(0.2)	(0.6)	(0.3)	2.0	1.7	0.8	(0.3)	3.0	8.3	3.4	
Crecimiento de la productividad laboral (%)	1.9	1.5	0.3	0.8	0.5	0.9	(0,2)	0.6	(0,2)	(0,8)	1.8	n / A	
Saldo fiscal (% del PIB)	(11.6)	(7.5)	(6.1)	(5.3)	(4.3)	(3,1)	(2,6)	(3.1)	(10,1)	(6,7)	(4.7)	(3.6)	
Saldo fiscal primario (% del PIB)	(9.0)	(4.5)	(3.1)	(2.7)	(1.9)	(0,9)	(0,4)	(1.0)	(8,1)	(4,8)	(2.6)	(1.8)	
Deuda pública bruta respecto del PIB (%)	69.9	90.0	100.5	105.1	103,3	102,7	101,8	100,4	98.2	120,3	116,8	111,6	
Saldo por cuenta corriente (% del PIB) 2,0 Inversión		2.0	1.7	2.0	3.2	2.8	1.9	2.1	0.6	0.8	0.6	2.6	
(FBCF, % del PIB)	20.4	19.9	20.1	20.0	20.3	20.4	21.1	21.4	21.5	21.2	22.0	21.9	
Préstamos morosos sobre préstamos totales (%)	5.7	7.1	6.4	5.1	4.7	4.5	3.7	3.2	2.9	2.9	3.1	n / A	

Fuente: OECD Economic Outlook 115, FMI, Eurostat, Banco Mundial.

El crecimiento del PIB real en España se ha caracterizado por caídas más pronunciadas que el agregado de la UE durante la crisis de la deuda soberana europea y la pandemia de COVID-19 (Gráfico 2.1, Panel A). Por ello, el PIB per cápita en España ha disminuido con el tiempo, situándose en el 88 % en la UE-27, en 2023 (Panel B). Sin embargo, el PIB real creció un 2,5 % en 2023, significativamente por encima del crecimiento medio del 0,4 % de sus pares.

Machine Translated by Google

Figura 2.1. Crecimiento del PIB en España y países europeos seleccionados



Nota: En el Panel A, las líneas discontinuas son pronósticos de la OCDE.

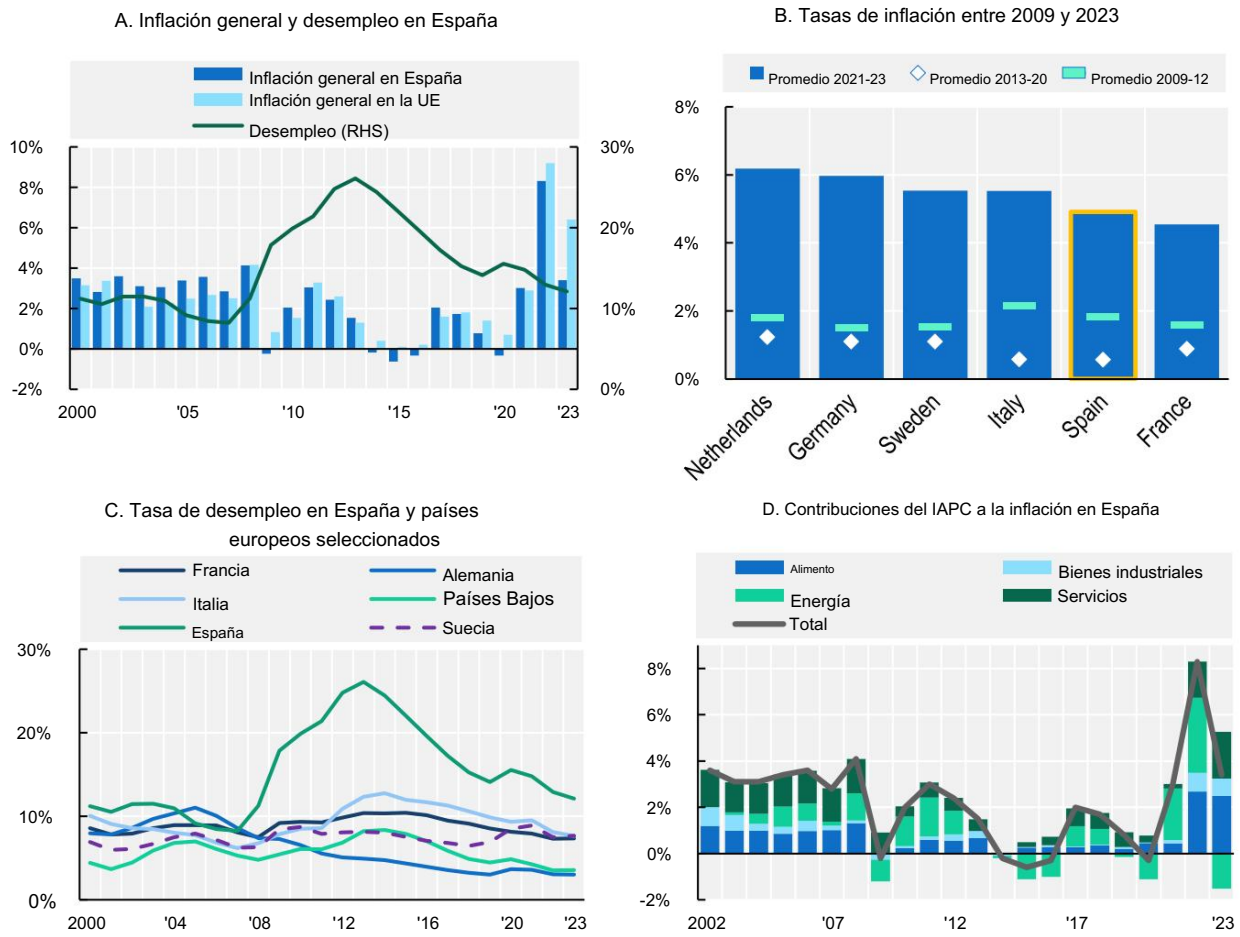
Fuente: Perspectivas económicas de la OCDE 115, Eurostat.

Históricamente, la tasa de desempleo en España ha sido una de las más altas de la eurozona. La crisis financiera mundial de 2008 provocó un aumento significativo del desempleo, que alcanzó un máximo del 26 % en 2013 (Gráfico 2.2, Panel A). Esta pronunciada caída del empleo durante los años posteriores a la crisis financiera mundial se debió en parte a ajustes a la menor demanda laboral, que resultaron en una disminución del empleo en lugar de una reducción de los salarios (Browne y Fernández, 2016[2]). En 2014, España comenzó a observar mejoras en las tasas de empleo.
Sin embargo, a pesar de la tendencia positiva en los años posteriores, la tasa de desempleo sigue siendo superior a la de sus homólogos europeos (Figura 2.2, Panel C). Debido a la pandemia de COVID-19, el desempleo aumentó en 2020 y 2021. El desempleo en 2023 se mantiene en dos dígitos y por encima del de los países homólogos de la UE. Una preocupación particular está relacionada con los altos niveles de desempleo juvenil, en un 27% en 2022, y la calidad de los empleos disponibles para los jóvenes. No obstante, la reforma del mercado laboral español de 2021 ha ayudado a reducir significativamente el empleo temporal (OCDE, 2023[3]). A pesar de una tasa de desempleo relativamente alta, las empresas informan cada vez más de tener que hacer frente a la escasez de mano de obra durante los últimos años (Banco de España, 2024[4]). Estos datos apuntan a problemas como los desajustes geográficos y de habilidades.

Durante la última década, las tasas de inflación en España han seguido una tendencia similar a la de otros países europeos (Figura 2.2, Panel B). Entre 2013 y 2019, la inflación en la eurozona se mantuvo baja debido a una combinación de factores. Entre ellos, destacan el impacto de la crisis financiera mundial y la crisis de la deuda soberana europea, que, junto con otras tendencias estructurales como la globalización y los cambios demográficos, presionaron a la baja la inflación (BCE, 2021[5]). El período de baja inflación continuó debido a la crisis económica causada por la COVID-19, lo que provocó una tasa de inflación general media negativa en 2020. Sin embargo, la inflación general comenzó a aumentar significativamente en 2021, impulsada principalmente por el aumento de los precios de la energía. Los alimentos, los bienes industriales no energéticos y los servicios también contribuyeron al aumento de la inflación. En este contexto inflacionario, el posterior conflicto en Ucrania interrumpió las cadenas de suministro, impulsando aún más los precios de la energía y los alimentos (EPRS, 2022[6]). El gobierno implementó un límite temporal a los precios de la electricidad en junio de 2022, lo que contribuyó a la desaceleración de los precios de la energía (Corbeau, Farfán y Orozco, 2023[7]). Tras alcanzar su máximo en octubre de 2022, la inflación general en España comenzó a disminuir, principalmente debido a la desaceleración de los precios de la energía (Figura 2.2, Panel D).

Machine Translated by Google

Figura 2.2. Inflación y desempleo



Nota: En el Panel D, los alimentos incluyen alcohol y tabaco, los bienes industriales se refieren a bienes industriales no energéticos.

Fuente: Perspectivas económicas de la OCDE, mayo de 2015, Eurostat.

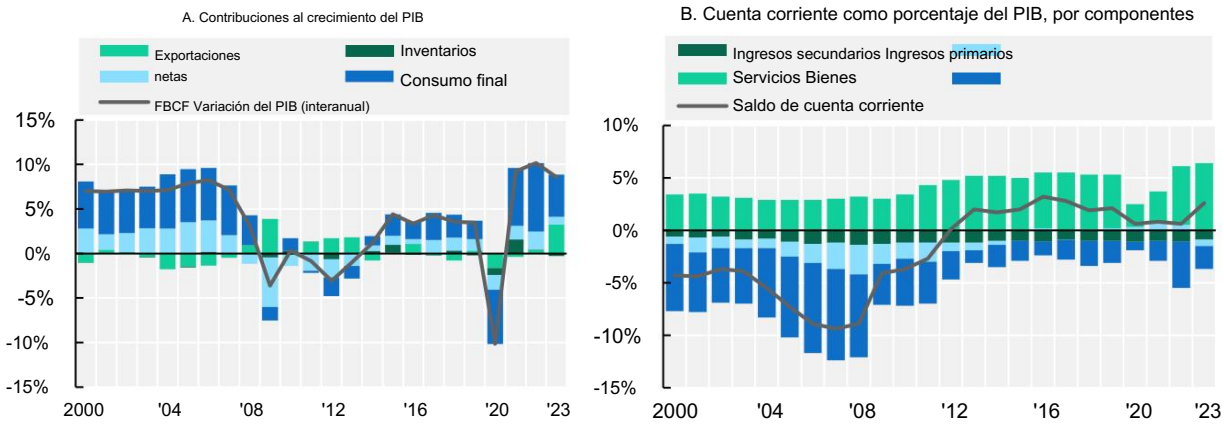
El consumo ha desempeñado un papel central en el crecimiento del PIB de España durante las últimas dos décadas. De 2014 a 2023, la participación media del consumo sobre el crecimiento total del PIB se situó en el 67%, una cifra que fue incluso mayor durante los 10 años anteriores (entre 2004 y 2013), con un 114%. Además, la formación bruta de capital fijo y las existencias contribuyeron representando en promedio el 27% y el 6% del total, respectivamente, entre 2014 y 2023. La contribución de las exportaciones netas al PIB general ha sido muy pequeña durante la última década, con una participación media del 0,2%. No obstante, esta cifra sigue siendo superior a la del período entre 2004 y 2013, cuando la contribución media de las exportaciones netas fue negativa, del -5,9%. La tendencia expansiva caracterizada por un crecimiento impulsado por el consumo durante este período también fue evidente en muchos países de la zona euro, así como en otras naciones industrializadas, a menudo con un consumo que superó el crecimiento de la inversión (BCE, 2018[8]).

La balanza por cuenta corriente de España ha registrado un superávit desde 2012 (Gráfico 2.3, Panel B). Esta tendencia positiva representa un cambio respecto a los déficits de las décadas anteriores y se atribuye principalmente a la mejora de la balanza de bienes, la reducción del déficit de rentas primarias y el aumento del superávit de los servicios. Incluso en 2020, cuando las actividades relacionadas con el turismo se vieron gravemente afectadas por los confinamientos y otras medidas preventivas de la COVID-19, la balanza de servicios se mantuvo positiva, lo que refleja el importante papel de los sectores de servicios no turísticos en la economía del país. En particular, los servicios vinculados al conocimiento, como la ingeniería, la ciencia y la consultoría, desempeñaron un papel sustancial en el impulso de los ingresos por servicios no turísticos.

Machine Translated by Google

Crecimiento en los últimos años (CaixaBank Research, 2023[9]). En 2022, el aumento sustancial de los precios de la energía provocó un deterioro de la balanza de bienes, pero esto se vio compensado por una sólida recuperación del sector servicios, en particular en las actividades relacionadas con el turismo (FMI, 2023[10]) , que continuó mostrando una mejora a lo largo de 2023.

Figura 2.3. Contribución al crecimiento del PIB y composición de la cuenta corriente en España



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE), Eurostat.

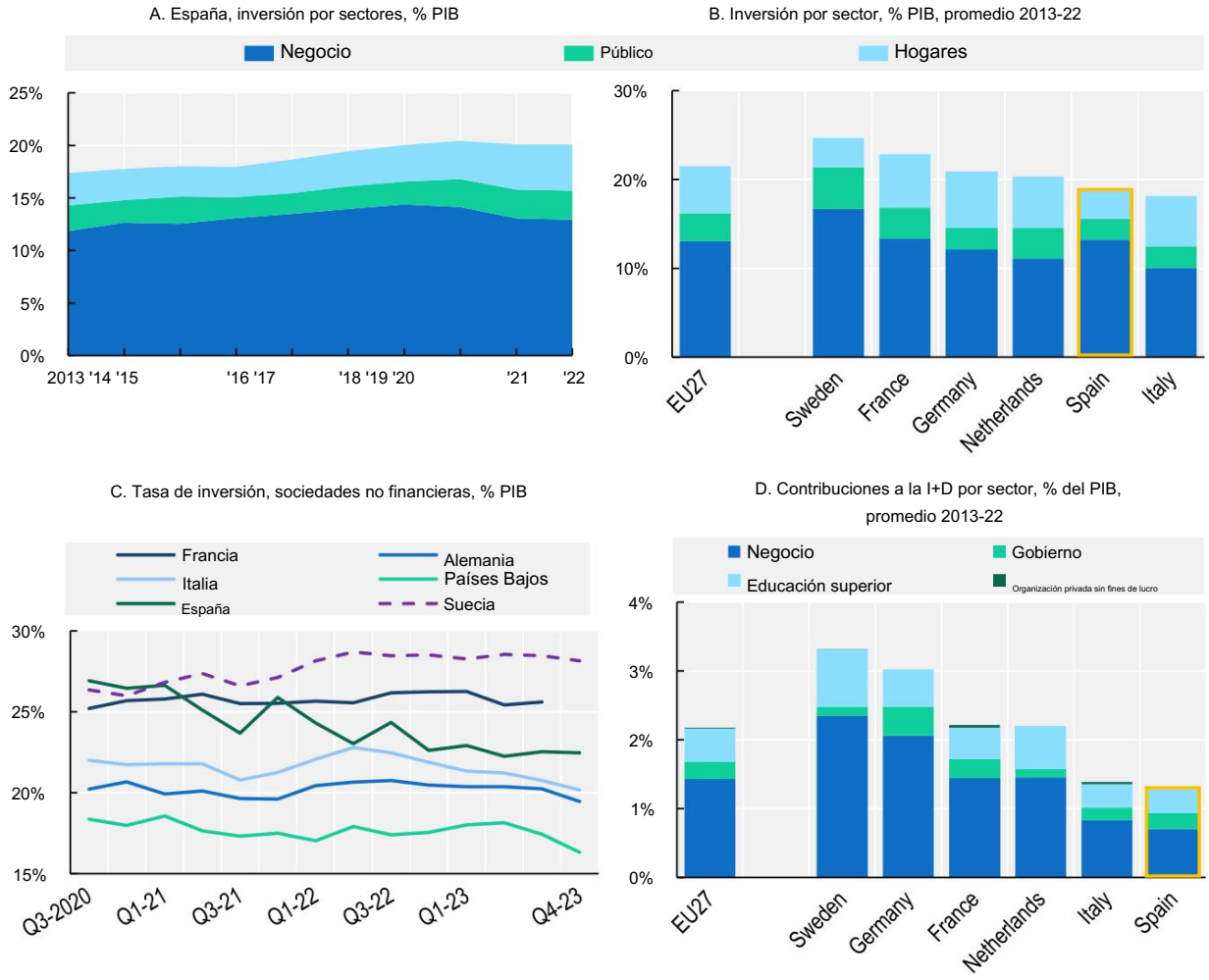
Tras la crisis financiera mundial, la inversión en España experimentó un descenso, impulsado principalmente por la inversión de los hogares y, en menor medida, por la inversión pública. Sin embargo, entre 2013 y 2019, el país experimentó una tendencia positiva, siendo la inversión empresarial la que mostró el crecimiento más significativo. Durante este período, la contribución del sector empresarial al PIB aumentó del 11,9 % al 14,4 % (Gráfico 2.4, Panel A) y la cifra media anual hasta 2022 (13,2 %) superó la de la UE y la de países como Alemania, Países Bajos e Italia (Panel B). No obstante, la inversión de las empresas no financieras también fue el sector más afectado por la COVID-19 y experimentó una contracción más pronunciada en España en comparación con otros países europeos. En particular, desde el segundo trimestre de 2021, la inversión de las empresas no financieras ha ido disminuyendo como porcentaje del PIB (Gráfico 2.4, Panel C). Esto se debió en parte al aumento repentino de los precios de la energía, que afectó especialmente a las empresas españolas. En el último trimestre de 2023, la tasa de inversión de las empresas no financieras aún se encontraba lejos de los niveles prepandemia (22,5% frente al 27,2% de 2019). En la encuesta anual de inversión del BEI (2024[11]) , las empresas españolas citan la incertidumbre sobre el futuro y los costes energéticos como las principales barreras a largo plazo para la inversión.

Desde 2011, España ha tenido en promedio el nivel más bajo de inversión en investigación y desarrollo (I+D) medido como porcentaje del PIB en comparación con países europeos seleccionados y el promedio de la UE.
Esta diferencia se explica principalmente por la contribución del sector empresarial, que durante más de una década ha representado menos de dos tercios de la media de la UE (Figura 2.4, Panel D). El Cuadro Europeo de Indicadores de Innovación también reconoce el bajo nivel de gasto en I+D del sector empresarial como una de las debilidades relativas de España, junto con el bajo apoyo gubernamental a la I+D empresarial (Comisión Europea, 2023[12]). Además de factores estructurales como la alta estacionalidad del mercado laboral en España y el menor nivel de profesionales cualificados en comparación con otros países europeos, la falta de inversión en I+D en España también puede atribuirse en parte a la importancia de las pymes en la economía. Este tipo de empresas...

Suelen tener más dificultades para acceder a la financiación necesaria para cubrir los costes fijos asociados a las inversiones en I+D. Por lo tanto, su capacidad para crecer y aumentar la productividad sigue siendo limitada. En ese contexto, incentivar el uso de los mercados de capitales y reducir la dependencia de la financiación bancaria debería beneficiar a las pymes e incrementar su inversión en innovación (BBVA Research, 2021[13]).

Machine Translated by Google

Figura 2.4. Tendencias de la inversión en España y países europeos seleccionados



Nota: En el Panel B, la formación bruta de capital fijo consiste en las adquisiciones de productores residentes, menos las enajenaciones de activos fijos, más ciertas adiciones al valor de los activos no producidos realizadas por la actividad productiva, como las mejoras en terrenos. En el Panel C, la tasa de inversión bruta de las sociedades no financieras se define como la formación bruta de capital fijo dividida entre el valor añadido bruto. Los datos de Francia del cuarto trimestre de 2023 no están disponibles. El panel D muestra el gasto interno bruto en I+D.

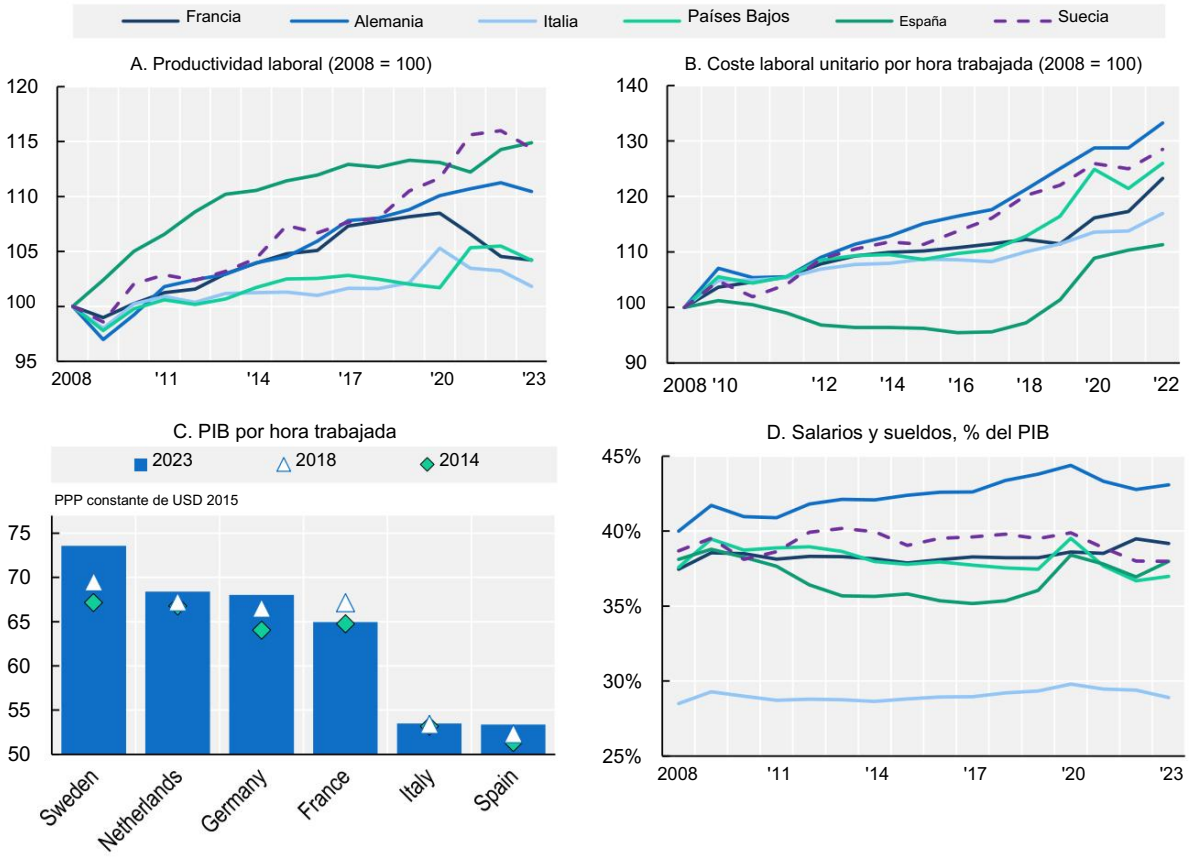
Fuente: Eurostat, Banco Mundial.

La productividad laboral en España, medida por el PIB por hora trabajada, se encuentra significativamente por debajo de la de sus economías homólogas. El período posterior a la crisis financiera mundial, entre 2009 y 2013, fue testigo de un patrón contracíclico en la productividad laboral española. Este fenómeno se debió a una reducción sustancial del empleo, que afectó especialmente a las ocupaciones menos productivas. Además, el aumento del desempleo no solo disminuyó el total de horas trabajadas, sino que también contribuyó a un aumento de la ratio capital-trabajo (FMI, 2023[14]). Sin embargo, entre 2014 y 2021, la tasa de crecimiento de la productividad laboral se desaceleró (Figura 2.5, Panel A), lo que impidió que el país cerrara la brecha con sus economías homólogas. En 2023, el PIB por hora trabajada de España fue el 73% del de Suecia, el país con la mayor productividad entre los considerados para la comparación (Figura 2.5, Panel C). Esta falta de convergencia se puede atribuir a la baja importancia de sectores económicos relativamente altamente productivos en la economía española y a los niveles insuficientes de cualificación de la fuerza laboral, que dificultan el aprovechamiento pleno de la mejora tecnológica (Banco de España, 2020[15]; Banco de España, 2021[16]).

Machine Translated by Google

Entre 2008 y 2016, los costes laborales unitarios disminuyeron, mientras que la productividad laboral aumentó, lo que indica un aumento de la competitividad de España. Sin embargo, desde 2017, los costes laborales unitarios han mostrado una tendencia al alza. (Gráfico 2.5, Panel B). Cabe destacar también que la proporción de sueldos y salarios respecto del PIB se ha mantenido relativamente estable durante el período analizado, y si bien aumentó ligeramente entre 2018 y 2020, la tendencia al alza no se mantuvo. Los salarios aumentaron solo modestamente durante el pico inflacionario de los últimos años, en parte debido a la proporción históricamente baja de trabajadores cubiertos por convenios colectivos que incluyen indexación a la inflación. Desde 2023, los cambios regulatorios también contribuyeron a un aumento de los costos laborales no salariales, como las cotizaciones a la seguridad social (Hernández de Cos, 2024[17]).

Figura 2.5. Productividad laboral y participación salarial



Nota: Para el Panel A, la productividad laboral se refiere al PIB por hora trabajada. Los datos del Panel B solo están disponibles hasta 2022.

Fuente: Estadísticas de productividad de la OCDE, base de datos estadística de la OCDE.

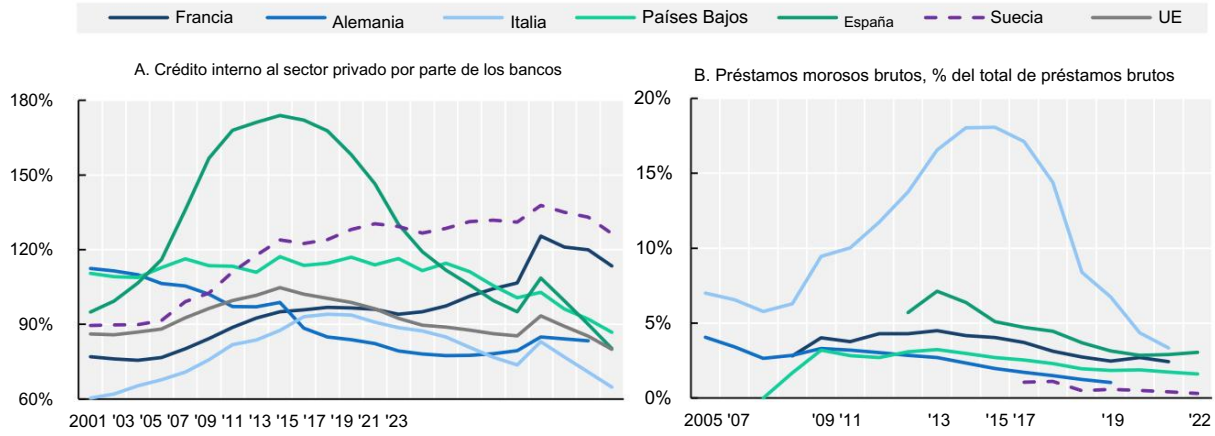
Los años previos a la crisis financiera mundial presenciaron una marcada expansión del endeudamiento del sector privado en España. En un período de expansión económica, la demanda de vivienda aumentó considerablemente y los bancos incrementaron su exposición al sector inmobiliario (FSB, 2011[18]). Tras la crisis financiera mundial y la posterior crisis de deuda soberana europea, se produjo una contracción del sector inmobiliario. A medida que los precios de la vivienda comenzaron a bajar, la ratio de préstamos morosos (NPL) como porcentaje del total de préstamos en España aumentó sustancialmente y alcanzó un nivel mucho más alto que en muchos otros países europeos, como Alemania, Francia o Suecia (Figura 2.6, Panel B). España implementó diversas medidas y cambios regulatorios destinados a respaldar la liquidez de las instituciones financieras, así como a fortalecer y reestructurar el sector financiero, lo que resultó en un desapalancamiento del sector privado (BdE, 2017[19]). Además, el país también logró reducir la ratio de NPL gracias a un entorno macroeconómico favorable.

Machine Translated by Google

entorno y las medidas supervisoras orientadas a incentivar una gestión rápida por parte de los bancos de sus carteras de préstamos en problemas (BdE, 2020[20]).

En 2020, el crédito de la banca española al sector privado aumentó, pasando de representar el 95% del PIB en 2019 al 109% en 2020 (Gráfico 2.6, Panel A). Sin embargo, la tasa de morosidad se mantuvo por debajo de los niveles prepandemia debido a las medidas adoptadas para mitigar el impacto de la crisis y sostener la actividad económica. Estas medidas incluyeron: una ampliación de las garantías gubernamentales hasta 100.000 millones de euros para empresas y autónomos; el lanzamiento de una nueva línea de garantías para promover actividades de inversión; la creación de un fondo estatal de rescate para apoyar negocios estratégicos; y un fondo de capitalización para empresas medianas (FMI, 2022[21]). El crédito bancario comenzó a disminuir de nuevo en 2021, con los bancos endureciendo los criterios de concesión de préstamos y enfrentándose a una menor demanda de préstamos en 2023. El aumento de los tipos de interés ha contribuido positivamente a la rentabilidad del sector bancario, pero podría perjudicar la capacidad de reembolso de los prestatarios (Comisión Europea, 2023[22]).

Figura 2.6. Tendencias de los préstamos al sector bancario en España y países europeos seleccionados



Nota: Para el Panel A, los datos de Alemania no están disponibles para 2023. Para el Panel B, los datos de Suecia solo están disponibles a partir de 2016 y los datos de Alemania solo están disponibles hasta 2019.
Fuente: Banco Mundial.

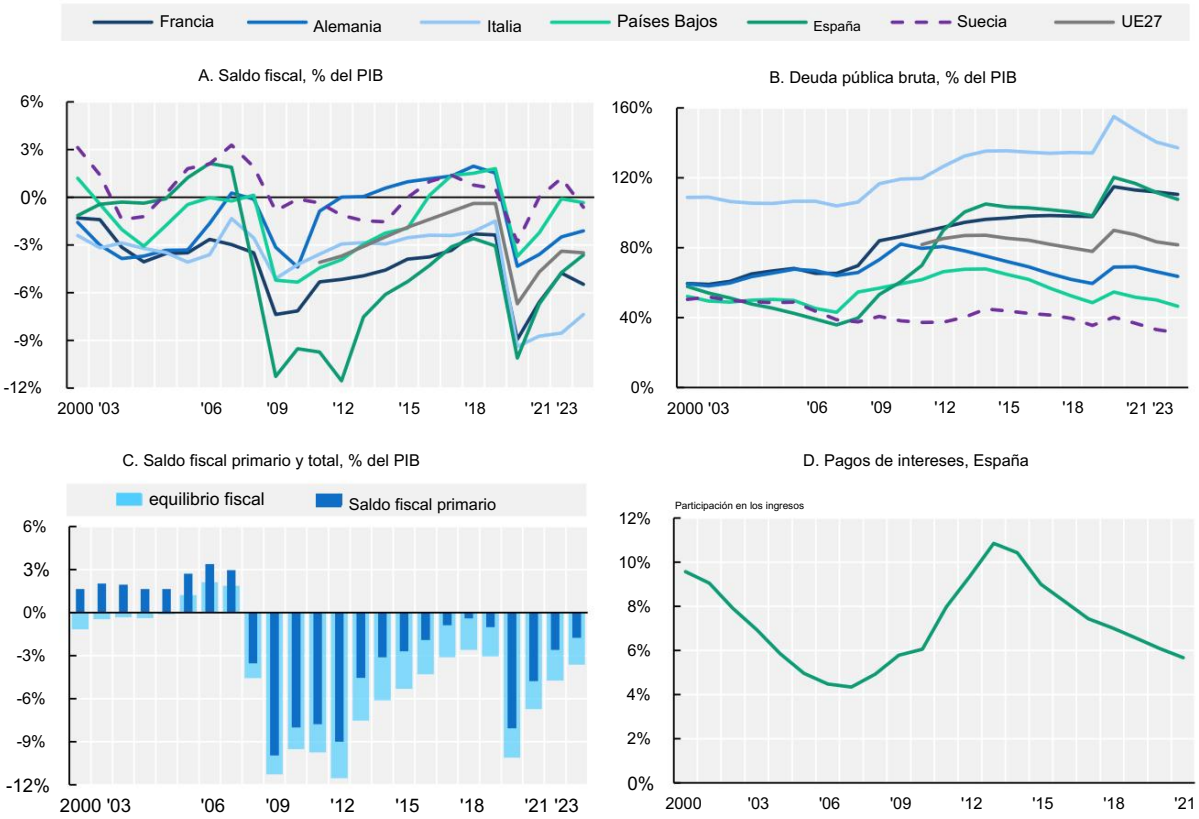
Las recientes crisis económicas, como la crisis financiera mundial y la pandemia de COVID-19, también han tenido un impacto significativo en las finanzas públicas europeas. Una de las principales consecuencias de la crisis financiera mundial y la posterior crisis de deuda soberana europea fue el aumento sustancial de la ratio de deuda pública, que en España en 2014 representaba el 105% de su PIB, por encima de la media de la UE del 87% (Gráfico 2.7, Panel B). Además, el déficit fiscal español aumentó notablemente y alcanzó el nivel más alto entre sus pares europeos (Gráfico 2.7, Panel A). En este contexto, la implementación de medidas de consolidación fiscal y el crecimiento económico experimentado durante los años posteriores a la crisis financiera mundial permitieron al país contener el aumento de la ratio de deuda/PIB y reducir el déficit público (Consejo Europeo, 2019[23]).

Sin embargo, la respuesta a la crisis de la COVID-19 provocó un nuevo aumento de la ratio deuda/PIB, alcanzando el 120% del PIB en 2020 (Gráfico 2.7, Panel B). El gasto público aumentó sustancialmente para apoyar a los sectores más afectados por la pandemia. Esto, sumado a una disminución de los ingresos fiscales, resultó en una marcada expansión del déficit fiscal. En 2020, el déficit fiscal representó el 10,2% del PIB del país, la proporción más alta desde 2012; sin embargo, en 2021 y 2022, disminuyó al 6,7% y al 4,7% del PIB, respectivamente, hasta alcanzar el 3,6% en 2023. En los próximos años, se espera que la tendencia gradual decreciente continúe debido a la implementación de diversas medidas fiscales y a la recuperación de la economía española.
Esto se refleja en un menor desempleo y, por lo tanto, en un aumento de los ingresos fiscales directos (Gobierno de España, 2023[24]). Sin embargo, se espera que las finanzas públicas españolas se enfrenten a presiones significativas de

Machine Translated by Google

gasto relacionado con la defensa, el cambio climático, la demografía y el cumplimiento del nuevo marco fiscal europeo (BCE, 2024[25]) .

Figura 2.7. Saldo fiscal y deuda pública bruta de España



Fuente: Perspectivas económicas de la OCDE 115, Eurostat, Banco Mundial.

En cuanto al coste de la deuda, durante la crisis de deuda soberana europea que afectó gravemente a Europa, España experimentó un aumento significativo de los gastos por intereses. El gasto en esta categoría representó más del 10 % de sus ingresos en 2013 y 2014 (Figura 2.7, Panel D). En los años siguientes, los gastos por intereses han disminuido de forma continua. Actualmente, a pesar de las condiciones monetarias más estrictas y del elevado nivel de deuda existente, que supera el 100 % del PIB, la proporción de los gastos por intereses respecto a los ingresos se ha mantenido. contenido. Esto también se refleja en la diferencia entre el saldo fiscal total y el saldo fiscal primario (el saldo fiscal excluyendo los pagos netos de intereses sobre los pasivos del gobierno general, es decir, los pagos de intereses menos los ingresos por intereses) (Figura 2.7, Panel C). Esto puede atribuirse en parte al hecho de que, si bien los gastos por intereses se ven influenciados tanto por los niveles de deuda pública como por los tipos de interés, también dependen en gran medida de la estructura de vencimientos de la deuda pública (BdE, 2022[26]). Los gastos por intereses no han aumentado sustancialmente, y se espera que los aumentos futuros sean moderados porque España emitió deuda a más largo plazo durante períodos de tipos de interés bajos (CaixaBank Research, 2022[27]). En el período entre 2024 y 2026, España se enfrenta al vencimiento de la deuda a tipo fijo de alrededor del 27% de su PIB. Se espera que la refinanciación de esta deuda a tipos más altos aumente los gastos por intereses en alrededor del 0,5% del PIB (OCDE, 2024[28]). Si bien el saldo fiscal y el saldo fiscal primario como porcentaje del PIB han aumentado significativamente desde la pandemia de COVID-19, los pagos netos de intereses sobre los pasivos del gobierno general se han mantenido relativamente estables durante la última década.

Machine Translated by Google

2.2. Demografía empresarial

Las pequeñas y medianas empresas (pymes) desempeñan un papel crucial en la economía de la UE, representando más del 99 % de las empresas no financieras. En España, más del 94 % de las pymes se identifican como microempresas (con menos de 10 empleados) en 2022. Las pequeñas empresas (de 10 a 49 empleados) representan el 5 %, mientras que las medianas empresas (de 50 a 249 empleados) constituyen el 0,7 %. El 0,1 % restante se clasifica como grandes empresas. Esto es comparable al de países similares, con la excepción de Alemania, donde la proporción de microempresas es considerablemente menor, con un 83,6 %, y los porcentajes de pequeñas y medianas empresas son mayores, situándose en el 13,8 % y el 2,1 %, respectivamente.

La distribución del tamaño de las empresas españolas se ha mantenido estable durante la última década, con proporciones muy similares en 2012 a las de 2022. A pesar de esta distribución consistente, el número total de empresas ha crecido un 14,5 %. Este aumento supera las cifras de Italia y Suecia, donde se observó un descenso en el número de empresas en el mismo periodo, así como las de Francia. Alemania y los Países Bajos han crecido más rápido, siendo este último país el que ha experimentado el aumento más significativo en el número de empresas no financieras, con un 75,3 % (Tabla 2.2).

El crecimiento del número total de empresas no financieras españolas refleja el dinamismo del entorno empresarial y varias reformas estructurales importantes en España durante la última década. Entre estas reformas se incluyen la Ley de Crecimiento Empresarial de 2022, que reduce las barreras financieras y administrativas para las empresas, y la Ley de Startups de 2022, que ofrece incentivos para facilitar la creación de empresas innovadoras. Además, las reformas de la Ley Concursal de 2022 modificaron el marco de los procedimientos de insolvencia y los planes de reestructuración para favorecer las negociaciones extrajudiciales y una actuación más rápida en situaciones de dificultades financieras (OCDE, 2023[3]).

Tabla 2.2. Distribución de empresas por tamaño de empresa

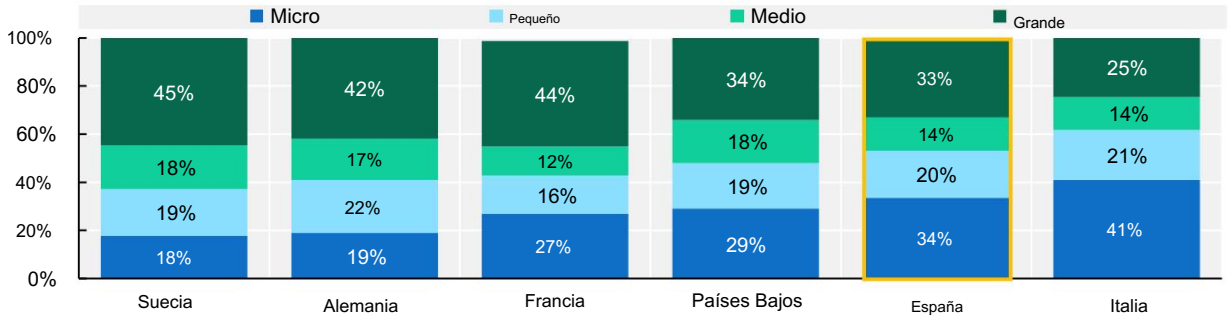
	2012					2022				
	Número de empresas					Número de empresas				
	Micro	Pequeño	Medio	Grande	Número de empresas	Micro	Pequeño	Medio	Grande	Número de empresas
Francia	94,8%	4,4%	0,7%	0,2%	2 841 853	95,1%	4,1%	0,6%	0,1%	3 508 194
Alemania	82,2%	14,7%	2,5%	0,5%	2 179 671	83,6%	13,8%	2,1%	0,4%	2 571 460
Italia	94,8%	4,6%	0,5%	0,1%	3 799 448	94,3%	5.0%	0,6%	0,1%	3 737 105
Países Bajos	93,9%	4,9%	1.0%	0,2%	854 976	96,2%	3.0%	0,6%	0,1%	1 499 001
España	94,4%	4,8%	0,6%	0,1%	2 362 698	94,2%	5.0%	0,7%	0,1%	2 705 092
Suecia	94,6%	4,5%	0,8%	0,2%	657 254	94,3%	4,6%	0,8%	0,2%	652 144

Nota: De acuerdo a la Clasificación Industrial Internacional Uniforme de Todas las Actividades Económicas (CIIU) Rev. 4, el total corresponde a la economía empresarial, excepto actividades financieras y de seguros.
Fuente: Estadísticas empresariales estructurales SDBS de la OCDE.

Las pymes emplean al 67% de la fuerza laboral en España, una proporción superior a la de la mayoría de sus homólogos europeos, con la excepción de Italia, donde la cifra es del 75%. Cabe destacar que España e Italia destacan como los únicos países considerados en el análisis donde las microempresas emplearon al mayor porcentaje de la fuerza laboral, con porcentajes del 34% y el 41%, respectivamente. Por el contrario, en los demás países, las grandes empresas representaron la mayor proporción de empleo. En Francia, Suecia y Alemania, más del 40% de los empleados trabajan en grandes empresas, mientras que en las microempresas el porcentaje oscila entre el 18% y el 27%.
(Figura 2.8).

Machine Translated by Google

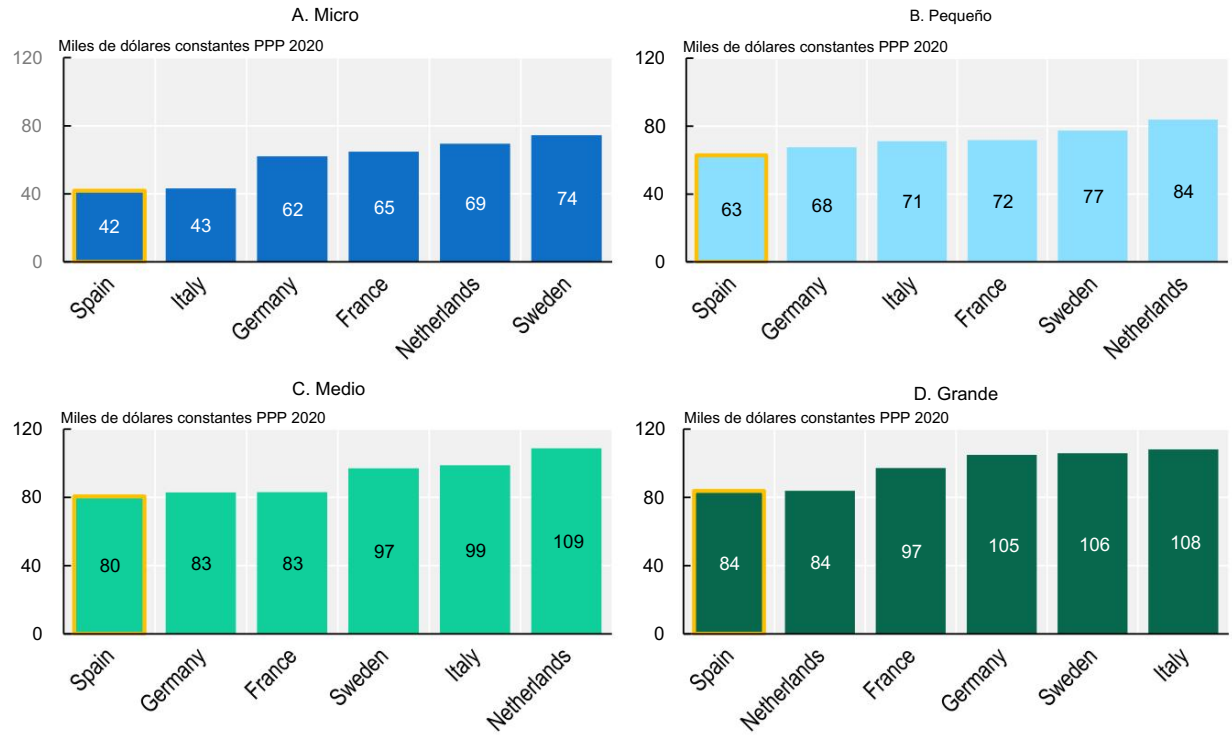
Figura 2.8. Distribución del empleo por tamaño de empresa, 2022



Nota: La cifra corresponde al sector "Economía empresarial, excepto actividades financieras y de seguros" según la Clasificación Industrial Internacional Uniforme de todas las Actividades Económicas (CIIU) Rev. 4.
Fuente: Estadísticas empresariales estructurales SDBS de la OCDE.

Los niveles de productividad y el tamaño de la empresa están correlacionados positivamente entre países (Figura 2.9). Por ejemplo, la productividad laboral de las microempresas españolas (medida por el valor añadido anual por empleado) es de 42.000 USD, solo la mitad en comparación con los 84.000 USD de las grandes empresas. Un patrón similar es visible en los otros países homólogos. Sin embargo, entre las diferentes categorías de tamaño de empresa, los niveles de productividad tienden a variar entre países. Cabe destacar que España tiene la productividad laboral más baja en las cuatro categorías de tamaño. La brecha de productividad entre España y sus pares es particularmente pronunciada en las microempresas, donde la productividad laboral de las empresas españolas alcanza solo el 67% de la media en sus países homólogos. Para las pequeñas, medianas y grandes empresas en España, la productividad laboral se sitúa en el 84%, 86% y 84%, respectivamente, de la media del país homólogo

Figura 2.9. Productividad laboral por tamaño de empresa, 2020

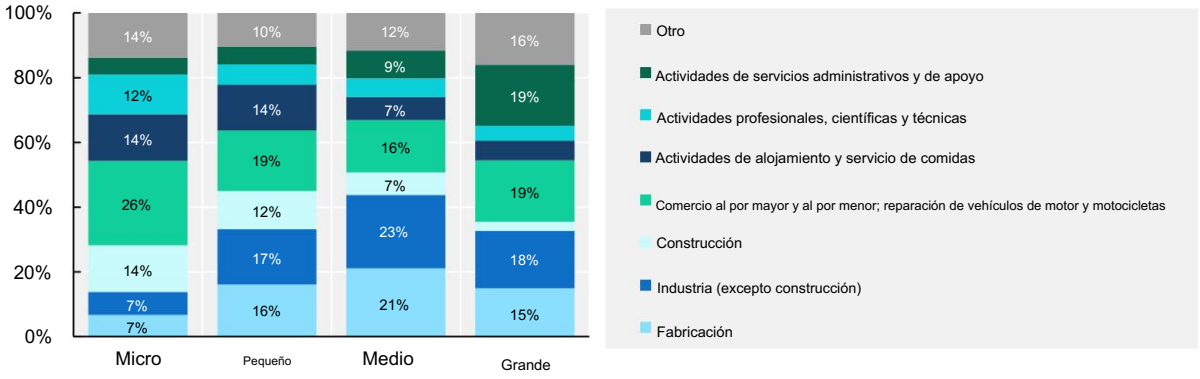


Nota: La productividad laboral se mide como el valor añadido por persona empleada. Las cifras corresponden al sector «Economía empresarial, excepto actividades financieras y de seguros», según la Clasificación Industrial Internacional Uniforme de Todas las Actividades Económicas (CIIU), Rev. 4.
Fuente: Estadísticas empresariales estructurales SDBS de la OCDE.

Machine Translated by Google

En España, el sector del comercio mayorista y minorista es el que emplea a más personas. El 26% del empleo en microempresas se concentra en este sector. El sector industrial ocupó el segundo lugar en términos de empleo, con mayor relevancia para las medianas y grandes empresas, representando el 23% y el 18% de la fuerza laboral, respectivamente, en 2022. Por el contrario, solo el 7% de los empleados de las microempresas trabajaban en este sector. El sector manufacturero es el tercero más importante en términos de empleo en España (Figura 2.10).

Figura 2.10. Distribución del empleo en España por tamaño de empresa y sector, 2022

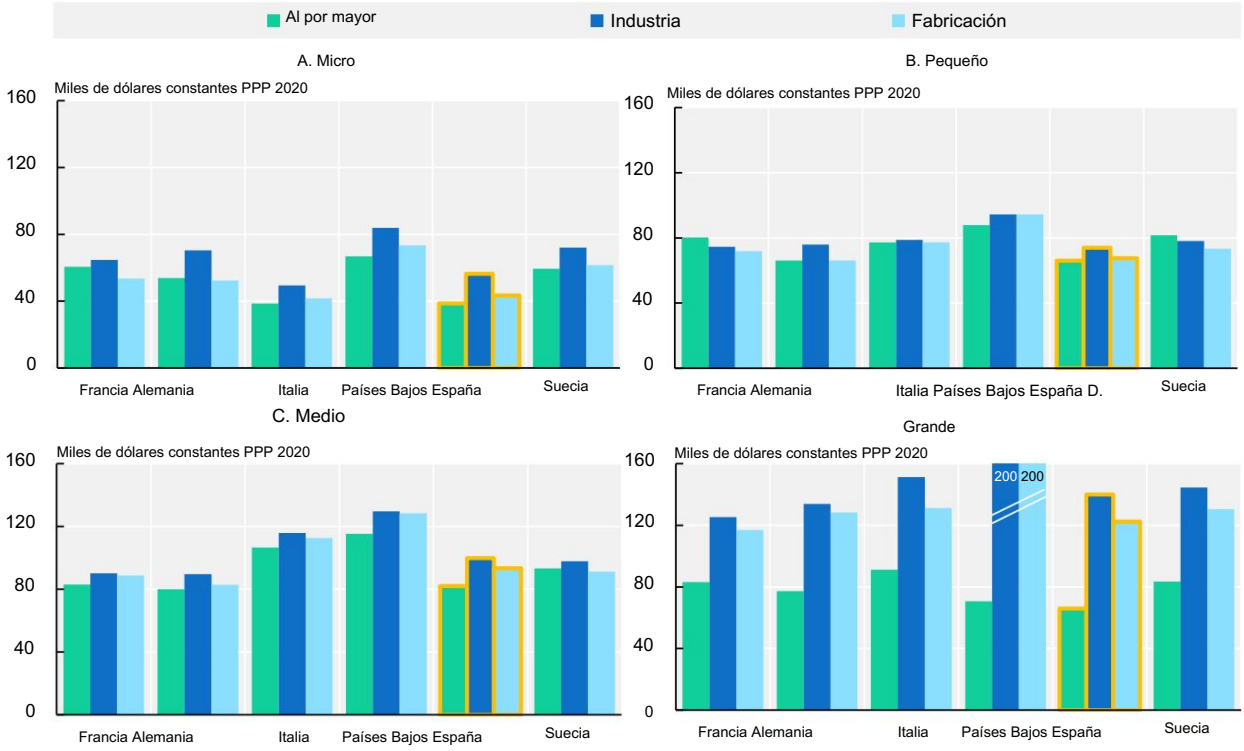


Nota: De acuerdo a la Clasificación Industrial Internacional Uniforme de Todas las Actividades Económicas (CIIU) Rev. 4, el total corresponde a la economía empresarial, excepto actividades financieras y de seguros.
Fuente: Estadísticas empresariales estructurales SDBS de la OCDE.

Al examinar la productividad laboral de los tres sectores que representan la mayor proporción de empleo en España, la Figura 2.11 ilustra que, en el caso de las micro, pequeñas y medianas empresas (PYME), las diferencias en la productividad laboral entre sectores son menores que en el caso de las grandes empresas. Las grandes empresas del sector manufacturero y, más significativamente, del sector industrial , presentan niveles de productividad sustancialmente más altos que las del comercio mayorista y minorista. Esto se aplica a todos los países considerados en el análisis.
Las empresas neerlandesas tienden a mostrar la mayor productividad laboral en las cuatro categorías de tamaño, con las grandes empresas alcanzando niveles de productividad de 200 000 USD por persona empleada anualmente en los sectores industrial y manufacturero . Por el contrario, entre las pequeñas empresas, España presenta los niveles más bajos de productividad en los sectores mayorista e industrial , con 66 000 USD y 74 000 USD por persona empleada, respectivamente. En el caso de las grandes empresas, España también ocupa el último puesto en el sector mayorista , con 66.000 USD por persona empleada. En el caso de las microempresas, España ocupa el segundo puesto más bajo en los tres sectores, después de Italia.

Machine Translated by Google

Figura 2.11. Productividad laboral por tamaño de empresa en sectores seleccionados, 2020



Nota: La productividad laboral se mide como el valor añadido por persona empleada. La clasificación sectorial se basa en la Clasificación Industrial Internacional Uniforme de Todas las Actividades Económicas (CIIU), Rev. 4. Fuente: Estadísticas Estructurales de Empresas de la OCDE (SDBS).

2.3. Categorías de empresas en España

El conjunto de datos OECD-ORBIS Corporate Finance se construye utilizando información financiera y de propiedad de la base de datos ORBIS. Utilizando una combinación de información financiera y de propiedad, las empresas se organizan en cuatro categorías: empresas cotizadas; grandes empresas no cotizadas; pequeñas y medianas empresas que forman parte de un grupo; y pequeñas y medianas empresas independientes. Estas categorías y su información financiera se utilizan para preparar un análisis de la dinámica empresarial en España, así como una comparación con países similares seleccionados. El análisis se limita a empresas no financieras con más de 10 empleados. Esto se debe a dos razones: la cobertura de los datos generalmente aumenta con el tamaño de la empresa, lo que significa que la cobertura para las empresas más pequeñas es menos fiable, lo que dificulta la comparabilidad; y porque el enfoque de este informe es la financiación basada en el mercado, que las microempresas generalmente no utilizan.

El conjunto de datos de Finanzas Corporativas de la OCDE-ORBIS incluye información financiera y de propiedad de empresas no financieras entre 2005 y 2022. Para evaluar la representatividad de los datos con respecto a las estadísticas oficiales, la Tabla 2.3 compara la cobertura de las estadísticas empresariales de Eurostat con la del conjunto de datos de Finanzas Corporativas de la OCDE-ORBIS. En general, el conjunto de datos de Finanzas Corporativas de la OCDE-ORBIS tiene una cobertura similar a la de Eurostat para las pequeñas empresas y una mayor cobertura para las medianas y grandes empresas. Además, la distribución de empresas en diferentes grupos de tamaño también es similar en ambos conjuntos de datos.

Las grandes empresas se definen como aquellas con 250 o más empleados, las medianas como aquellas con entre 50 y 249 empleados, y las pequeñas como aquellas con menos de 50 empleados. En caso de no disponer de cifras de empleo, las empresas se clasifican según el tamaño de sus activos. El tamaño de los activos

Machine Translated by Google

Los umbrales utilizados son: más de 20 millones de euros para las grandes empresas, entre 4 y 20 millones de euros para las medianas empresas y menos de 4 millones de euros (pero más de 350 000 euros) para las pequeñas empresas.

Tabla 2.3. Comparación del conjunto de datos de finanzas corporativas de OCDE-ORBIS y el universo de Eurostat en 2022

	Grande	Porcentaje del total	Medio	Porcentaje del total	Pequeño	Porcentaje del total
Francia – Eurostat	5 503	3%	22 833	12%	159 015	85%
Francia - ORBIS	9 009	4%	32 388	14%	186 674	82%
Italia – Eurostat	4 484	2%	25 012	11%	200 293	87%
Italia - ORBIS	7 047	2%	39 011	13%	251 034	84%
Países Bajos – Eurostat	2 627	4%	10 717	16%	53 230	80%
Países Bajos - ORBIS	3 650	4%	13 815	14%	80 378	82%
España – Eurostat	4 637	3%	21 965	12%	154 627	85%
España - ORBIS	6 184	4%	22 717	13%	144 278	83%
Suecia – Eurostat	1 568	4%	6 487	15%	34 254	81%
Suecia - ORBIS	1952	4%	7 536	16%	38 003	80%

Nota: Alemania está excluida debido a la falta de disponibilidad de datos de 2022 en ORBIS.

Fuente: Conjunto de datos de finanzas corporativas de la OCDE-ORBIS y Eurostat; véase el Anexo AA para obtener más detalles.

Las categorías de empresas pretenden tener en cuenta las diferencias de tamaño, industria, estado de cotización y estructura de propiedad, todos ellos factores que pueden afectar la capacidad de las empresas para acceder al financiamiento y, por lo tanto, a su inversión.

2.3.1. Categoría 1: Sociedades cotizadas

Esta categoría incluye, de media, 153 empresas no financieras cotizadas al año, con unos activos medios de unos 400 millones de euros. Cotizar en bolsa exige ciertas normas de transparencia y divulgación, así como otras prácticas de gobierno corporativo, lo que significa que la cotización puede tener un fuerte impacto en las condiciones de financiación de una empresa. Una empresa cotizada suele superar un determinado umbral en cuanto a su estructura formal e institucional, lo que puede aumentar la disposición de los inversores externos a aportar fondos y facilitar el acceso a una gama más amplia de opciones de financiación. Esta categoría incluye empresas que cotizaban en sistemas multilaterales de negociación (SMN) como BME Growth. Como se muestra en la Figura 2.12, en 2022, las empresas cotizadas representaban el 15 % del empleo de la economía y generaban el 21 % de las ventas totales.

2.3.2. Categoría 2: Grandes empresas no cotizadas

Esta categoría incluye, en promedio, 2531 sociedades no financieras con activos superiores a 95 millones de euros (100 millones de dólares estadounidenses) en 2022 en términos reales (Tabla 2.4). Su tamaño medio de activos fue de 188 euros.
millones en 2022 (Tabla 2.4). En comparación con las empresas que cotizan en bolsa, se dispone de menos información sobre las grandes empresas no cotizadas, lo que probablemente reduzca sus opciones de financiación y genere condiciones de financiación menos favorables. Sin embargo, las empresas de esta categoría pueden clasificarse, en general, como empresas formales y gestionadas profesionalmente. En 2022, las grandes empresas no cotizadas representaron alrededor del 41 % de las ventas totales y el 31 % del empleo en la economía española (Figura 2.12).

2.3.3. Categoría 3: Pequeñas y medianas empresas que forman parte de un grupo

Esta categoría incluye a todas las pequeñas y medianas empresas controladas por una sociedad cotizada (Categoría 1) o una gran corporación no cotizada (Categoría 2). Las pymes con sede en España, pero controladas por una empresa no española, también están incluidas.

Machine Translated by Google

Se incluyen en esta categoría. La categoría 3 contiene, en promedio, 15 050 empresas al año con una mediana de activos de 7,9 millones de euros (Tabla 2.4). Dado que los resultados financieros de las pymes que forman parte de un grupo se consolidan en una empresa matriz, en el análisis se utilizan cuentas no consolidadas para identificar su propia estructura. En general, la información disponible sobre las pymes es relativamente limitada, pero formar parte de un grupo puede facilitarles el acceso a mejores condiciones de financiación en comparación con las pymes independientes.

2.3.4. Categoría 4: Pequeñas y medianas empresas independientes

La última categoría incluye todas las pymes identificadas como controladas por personas físicas y aquellas sin información disponible sobre su propiedad. Para esta categoría, solo se dispone de cuentas no consolidadas. El grupo de pymes independientes es el más numeroso en cuanto a número de empresas (una media de 124 480 empresas al año), pero el más pequeño en cuanto a tamaño (activos medios de alrededor de 1,2 millones de euros) (Tabla 2.4). La información disponible sobre estas empresas es limitada y, a diferencia de las pymes que forman parte de un grupo, las pymes independientes no se benefician de las ventajas financieras propias de una estructura de grupo. A finales de 2022, las pymes independientes representaban el 31 % del empleo total de la economía, pero solo el 19 % de las ventas totales (Figura 2.12).

La tabla 2.4 muestra la distribución de estas cuatro categorías de empresas no financieras en España con respecto a su número y sus activos medianos.

Tabla 2.4. Categorías de empresas del sector empresarial no financiero en España

Año	Categoría 1:		Categoría 2:		Categoría 3:		Categoría 4:	
	Número de empresas con activos medianos	(miles de euros)	Número de empresas	Activos medianos (miles de euros)	Número de empresas con activos medianos	(miles de euros)	Número de empresas con activos medianos	(miles de euros)
2012	140	432 307	2 433	186 143	14 488	7 500	120 209	1 321
2013	145	414 179	2 304	185 484	14 096	7 501	116 973	1 271
2014	145	377 674	2 348	185 033	14 204	7 416	116 587	1 257
2015	158	319 743	2 392	182 137	14 603	7 602	119 795	1 241
2016	155	397 374	2 455	182 943	15 065	7 590	123 503	1 224
2017	162	375 806	2 620	180 677	15 294	7 952	130 883	1 206
2018	156	462 310	2 718	179 994	16 123	8 140	138 776	1 151
2019	160	427 418	2 818	181 392	16 902	8 274	142 202	1 146
2020	155	374 051	2 858	178 465	17 044	8 330	130 969	1 267
2021	157	413 946	2 865	183 108	16 654	8 280	126 816	1 264
2022	154	402 539	2 028	187 920	11 080	7 831	102 572	1 186
Promedio	153	399 759	2 531	183 027	15 050	7 856	124 480	1 230

Fuente: Conjunto de datos de finanzas corporativas de la OCDE-ORBIS; consulte el Anexo A para obtener más detalles.

Machine Translated by Google

Figura 2.12. Contribución de las categorías de empresas a las ventas y al empleo en España, 2022

Nota: Para cada categoría, las cifras de ventas y empleo se presentan como porcentajes de los totales de la economía. Los cálculos para la economía total consideran la estructura del grupo de empresas y evitan considerar las empresas que ya están consolidadas en las cuentas de las matrices nacionales no financieras. La figura no muestra la categoría de pymes que forman parte de un grupo, ya que estas empresas se contabilizan en los estados financieros de su matriz. Las categorías de esta figura son submuestras de la economía elaboradas con fines de caracterización y comparación, y no consideran las matrices con menos de 95 millones de euros (100 millones de dólares estadounidenses) en activos. Por lo tanto, no suman el 100 %.

Fuente: Conjunto de datos de finanzas corporativas de la OCDE-ORBIS; consulte el Anexo A para obtener más detalles.

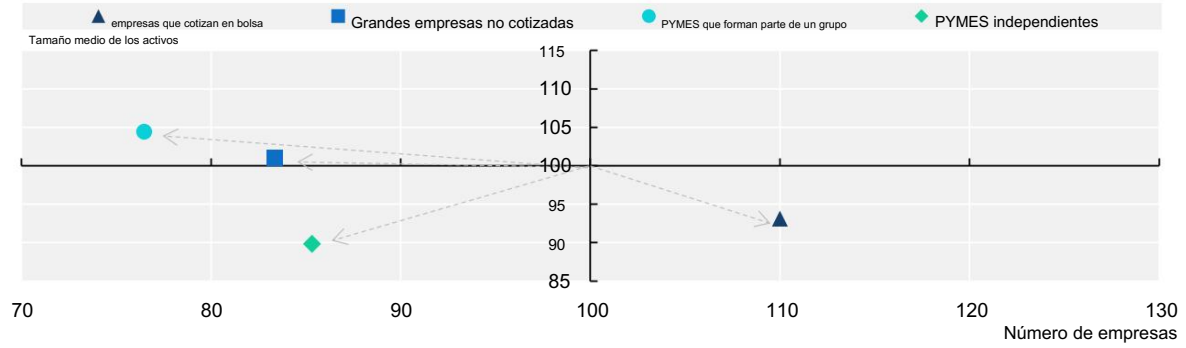
2.4. Rendimiento y rentabilidad de las empresas no financieras

El crecimiento del sector empresarial español ha sido limitado durante la última década, tanto en número de empresas como en tamaño medio de sus activos. La Figura 2.13 a continuación ilustra los cambios en el número de empresas y su tamaño medio de activos para cada categoría en 2012 y 2022, donde 2012 está indexado a un valor base de 100. Solo el número de empresas que cotizan en bolsa ha aumentado, con un crecimiento de tan solo el 10 %. Las pymes que forman parte de un grupo han experimentado la reducción más significativa en términos de número, seguidas de las grandes empresas no cotizadas y las pymes independientes. La evolución en términos de tamaño medio de los activos ha sido, en general, estable. En el caso de las empresas cotizadas, a pesar del crecimiento en el número total, el tamaño medio de los activos ha disminuido desde 2012. De igual manera, también ha disminuido para las pymes independientes. Tanto las grandes empresas no cotizadas como las pymes que forman parte de un grupo han experimentado un modesto aumento en el tamaño medio de sus activos.

La contracción observada en el sector empresarial español se debe principalmente a la crisis de la COVID-19. Entre 2019 y 2022, el número total de empresas disminuyó considerablemente (Tabla 2.4). Entre todas las categorías, las pymes que forman parte de un grupo fueron las que más disminuyeron (34%). En el caso de las grandes empresas no cotizadas y las pymes independientes, la disminución del número de empresas también fue notable, situándose en un 28 % en ambos casos. Las empresas cotizadas fueron las menos afectadas en este sentido, y el número de empresas pertenecientes a esta categoría solo disminuyó un 4 %.

Machine Translated by Google

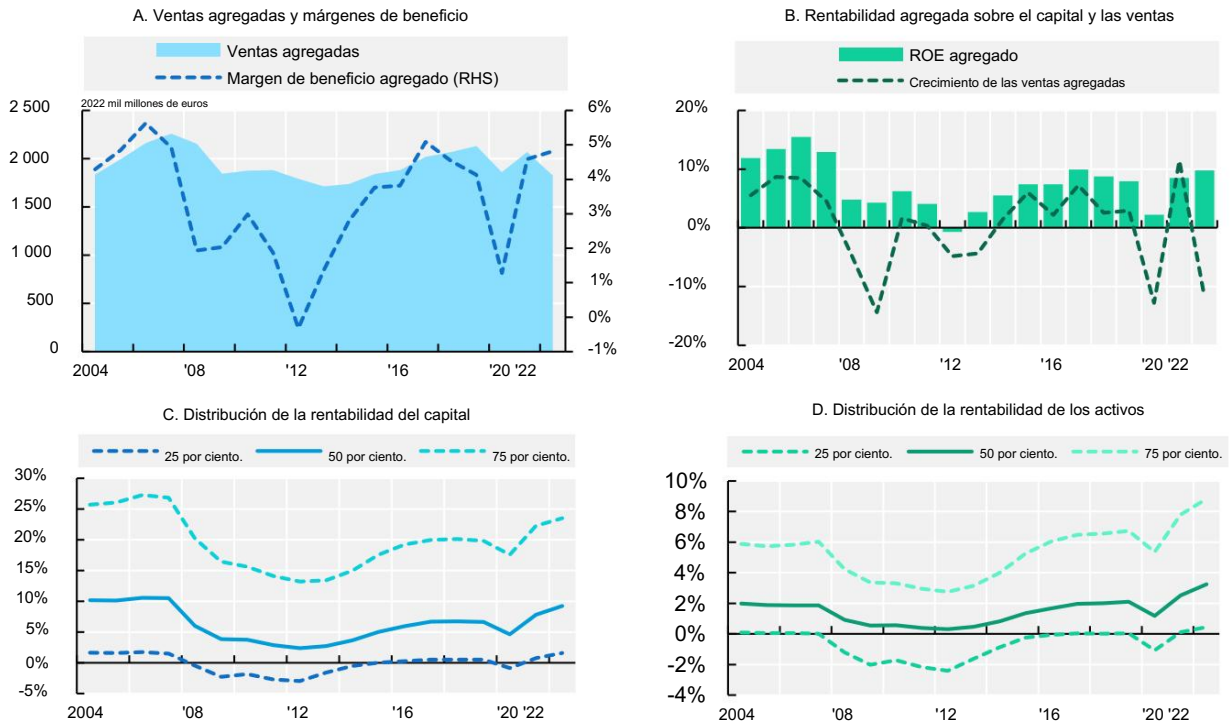
Figura 2.13. Crecimiento del número y tamaño de las empresas en España, 2012-23 (2012 = 100)



Fuente: Conjunto de datos de finanzas corporativas de la OCDE-ORBIS; consulte el Anexo A para obtener más detalles.

Como se mencionó anteriormente, el sector empresarial español se vio muy afectado por la crisis financiera mundial y la posterior crisis de deuda europea. Las ventas agregadas disminuyeron sustancialmente en 2009, cayendo un 14%. Además, tanto el margen de beneficio agregado como la rentabilidad sobre el capital (ROE) agregada alcanzaron sus mínimos del período analizado en 2012, situándose en el -0,3% y el -0,01%, respectivamente. Tras una recuperación gradual, el sector empresarial español en su conjunto sufrió otra notable recesión en 2020 debido al impacto de la pandemia de COVID-19. Durante ese año, los márgenes de beneficio disminuyeron significativamente del 4,1% al 1,3%, las ventas agregadas se contrajeron un 13,9% y la ROE agregada cayó del 7,9% al 2,2%, su nivel más bajo desde 2012 (Figura 2.14, Paneles A y B). Después de las crisis, la brecha de desempeño en términos de retorno sobre los activos (ROA) se amplió entre las empresas en 2012. Por el contrario, la evolución del ROE ha mostrado una tendencia paralela entre las empresas en diferentes puntos de la distribución del desempeño (Figura 2.14, Paneles C y D).

Figura 2.14. Rentabilidad y ventas de las empresas no financieras españolas

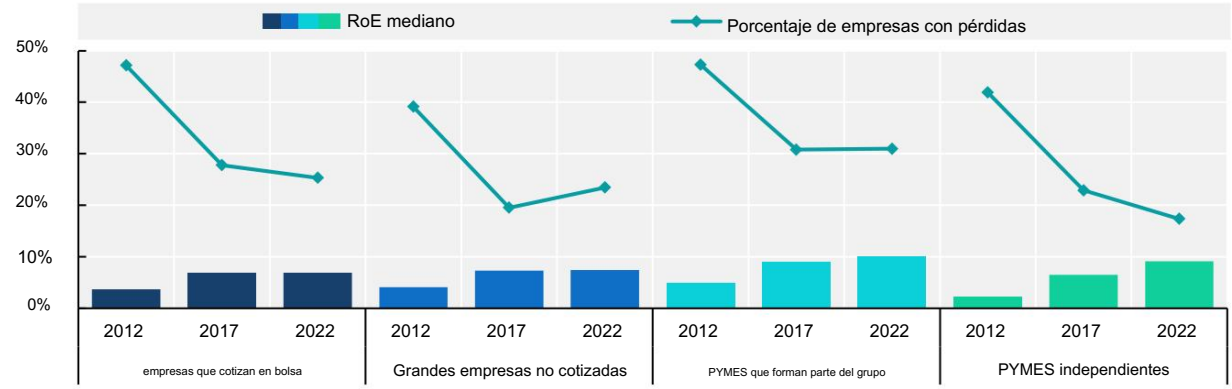


Fuente: Conjunto de datos de finanzas corporativas de la OCDE-ORBIS; consulte el Anexo A para obtener más detalles.

Machine Translated by Google

Tras las mejoras observadas en España, la proporción de empresas con pérdidas (la proporción de empresas con resultados netos negativos respecto al total de empresas) ha disminuido en todas las categorías en comparación con 2012. En consonancia con esta evolución, la mediana del ROE ha mejorado. En general, cuanto menor es la proporción de empresas con pérdidas, mayor es la mediana del ROE. Mientras que en 2012 la mediana del ROE oscilaba entre el 2,3 % y el 5 %, dependiendo del tipo de empresa, en 2022 se situó entre el 6,9 % y el 10,1 %.
Las pymes independientes han experimentado el mayor aumento en su rendimiento financiero a lo largo del tiempo, lo que también se ha acompañado de una reducción significativa en la proporción de empresas con pérdidas (del 42 % en 2012 a tan solo el 17 % en 2022) (Figura 2.15). Un factor que explica la disminución de las empresas con pérdidas es la reducción del número de empresas en el grupo de grandes empresas no cotizadas y en ambas categorías de pymes.

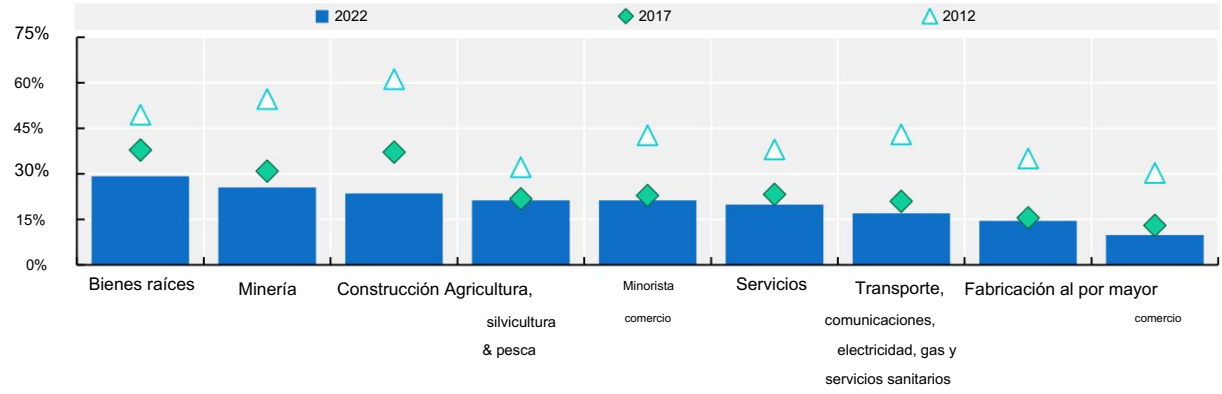
Figura 2.15. ROE mediano y proporción de empresas con pérdidas por categoría en España



Fuente: Conjunto de datos de finanzas corporativas de la OCDE-ORBIS; consulte el Anexo A para obtener más detalles.

Si bien la proporción de empresas con pérdidas ha disminuido con el tiempo en todos los sectores, la magnitud de esta disminución varía significativamente entre ellos. Como se observa en la Figura 2.16, en 2012, el 61 % de las empresas del sector de la construcción incurrieron en pérdidas. La crisis financiera mundial afectó gravemente a las actividades de construcción debido a una contracción significativa del sector inmobiliario en España. Sin embargo, esta proporción disminuyó gradualmente. En 2017 y 2022, la proporción de empresas constructoras con pérdidas se situó en el 37 % y el 24 %, respectivamente. En 2022, el sector inmobiliario registró la mayor proporción de empresas con pérdidas (29 %). Seguido de cerca por la industria minera con un 26%. Por el contrario, el comercio mayorista mostró consistentemente el menor porcentaje de empresas con pérdidas durante los tres años incluidos en el análisis.

Figura 2.16. Porcentaje de empresas con pérdidas por sector en España



Fuente: Conjunto de datos de finanzas corporativas de la OCDE-ORBIS; consulte el Anexo A para obtener más detalles.

Machine Translated by Google

Al examinar los niveles de rendimiento de la última década, España presentó uno de los niveles más bajos en comparación con países similares a lo largo del tiempo. En 2012, el rendimiento de las empresas españolas (medido tanto por ROA como por ROE) ocupó el último lugar. Con el paso de los años, el rendimiento financiero de las empresas españolas mejoró y en 2022 superó al de las francesas.

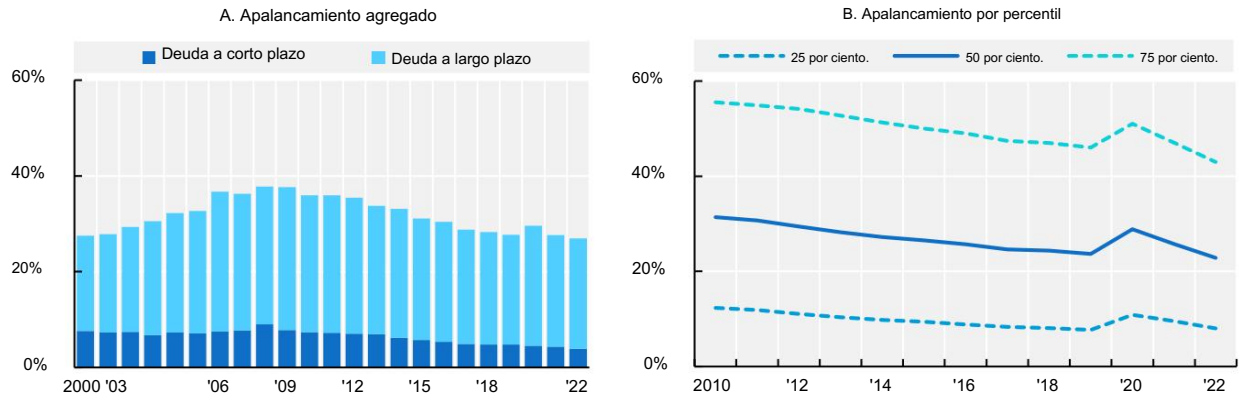
Figura 2.17. Rentabilidad de las empresas no financieras en España y en países europeos seleccionados.

Fuente: Conjunto de datos de finanzas corporativas de la OCDE-ORBIS; consulte el Anexo A para obtener más detalles.

2.5. Niveles de apalancamiento

Desde 2009, el apalancamiento de las empresas españolas, medido como la ratio de deuda financiera sobre activos totales, ha ido disminuyendo (Gráfico 2.18, Panel A). La reducción observada en 2021 se debió principalmente a las empresas situadas en el extremo superior de la distribución, es decir, aquellas con mayor endeudamiento, que experimentaron una disminución más significativa de sus niveles de apalancamiento en comparación con las empresas situadas en percentiles inferiores de la distribución (Gráfico 2.18, Panel B). Cabe destacar que 2020 se distingue por ser una excepción a la tendencia descendente, efecto de la pandemia de COVID-19. Durante ese año, la desviación del descenso general se puede atribuir a un aumento de la deuda a largo plazo de las empresas no financieras españolas, que aumentó del 22,9% al 25,1%. Las empresas españolas, en línea con
Los acontecimientos mundiales aprovecharon un aumento en la disponibilidad de financiación a largo plazo en 2020.

Figura 2.18. Apalancamiento de las empresas no financieras españolas



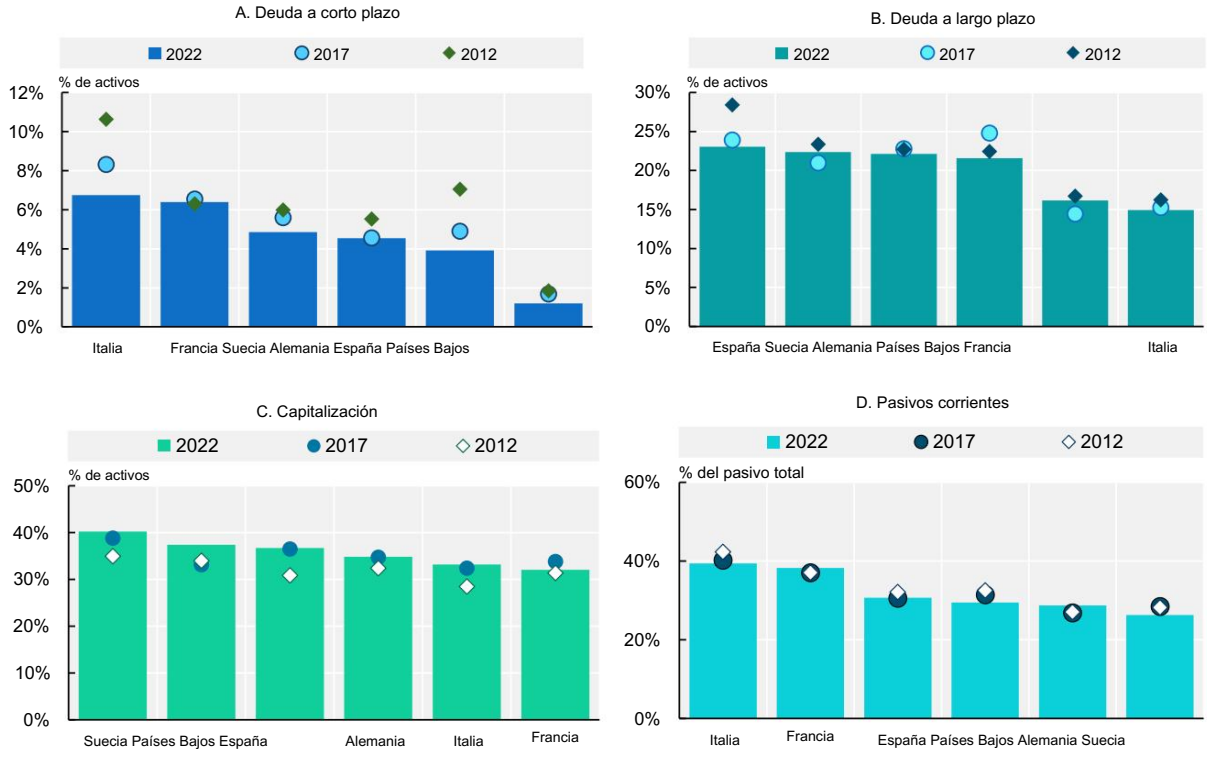
Fuente: Conjunto de datos de finanzas corporativas de la OCDE-ORBIS; consulte el Anexo A para obtener más detalles.

Machine Translated by Google

Las empresas españolas presentan niveles más elevados de deuda a largo plazo en comparación con sus homólogas europeas (Figura 2.19, Panel B). La disparidad con otros países fue especialmente notable en 2012, cuando la deuda a largo plazo alcanzó el 28,4% del total de activos. A pesar de mostrar el mayor nivel de deuda a largo plazo, las empresas españolas redujeron sus niveles de deuda a largo plazo entre 2017 y 2022. Esta reducción de los niveles de deuda a largo plazo ha venido acompañada de una disminución de los niveles de deuda a corto plazo. La proporción de deuda a corto plazo con respecto al total de activos ha disminuido gradualmente del 7% en 2012 al 3,9% en 2022. Entre los países homólogos, solo las empresas neerlandesas presentaron una proporción menor de deuda a corto plazo en 2022, que se situó en el 1,8% del total de activos. Por el contrario, Italia presentó los ratios más elevados de este tipo de deuda a lo largo del tiempo.

En consecuencia, los niveles de capitalización han aumentado más en España que en países de su entorno. En 2012, la ratio de capitalización, expresada como patrimonio neto sobre activos totales, fue del 30,9%, la segunda más baja después de Italia. Sin embargo, en 2022, las empresas españolas se encontraban en una mejor posición, con un nivel de capital propio sobre el total de activos del 36,7 %. Solo las empresas holandesas y suecas mostraron ratios de capitalización superiores, alcanzando el 37,4 % y el 40,2 %, respectivamente (Gráfico 2.19, Panel C). La proporción de pasivos corrientes sobre el total de pasivos de las empresas españolas se ha mantenido estable durante la última década, mostrando una ligera disminución del 32,1 % en 2012 al 30,7 % en 2022. En comparación con otros países de su entorno, la proporción de pasivos corrientes en las sociedades no financieras holandesas, suecas y alemanas es similar a la de las empresas españolas. En el caso de las empresas italianas y francesas, los pasivos corrientes representan un porcentaje mayor del total, con participaciones cercanas al 40 % en ambos países.

Figura 2.19. Niveles de deuda y capitalización de las empresas no financieras en España y en países europeos seleccionados.



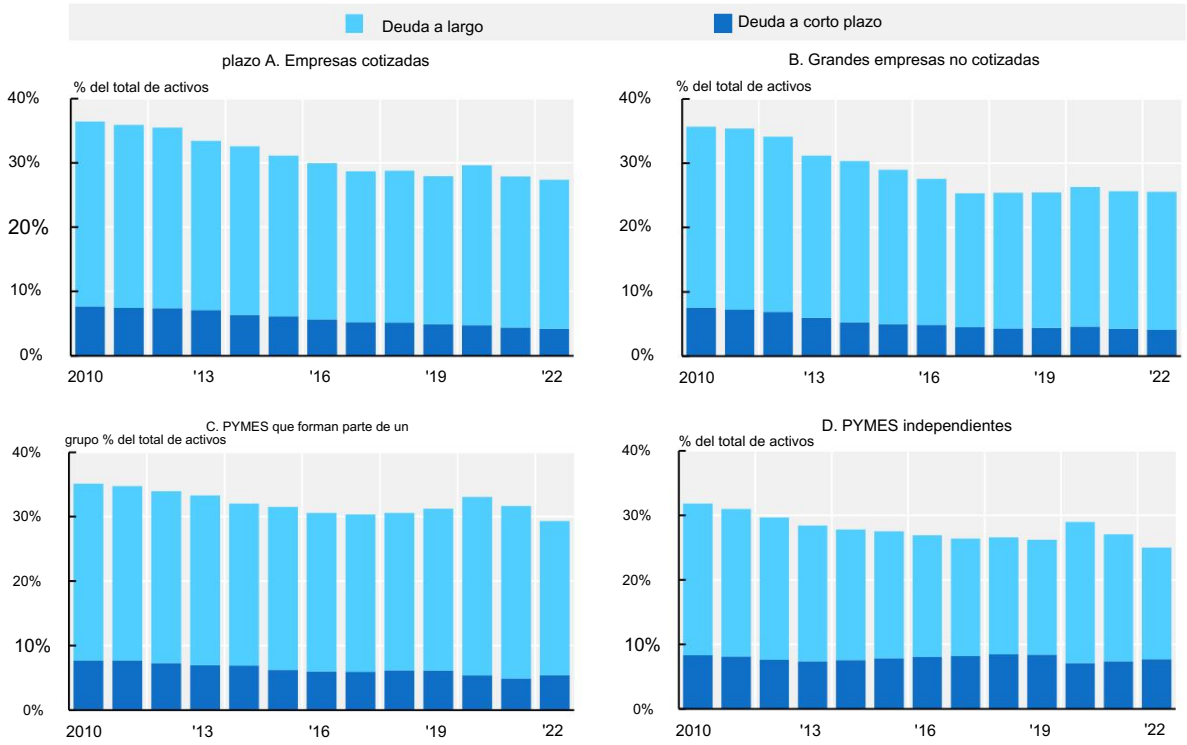
Fuente: Conjunto de datos de finanzas corporativas de la OCDE-ORBIS; consulte el Anexo A para obtener más detalles.

Al examinar los niveles de deuda en las distintas categorías de empresas, la evolución de la deuda total ha seguido un patrón similar para las cuatro categorías. En concreto, en 2010, todas las empresas presentaron niveles de deuda superiores a...

Machine Translated by Google

30% del total de activos. Posteriormente, se observó una tendencia descendente hasta 2017, momento en el que los niveles de deuda se estabilizaron en general. En 2020, se observó un resurgimiento, predominantemente en la deuda a largo plazo, aunque la deuda total se mantuvo por debajo del 30% para todas las categorías de empresas, excepto para las pymes que forman parte de un grupo. Además de la tendencia similar observada, también existen algunas diferencias entre las categorías de empresas. En 2010, tanto las empresas cotizadas como las grandes empresas cotizadas comenzaron con niveles de deuda más altos en comparación con las otras dos categorías, con participaciones del 35% y el 34%, respectivamente. Sin embargo, estas empresas son las que experimentaron la reducción más significativa de los niveles de deuda en los años posteriores, especialmente las grandes empresas no cotizadas, que desde 2016 han presentado los niveles más bajos de deuda total. También existen diferencias importantes en la composición de vencimientos de su deuda. Si bien la deuda a corto plazo se mantuvo consistentemente por debajo del 10% en todas las categorías de empresas, ambas categorías de pymes, en particular las independientes, tendieron a presentar niveles más altos de deuda a corto plazo, lo que indica una mayor vulnerabilidad a las crisis económicas. Además, en el caso de las pymes independientes, la deuda a corto plazo no ha seguido la tendencia decreciente observada en las demás categorías de empresas (F

Figura 2.20. Niveles agregados de apalancamiento por categorías de empresas en España



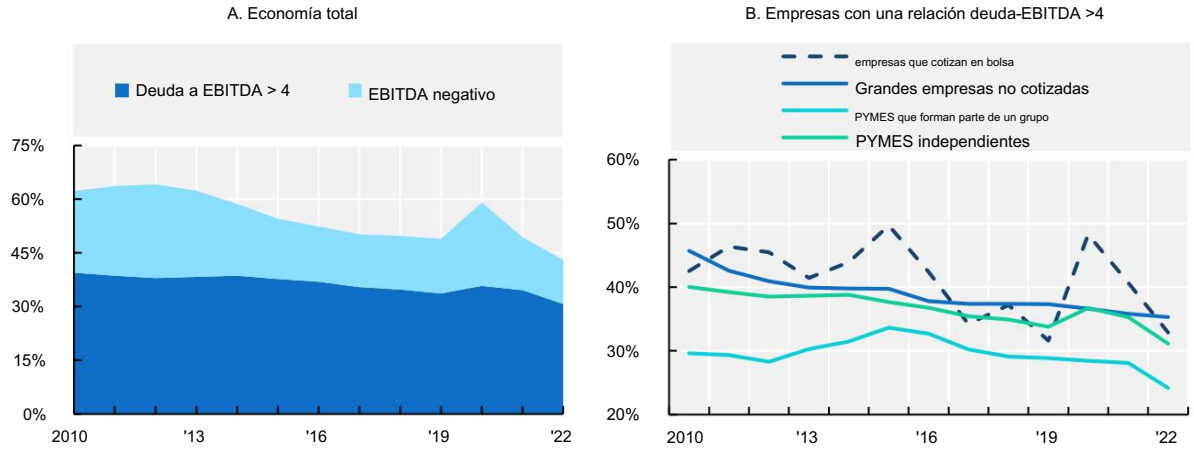
Fuente: Conjunto de datos de finanzas corporativas de la OCDE-ORBIS; consulte el Anexo A para obtener más detalles.

La disminución del apalancamiento en España se mantiene en todos los indicadores. Otra medida común es el ratio de deuda sobre EBITDA (deuda total sobre beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización), que mide la capacidad de una empresa para pagar su deuda utilizando los beneficios generados. Un ratio superior a 4 se considera a veces que sitúa a una empresa en una categoría de mayor riesgo (S&P Global, 2024[29]). En conjunto, se ha observado una ligera reducción en la proporción de empresas con un ratio de deuda sobre EBITDA elevado (>4) desde 2012.
(Figura 2.21, Panel A). Al mismo tiempo, la proporción de empresas con EBITDA negativo disminuyó sustancialmente.
Si bien la proporción de empresas con altos ratios de deuda a EBITDA aumentó ligeramente del 33,7% al 35,8% en 2020, debido a los mayores niveles de deuda y menores beneficios corporativos, volvió a disminuir en 2021, reanudando la tendencia descendente observada antes de la crisis del COVID-19.

Machine Translated by Google

Analizando este indicador por tipo de empresa, las empresas cotizadas experimentaron las mayores fluctuaciones a lo largo del tiempo (Figura 2.21, Panel B). Entre 2015 y 2019, la proporción de empresas cotizadas con altos ratios de deuda a EBITDA disminuyó notablemente del 50% al 32%. En el mismo período, los cambios para las grandes empresas no cotizadas, las pymes dentro de un grupo y las pymes independientes fueron significativamente menores que los de las empresas cotizadas, disminuyendo entre 2,4 y 4,8 puntos porcentuales. Además, en 2020, las empresas cotizadas también experimentaron un aumento pronunciado en la proporción de empresas con un ratio de deuda a EBITDA superior a 4, pasando del 32% al 48%. En 2020, las pymes independientes también presenciaron un ligero aumento en la proporción de empresas con un alto ratio de deuda.

Figura 2.21. Porcentaje de empresas con una alta relación deuda/EBITDA



Fuente: Conjunto de datos de finanzas corporativas de la OCDE-ORBIS; consulte el Anexo A para obtener más detalles.

Referencias

Banco de España (2024), Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: segundo trimestre de 2024, https://www.bde.es/f/webbe/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconómico/24/T2/Fich/be2402-art05.pdf. [4]

Banco de España (2021), Un análisis sectorial de los retos futuros de la economía española economía, https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/21/T4/Archivos/do2133e.pdf. [16]

Banco de España (2020), Anatomía sectorial del rompecabezas de la productividad española, https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/20/Archivos/do2006e.pdf. [15]

BBVA Research (2021), I+D en España: con los fondos NGEU no basta, https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2021/03/Ruben_Veiga_I_D_en_Espana_con_los_fondos_NGEU_no_bastaInvertia_ElEspanol_WB.pdf. [13]

Machine Translated by Google

BdE (2022), El gasto público en España desde una perspectiva europea, https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/22/Archivos/do2217e.pdf. [26]

BdE (2020), Informe Anual 2019, https://www.bde.es/wbe/es/publicaciones/informes-memorias-anuales/informe-anual/informe-anual-2019.html. [20]

BdE (2017), Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014, https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/InformacionInteres/Reestructuración nSectorFinanciero/Arc/Fic/InformeCrisis_Completo_web.pdf. [19]

Browne, J. y R. Fernández (2016), Rostros del desempleo en España, https://www.oecd.org/els/soc/Faces-of-Joblessness-in-Spain.pdf. [2]

CaixaBank Research (2022), El impacto de las condiciones financieras en la carga de la deuda pública española, https://www.caixabankresearch.com/es/economia-y-mercados/sector-publico/impacto-en-las-condiciones-financieras-la-carga-de-la-deuda-publica-espana. [27]

CaixaBank Research (2023), El papel de los servicios no turísticos en la balanza exterior de España, https://www.caixabankresearch.com/economia-mercados/crecimiento-de-la-actividad/el-papel-de-los-servicios-no-turisticos-en-la-balanza-exterior-de-espana#:~:text=En%20breve%2C%20servicios%20no%2Dtur%20isticos,de%20sectores%20con%20%20potencial significativo. [9]

Corbeau, A., J. Farfan y S. Orozco (2023), La excepción ibérica y su impacto, https://www.energypolicy.columbia.edu/wp-content/uploads/2023/05/Iberian-Exception_Commentary_CGEP_051723-2.pdf. [7]

BCE (2024), Boletín Económico, número 4/2024, https://www.ecb.europa.eu/press/economic-boletín/html/eb202404.es.html. [25]

BCE (2021), Entender la baja inflación en la zona del euro de 2013 a 2019: factores cíclicos y factores estructurales, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op280~697ef44c1e.en.pdf. [5]

BCE (2018), Boletín Económico del BCE, número 5 / 2018 – Artículos, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201805.en.pdf. [8]

BEI (2024), Encuesta de inversión del BEI: Panorama nacional 2023: España, https://www.eib.org/attachments/lucalli/20230340_econ_eibis_2023_spain_es.pdf. [11]

EPRS (2022), La inflación tras el coronavirus y la guerra, https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2022/729336/EPRS_BRI(2022)729336_ES.pdf. [6]

Comisión Europea (2023), Cuadro Europeo de Indicadores de Innovación 2023, https://research-and-innovation.ec.europa.eu/knowledge-publications-tools-and-data/publications/all-publications/european-innovation-scoreboard-2023_en. [12]

Comisión Europea (2023), Informe de supervisión posterior al programa, España, otoño de 2023, https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2023-12/ip264_en.pdf. [22]

Consejo Europeo (2019), Déficit excesivo: España sale del procedimiento al reducirse el déficit por debajo del 3%, https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2019/06/14/excessive-deficit-spain-exits-procedure-as-deficit-reduced-below-3/. [23]

Machine Translated by Google

FSB (2011), Revisión por pares de España, https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_110207a.pdf?page_moved=1. [18]

Gobierno de España (2023), Actualización Programa de Estabilidad 2023-2026, https://www.hacienda.gob.es/CDI/Programas%20de%20Estabilidad/Programa-de-Estabilidad-2023-2026.pdf. [24]

Hernández de Cos, P. (2024), El mercado laboral español: evolución reciente y, https://www.bde.es/f/webbe/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPúblicas/Gobernador/Arc/IIPP-2024-02-15-hdc-en-tr.pdf. [17]

FMI (2023), Dinámica de la productividad laboral en España: una perspectiva a nivel de empresa, https://www.imf.org/es/Publications/selected-issues-papers/Issues/2023/02/28/Labor-Productivity-Dynamics-in-Spain-A-Firm-Level-Perspective-Spain-530373. [14]

FMI (2023), España: Consulta del Artículo IV de 2022 - Comunicado de prensa; Informe del personal técnico; y Declaración de el Director Ejecutivo por España, https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/01/19/Spain-2022-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-528338. [10]

FMI (2022), Respuestas políticas a la COVID-19, https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Respuestas al COVID-19. [21]

OCDE (2024), Informe sobre la deuda mundial, Publicaciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/91844ea2-es. [28]

OCDE (2024), Perspectivas económicas de la OCDE, Volumen 2024, Número 1: Una recuperación en desarrollo, OCDE Publishing, París, https://doi.org/10.1787/69a0c310-es. [1]

OCDE (2023), Estudios económicos de la OCDE: España 2023, Publicaciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/5b50cc51-es. [3]

S&P Global (2024), Metodología corporativa, https://disclosure.spglobal.com/ratings/es/regulatory/article/-/view/sourceId/12913251. [29]

Machine Translated by Google

3 Encuesta sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas

Este capítulo presenta los resultados de una encuesta original de la OCDE a empresas españolas, realizada para este proyecto, con el objetivo de obtener una mejor comprensión cualitativa de la percepción y el uso de los mercados de capitales por parte de las empresas españolas, incluyendo las barreras de acceso. La Encuesta de la OCDE sobre la Mejora del Acceso al Capital para las Empresas Españolas abarca empresas cotizadas y no cotizadas (excluidas de bolsa y privadas) de diferentes tamaños y perfiles.
Los resultados de la encuesta se complementan con datos a nivel de empresa y de transacción del conjunto de datos Capital Market Series de la OCDE.

Machine Translated by Google

3.1. Introducción

Para complementar el análisis financiero y ofrecer una visión más completa del funcionamiento del mercado de capitales en España, la OCDE realizó una extensa encuesta original sobre cómo las empresas españolas utilizan y perciben la financiación de mercado. La Encuesta de la OCDE sobre la Mejora del Acceso al Capital para las Empresas Españolas (en adelante, la «encuesta de la OCDE») abarca empresas cotizadas y no cotizadas (excluidas de bolsa y de capital privado) para evaluar su comprensión de la financiación de mercado, incluidos los instrumentos de financiación sostenible, y su percepción de las barreras y oportunidades para acceder a los mercados de capitales. Las respuestas fueron presentadas por 257 empresas, representadas principalmente por consejeros y directivos clave. Este capítulo resume los resultados de la encuesta y los complementa con datos a nivel de empresa y transacción del conjunto de datos de la Serie de Mercados de Capitales de la OCDE.

3.2 Alcance y metodología

La encuesta, elaborada por la OCDE en colaboración con la CNMV y con el apoyo de BME, la Cámara de Comercio de España y el Círculo de Empresarios, se centra en empresas españolas, tanto cotizadas como no cotizadas. Su objetivo es analizar sus características clave, su comprensión de la financiación basada en el mercado y la percepción de las barreras de acceso a los mercados de capitales. Las empresas seleccionadas por la OCDE se extrajeron de un conjunto de empresas disponible en diferentes bases de datos comerciales (ORBIS, FactSet y LSEG).
Las empresas privadas fueron seleccionadas según criterios específicos: aquellas que nunca habían cotizado debían tener un mínimo de 50 millones de dólares en activos, mientras que las empresas excluidas de la bolsa se incluyeron sólo si la exclusión de la bolsa española se había producido en 2000 o después.

La información de contacto corporativa (nombres, dirección y correo electrónico) se recopiló de ORBIS, FactSet, LSEG y Bloomberg. Se utilizó información pública para complementar, verificar y corregir la información obtenida de las bases de datos comerciales. Las personas de contacto de la empresa invitadas a responder la encuesta fueron el director ejecutivo, el director financiero, el presidente del consejo de administración, miembros del consejo u otros ejecutivos clave.

La encuesta en línea se envió a 1989 empresas (244 cotizadas, 1615 no cotizadas y 130 excluidas). Paralelamente, BME distribuyó el enlace a su base de datos de empresas cotizadas, así como a 70 empresas identificadas como potenciales cotizantes en mercados en expansión. Además, la Cámara de Comercio y el Círculo de Empresarios también compartieron el enlace con las empresas afiliadas a sus asociaciones. También se enviaron copias físicas del cuestionario a 1061 empresas de la lista de la OCDE. A finales de enero de 2024, 257 empresas españolas habían respondido a la encuesta.

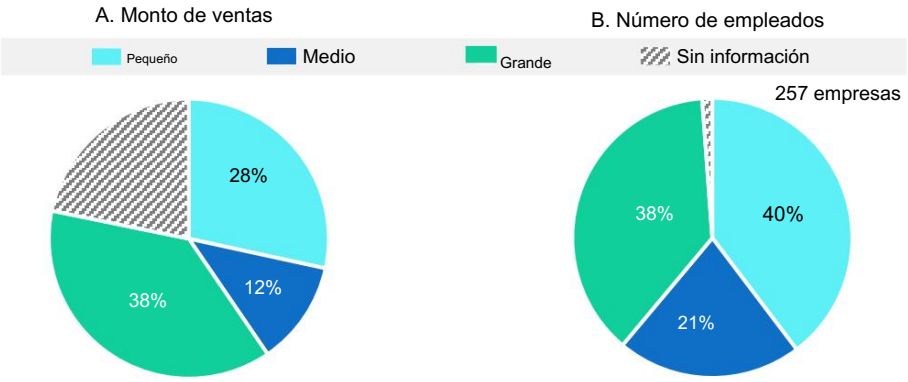
3.3. El universo de empresas participantes en la encuesta

En esta sección se detallan las características clave de las empresas encuestadas, incluidos el tamaño, la distribución industrial, el desempeño financiero, el estado de cotización y la estructura de propiedad.

El universo de empresas que respondieron a la encuesta se clasificó en grupos (pequeñas, medianas y grandes) según el número de empleados y las ventas, utilizando la información de Orbis para 2022 (el último ejercicio fiscal registrado en la base de datos). En cuanto a las ventas, la clasificación es: menos de 50 millones de euros (pequeñas); entre 50 y 100 millones de euros (medianas); y más de 100 millones de euros (grandes). Las empresas con ventas inferiores a 50 millones de euros representan el 28% de los encuestados, mientras que las medianas y grandes representan el 12% y el 38%, respectivamente. No se dispone de datos de ventas del 22% restante (Figura 3.1, Panel A). En cuanto al número de empleados, la clasificación es: menos de 100 (pequeñas); entre 100 y 500
(medianas); y más de 500 (grandes). Según esta métrica, el 40 % de las empresas encuestadas son pequeñas, el 21 % medianas y el 38 % grandes (Figura 3.2, Panel B). La diferencia en la distribución de los encuestados entre los tres grupos de tamaño podría deberse en parte a la distinta disponibilidad de datos.

Machine Translated by Google

Figura 3.1. Distribución de las empresas encuestadas por tamaño

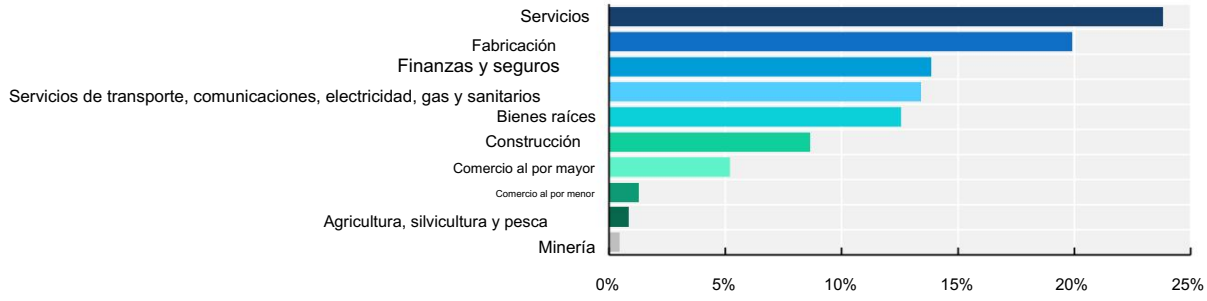


Nota: Para el número de empleados, la información obtenida de Orbis fue complementada con el valor reportado por las empresas.

Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, conjunto de datos de finanzas corporativas de la OCDE-ORBIS, véase el Anexo A para más detalles.

Respecto a la composición de la industria, el 26% de los encuestados pertenece al sector servicios . (Figura 3.2). El segundo sector con mayor representación entre los encuestados es el manufacturero (20%), seguido de las empresas financieras y de seguros (14%) y los servicios de transporte, comunicaciones, electricidad, gas y sanitarios (13%).

Figura 3.2. Distribución industrial, empresas encuestadas

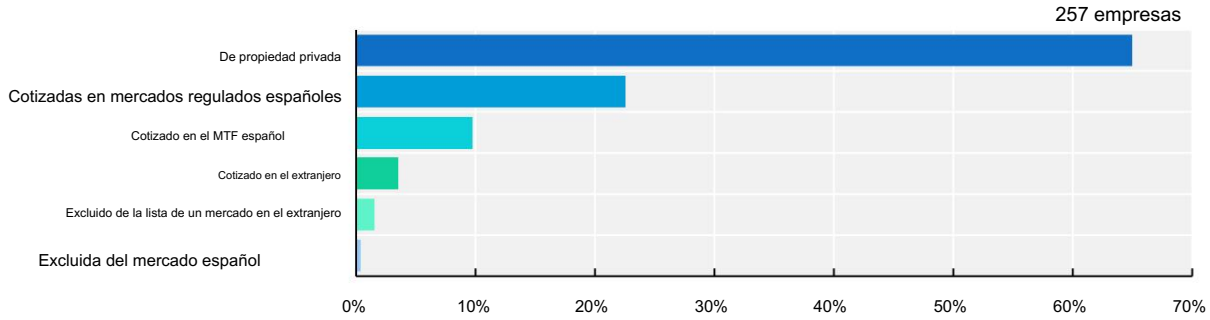


Fuente: Conjunto de datos de finanzas corporativas de la OCDE-ORBIS, consulte el Anexo A para obtener más detalles.

El 65% de las empresas encuestadas son privadas, el 23% cotizan en el mercado principal español y el 10% en un SMN español. La muestra también incluye empresas que cotizan en el extranjero (4%), que han dejado de cotizar en un mercado extranjero (2%) y que han dejado de cotizar en el mercado español (0,4%) (Figura 3.3).

Machine Translated by Google

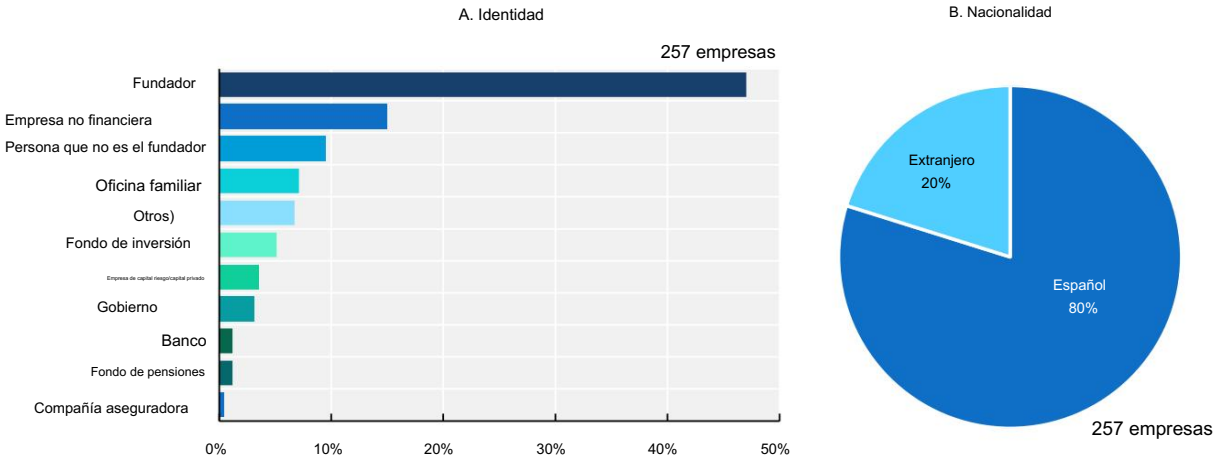
Figura 3.3. Estado de cotización de las empresas encuestadas



Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

Respecto a la estructura de propiedad, el 47% de los encuestados tiene al fundador como el mayor accionista. La segunda categoría más común de mayor accionista es una empresa no financiera (15%), seguida de una persona física que no es el fundador (9%) y una oficina familiar (7%). En pocas empresas, el mayor accionista es un banco, un fondo de pensiones o una compañía de seguros (Figura 3.4, Panel A). En el 80% de los casos, el mayor accionista es español (Panel B).

Figura 3.4. Mayor accionista, empresas encuestadas



Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

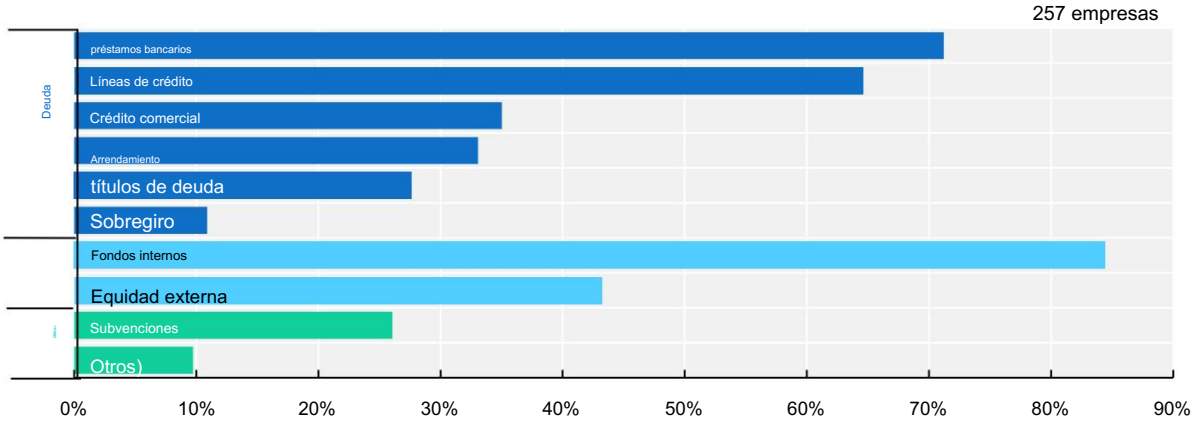
3.4. Fuentes de financiación de las empresas

Para comprender en qué medida las empresas españolas utilizan instrumentos financieros de mercado, la encuesta preguntó sobre la importancia percibida de diversas fuentes de financiación. La Figura 3.5 ilustra el porcentaje de empresas que calificaron cada fuente como "importante" o "muy importante". Los fondos propios fueron la fuente de financiación considerada importante por la mayoría de las empresas (84%). Los préstamos y líneas de crédito bancarios, ambas opciones de financiación bancaria, ocuparon el segundo y tercer lugar, siendo identificados como importantes por el 71% y el 65% de las empresas, respectivamente. El capital externo fue considerado importante por el 43% de las empresas, de las cuales la mitad cotizan en bolsa. Por el contrario, solo el 28% de las empresas identificaron los títulos de deuda como una fuente importante, una proporción menor en comparación con otras opciones como el crédito comercial (35%) o el leasing (33%). La prop

Machine Translated by Google

El porcentaje de empresas que cotizan en bolsa que consideran los títulos de deuda como una fuente importante de financiación (51%) fue significativamente mayor que el de las empresas que no cotizan en bolsa (16%).

Figura 3.5. Fuentes de financiación por importancia

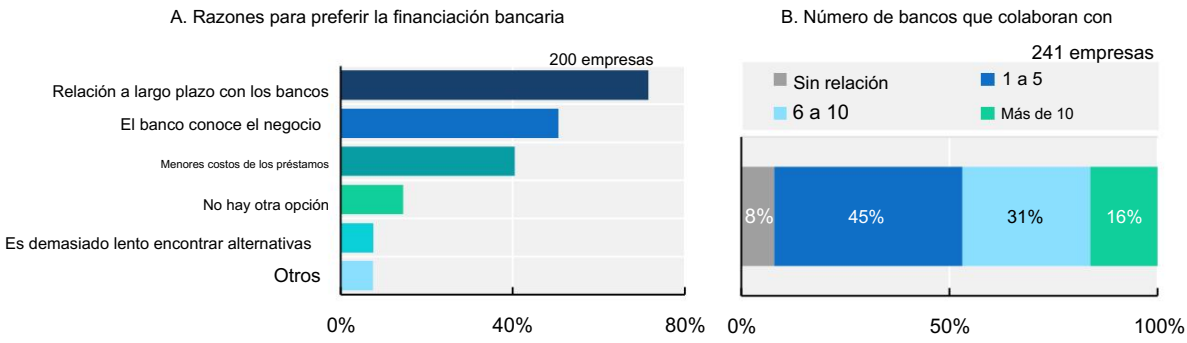


Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

A las empresas que identificaron la financiación bancaria (ya sea préstamos, líneas de crédito o descubiertos) como una fuente de financiación relevante, también se les preguntó sobre los motivos de esta preferencia. La relación a largo plazo con los bancos y el conocimiento del negocio por parte de estos fueron las dos principales razones señaladas por las empresas encuestadas. El menor costo de los préstamos en comparación con otras fuentes de financiamiento ocupó el tercer lugar en importancia. Además, el 15% de las empresas respondió que no tenía otra opción disponible.

También se preguntó a las empresas con cuántos bancos mantenían relaciones. El 45 % de las empresas declaró tener relaciones con entre 1 y 5 bancos; el 31 % con entre 6 y 10 bancos, y el 16 % con más de 10. Treinta y dos de las 39 empresas que colaboran con más de diez bancos se clasifican como grandes en función de sus ventas.

Figura 3.6. Financiamiento bancario



Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

La encuesta también pretende ofrecer información sobre las perspectivas de inversión de las empresas y las fuentes de financiación que más influyen en estas perspectivas.

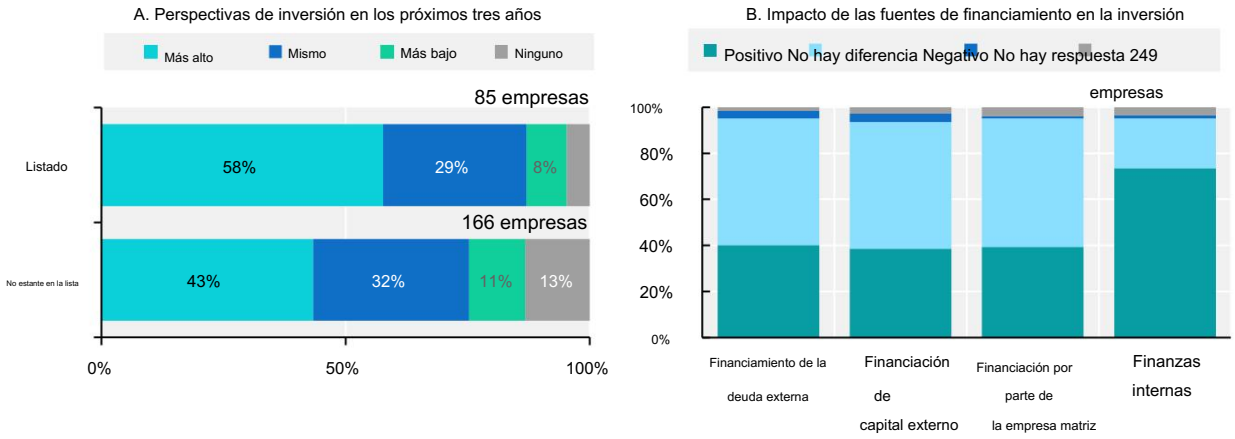
Más de la mitad de los encuestados afirmaron que planeaban aumentar su inversión en los próximos tres años en comparación con los tres años anteriores. Sin embargo, el porcentaje de empresas con tales planes...

Machine Translated by Google

Varía, especialmente según su cotización. En concreto, mientras que el 58 % de las empresas cotizadas esperaba aumentar sus inversiones, la cifra correspondiente para las empresas no cotizadas es del 43 %. El 29 % de las empresas cotizadas y el 32 % de las no cotizadas planeaban mantener constante la inversión. Cabe destacar que el 13 % de las empresas no cotizadas no planeaba realizar inversiones en los próximos tres años. Este porcentaje se reduce al 5 % en el caso de las empresas cotizadas (Figura 3.7, Panel A).

Los fondos internos se identificaron como la fuente de financiación con mayor impacto positivo en los planes de inversión, lo que confirma la preferencia de las empresas españolas por recurrir a fondos generados internamente frente a fuentes de financiación externas. Curiosamente, aproximadamente el 55 % de las empresas indicó que la disponibilidad de deuda externa, capital externo o financiación proporcionada por una matriz no tiene impacto en sus planes de inversión futuros (Panel B).

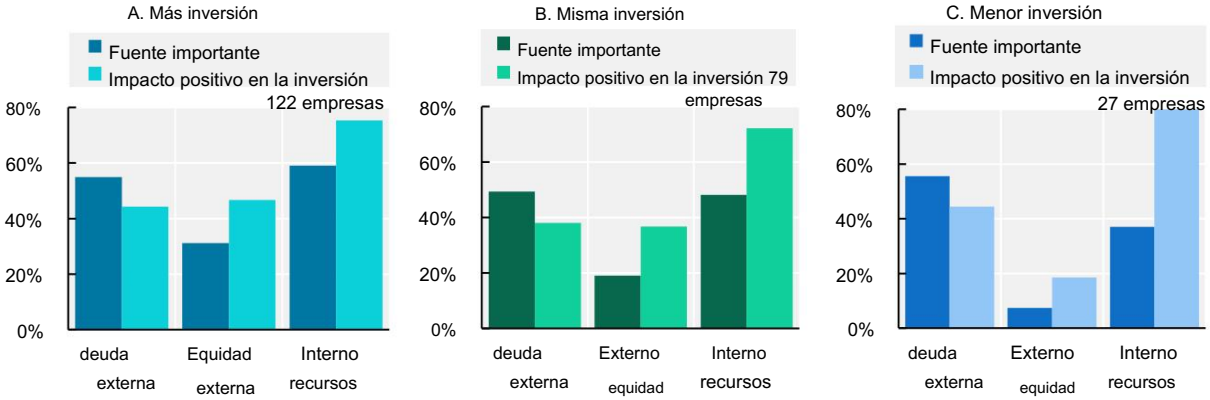
Figura 3.7. Perspectivas de inversión para los próximos tres años e impacto de las fuentes de financiamiento



Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

La importancia de las diferentes fuentes de financiación, así como su impacto en la inversión futura prevista, difiere entre empresas en función de sus perspectivas de inversión. Por ejemplo, el 31 % de las empresas que planeaban aumentar la inversión en los próximos tres años consideraban el capital externo como una fuente importante, y el 47 % afirmaba que su disponibilidad impacta positivamente en sus inversiones futuras (Figura 3.8, Panel A).

Figura 3.8. Importancia e impacto de las diferentes fuentes de financiamiento, según la inversión planificada



Nota: Las inversiones “más”, “igual” y “menos” se basan en los planes de inversión declarados por las empresas para los próximos tres años.

Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

Machine Translated by Google

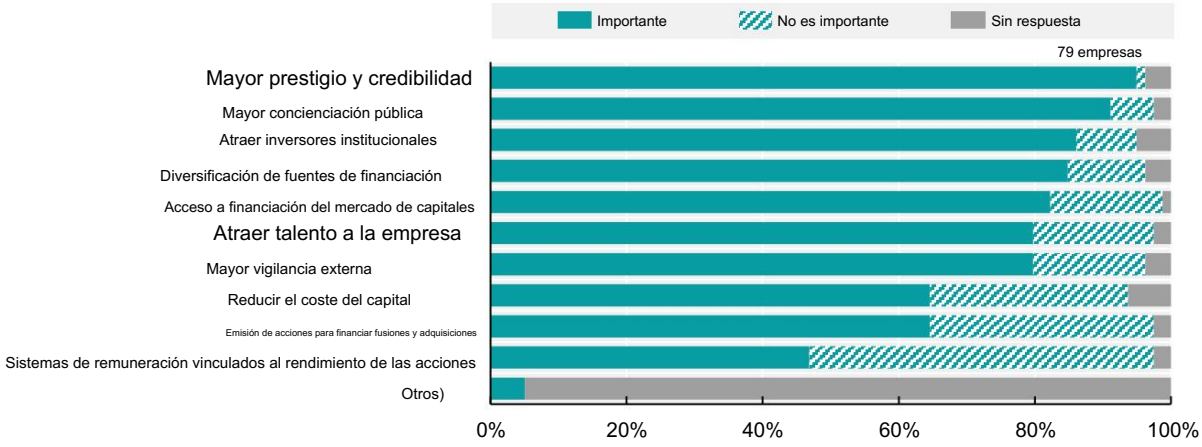
Por el contrario, en el caso de las empresas que planean reducir sus niveles de inversión, solo el 7 % consideró importante el capital externo, y el 19 % opinó que incide positivamente en sus inversiones futuras (Panel C). Además, la disponibilidad de fondos internos tiene un impacto positivo para el 85 % de las empresas que planean reducir su inversión. Esta cifra se reduce a aproximadamente el 75 % en el caso de las empresas que planeaban mantener o aumentar su inversión.

3.5. Sociedades cotizadas

Para comprender mejor los factores que llevan a una empresa a cotizar en bolsa, así como el grado en que utilizan los mercados de capitales después de una IPO, se formularon un conjunto de preguntas dirigidas exclusivamente a las empresas que cotizan en bolsa.

Cotizar en el mercado no es una decisión única para las empresas, sino una decisión continua. Por lo tanto, es importante comprender no solo por qué una empresa decide cotizar en primer lugar, sino también qué la impulsa a seguir cotizando. El mayor prestigio y credibilidad que suelen asociarse con las empresas que cotizan en bolsa fue la razón que la mayoría de las empresas (95 %) destacaron como importante en sus decisiones de seguir cotizando. Otros factores reconocidos como importantes por muchos encuestados fueron el aumento del conocimiento público de la empresa (91 %), el interés de los inversores institucionales (86 %) y la diversificación de las fuentes de financiación (85 %) (Figura 3.9). Entre otras razones que proporcionaron las empresas, también se mencionaron como importantes las cuestiones regulatorias. Por ejemplo, en el caso de los fideicomisos de inversión inmobiliaria (REIT), las regulaciones exigen que el fideicomiso de inversión cotice.

Figura 3.9. Razones para seguir en la lista

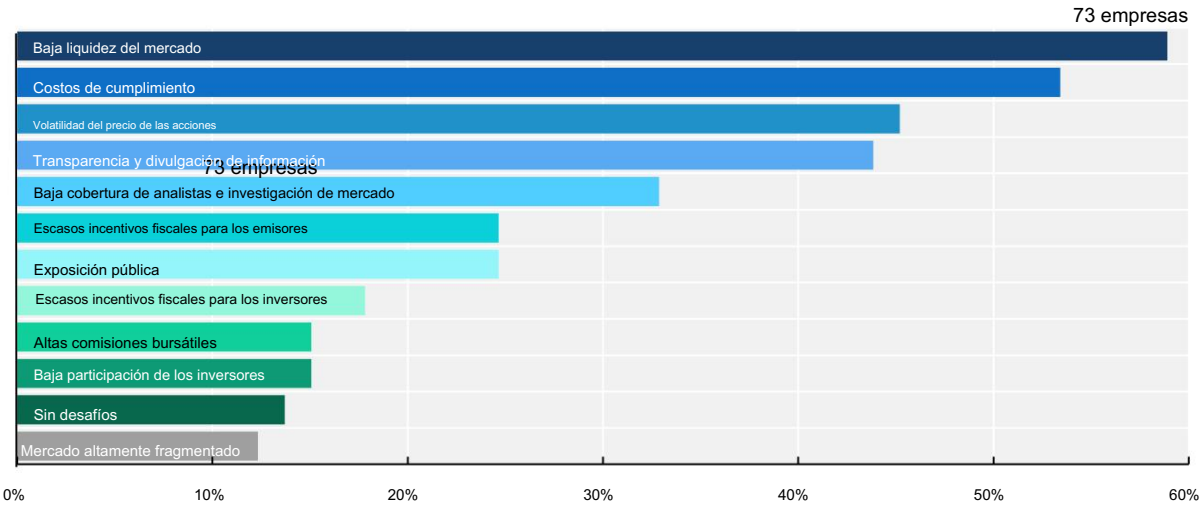


Nota: "Importante" representa el porcentaje de empresas que seleccionaron el motivo como "importante" o "muy importante". "No importante" es el porcentaje de empresas que indicaron la variable como "no importante". "Sin respuesta" representa el porcentaje de empresas que...
no proporcionó una respuesta para la variable dada.
Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

También se preguntó a las empresas que cotizan en el mercado español sobre los principales retos a los que se enfrentaron durante su cotización. El problema identificado por la mayoría de las empresas (59%) fue el bajo nivel de liquidez del mercado, seguido de los costes de cumplimiento normativo y de gobierno corporativo (53%), la volatilidad del precio de las acciones (45%) y los requisitos de transparencia y divulgación de información (44%). Por otro lado, pocas empresas señalaron como principales retos la alta fragmentación del mercado, la baja participación de los inversores y las elevadas comisiones bursátiles (Figura 3.10).

Machine Translated by Google

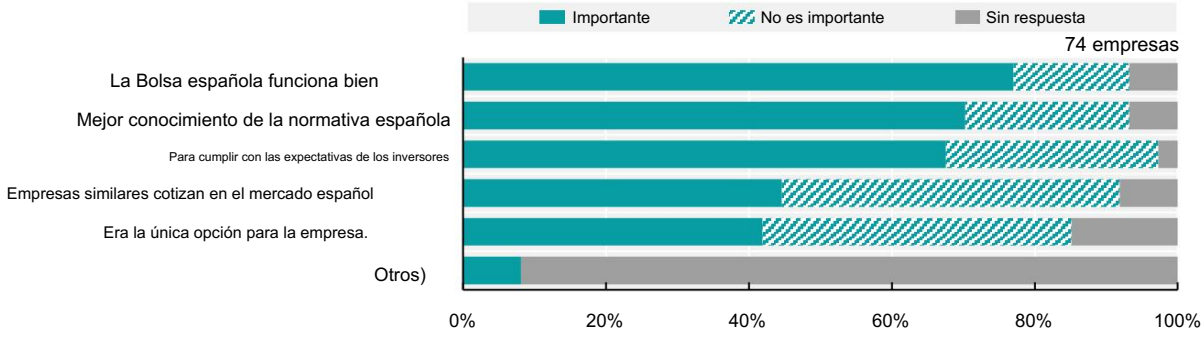
Figura 3.10. Principales retos para las empresas cotizadas en el mercado español



Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

Una vez que las empresas deciden cotizar en bolsa, una decisión importante es dónde cotizar sus acciones. Para investigar los factores que influyen en dicha decisión, la encuesta pidió a las empresas que cotizan en el mercado español que indicaran las razones que las llevaron a seleccionar el mercado nacional en lugar del extranjero. Si bien la mayoría de las empresas experimentaron diversas dificultades para cotizar, el buen funcionamiento del mercado de valores español fue un factor determinante para el 77 % de las empresas (Figura 3.11). El segundo factor más importante mencionado fue el mejor conocimiento de la regulación (70 %), seguido de cerca por el cumplimiento de las expectativas de los inversores. El 43 % de los encuestados afirmó que el mercado español era la única opción. Entre otras razones, las empresas señalaron como importante el vínculo histórico (es decir, el hecho de que la empresa sea española).

Figura 3.11. Razones para cotizar la empresa en el mercado español



Nota: "Importante" representa el porcentaje de empresas que seleccionaron el motivo como "importante" o "muy importante". "No importante" es el porcentaje de empresas que indicaron la variable como "no importante". "Sin respuesta" representa el porcentaje de empresas que...
no proporcionó una respuesta para la variable dada.

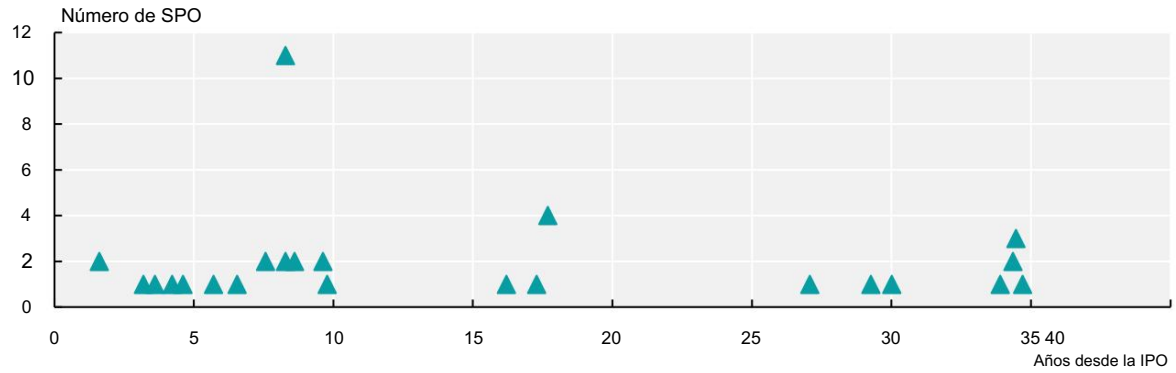
Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

Las empresas que cotizan en bolsa pueden captar capital mediante ofertas públicas secundarias (OPS). La encuesta investiga en qué medida las empresas han utilizado este instrumento en el pasado y si tienen intención de emplearlo en el futuro. El número de veces que las empresas encuestadas han emitido capital mediante OPS.

Machine Translated by Google

Tras su salida a bolsa, la emisión de capital es notablemente limitada. Sorprendentemente, esto se aplica incluso a empresas que llevan mucho tiempo cotizando en bolsa. De hecho, la mayoría de las empresas informaron haber realizado una o dos OPA, con la excepción de tres encuestados que emitieron nuevo capital mediante once, cuatro y tres OPA (Figura 3.12).

Figura 3.12. OPAs de empresas cotizadas

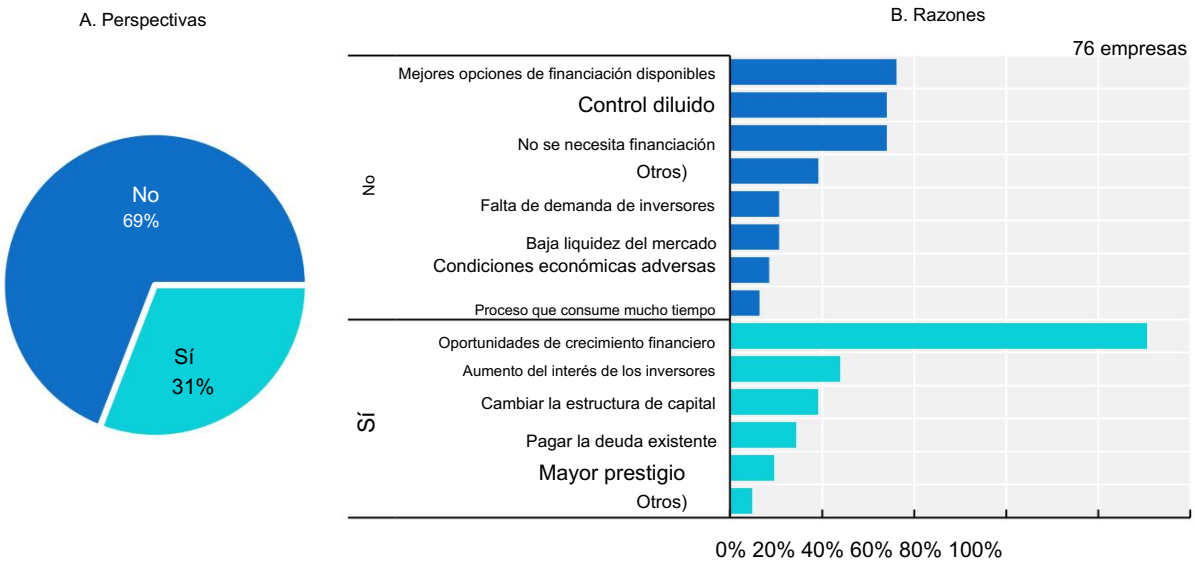


Nota: El tiempo que una empresa lleva cotizando se calculó a partir de febrero de 2024.

Fuente: Conjunto de datos de finanzas corporativas de la OCDE-ORBIS, Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

Solo el 31% de las empresas encuestadas informaron que planeaban emitir nuevo capital a corto o mediano plazo. Entre las empresas que tenían la intención de hacerlo, en el 90% de los casos, la financiación de nuevas oportunidades de crecimiento fue la razón principal (Figura 3.13). En contraste, las principales razones indicadas por las empresas que no planeaban emitir nuevo capital fueron la disponibilidad de mejores opciones de financiación (36%), la dilución del control que conlleva la emisión de nuevo capital (34%) y la falta de necesidades de financiación (34%). Si bien las razones para no emitir nuevo capital varían entre empresas, el factor que las impulsó a emitir nuevo capital fue principalmente la financiación de oportunidades de crecimiento, mientras que otros factores desempeñaron un papel relativamente menor.

Figura 3.13. Perspectivas y motivos para emitir nuevo capital el próximo año

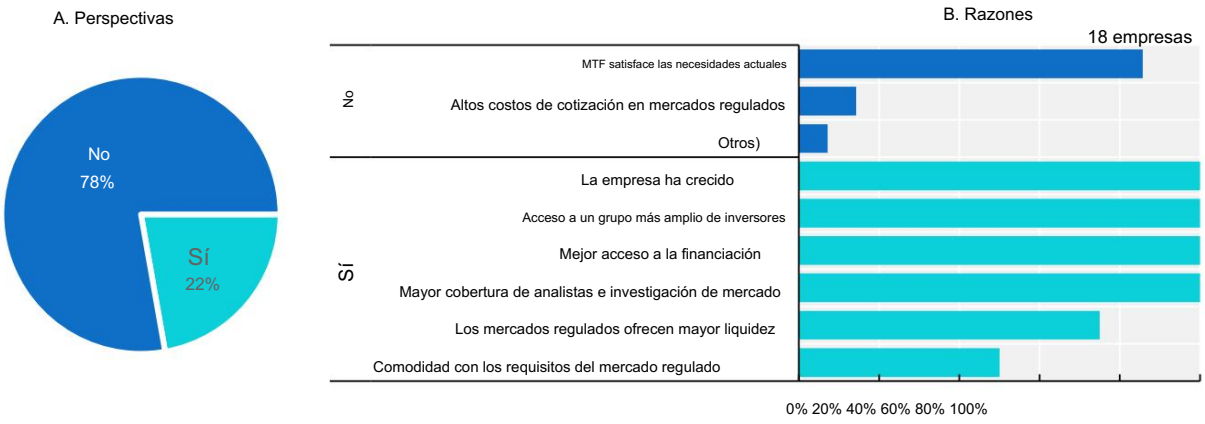


Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

Machine Translated by Google

La encuesta también examina la ambición de las empresas que cotizan en un SMN español de trasladarse a un mercado regulado en los próximos tres años. El 78 % de las empresas encuestadas no manifestó su intención de hacerlo, afirmando en el 79 % de los casos que el SMN satisface sus necesidades actuales. Tres empresas señalaron los altos costes de cotización en el mercado regulado como un factor disuasorio para trasladarse. Entre el 22 % de las empresas que...
Al considerar migrar al mercado regulado, todos los encuestados indicaron el crecimiento de la empresa, el acceso a un grupo más amplio de inversores, la mejora del acceso a financiación y una mayor cobertura de analistas y estudios de mercado como razones para hacerlo. Además, el 75 % también mencionó la mayor liquidez en el mercado regulado como un factor que influyó en su decisión (Figura 3.14).

Figura 3.14. Perspectivas y motivos para pasar de BME Growth al mercado principal



Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

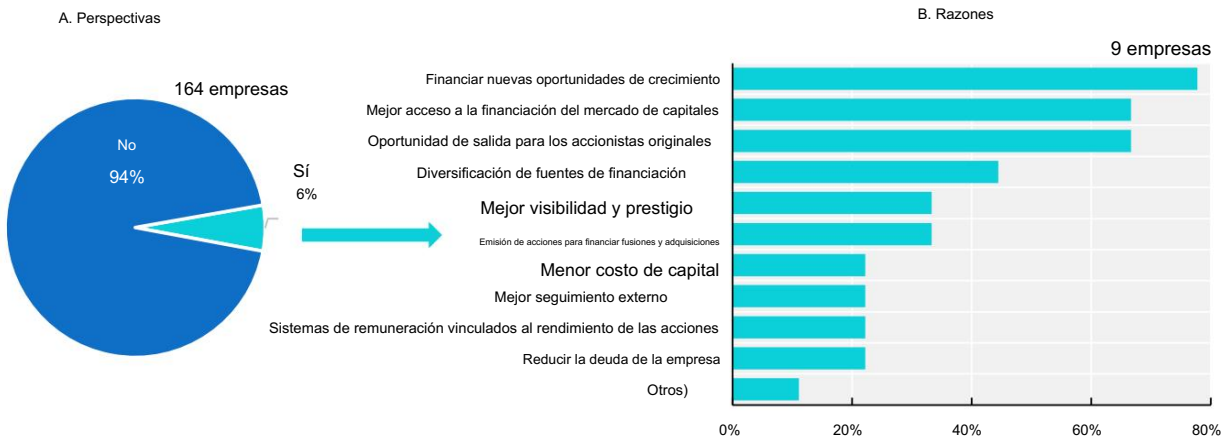
3.6. Sociedades no cotizadas

Se seleccionaron empresas no cotizadas para responder a la encuesta en función del valor de sus activos, especialmente aquellas con potencial de cotización en bolsa. La encuesta busca comprender si estas empresas estaban considerando cotizar en bolsa próximamente, así como los motivos de su decisión.
Se preguntó a las empresas que anteriormente cotizaban pero decidieron retirarse de la bolsa sobre los motivos para hacerlo. De las cinco empresas encuestadas que fueron excluidas de la bolsa, dos mencionaron que lo hicieron después de una fusión o adquisición, dos afirmaron que su presencia en el mercado era muy pequeña y la restante señaló que los costos eran demasiado altos.

Entre las empresas privadas, solo el 6% afirmó tener previsto salir a bolsa en los próximos tres años. Más del 50% de las empresas mencionaron como los principales factores que influyeron en la decisión la financiación de nuevas oportunidades de crecimiento, un mejor acceso a la financiación del mercado de capitales y la posibilidad de salida para los accionistas originales (Figura 3.15).

Machine Translated by Google

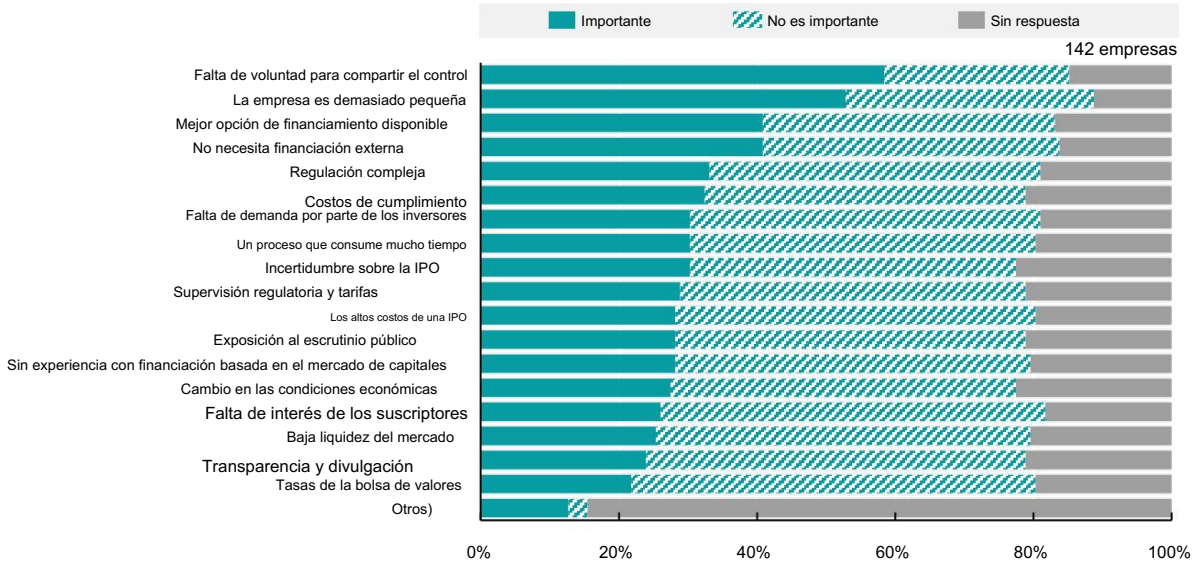
Figura 3.15. Perspectivas y motivos de las empresas que consideran salir a bolsa en los próximos 3 años.



Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

En contraste, el 94% de las empresas privadas encuestadas no tenían planes de cotizar en bolsa en los próximos tres años. La razón más importante, señalada por el 58% de las empresas, fue
La reticencia de los accionistas a compartir el control con otros. El segundo factor más significativo, citado por el 53% de las empresas, fue la percepción de un tamaño insuficiente de su negocio para cotizar en bolsa, seguido de la disponibilidad de mejores opciones de financiación (41%) y la ausencia de necesidad de financiación externa (41%). Otros factores, considerados importantes por más del 30% de las empresas, incluyen la complejidad de las regulaciones, los costes de cumplimiento para cumplir con los estándares regulatorios y de gobierno corporativo, la falta de demanda de los inversores, la demora en el proceso y la incertidumbre sobre el éxito del proceso de salida a bolsa debido a la volatilidad del mercado y al descuento de precio que suele exigirse (Figura 3.16).

Figura 3.16. Razones para mantener la privacidad



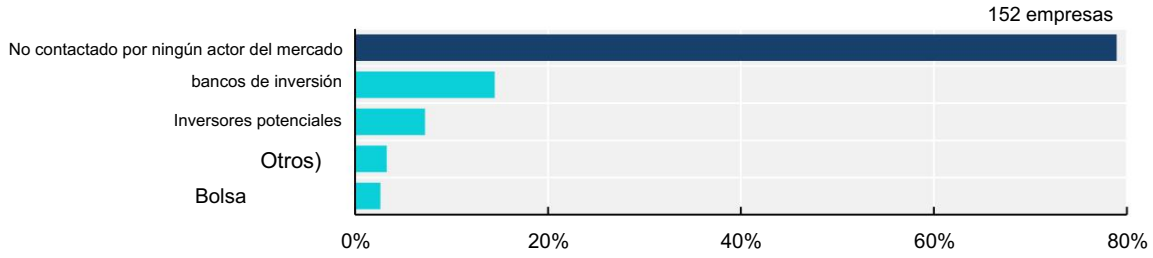
Nota: "Importante" representa el porcentaje de empresas que seleccionaron el motivo como "importante" o "muy importante". "No importante" es el porcentaje de empresas que indicaron la variable como "no importante". "Sin respuesta" representa el porcentaje de empresas que...
no proporcionó una respuesta para la variable dada.

Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

Machine Translated by Google

También se preguntó a las empresas no cotizadas si, en los últimos tres años, algún actor del mercado se había puesto en contacto con ellas para animarlas a cotizar en bolsa o para proporcionarles información sobre los costes y beneficios de hacerlo. Casi el 80 % de los encuestados indicó no haber recibido ninguna comunicación de ningún actor del mercado al respecto. Del resto, 22 empresas habían recibido comunicaciones de bancos de inversión y 11 de posibles inversores (Figura 3.17).

Figura 3.17. Actores del mercado que se acercan a las empresas para proporcionar información.



Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

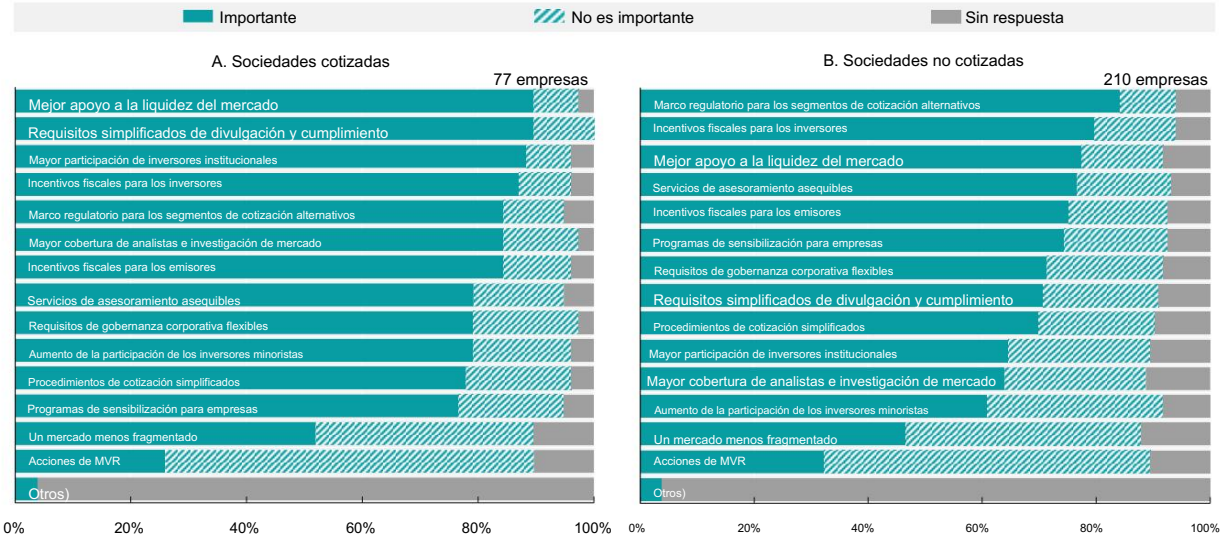
3.7 Entorno de cotización en el mercado público

La encuesta también preguntó a las empresas sobre los factores que, en su opinión, contribuyen o contribuirían al éxito del mercado de valores español. Además, dados los cambios regulatorios para impulsar la profundización de los mercados de capitales que se han producido en los últimos años, también se preguntó a las empresas sobre las mejoras percibidas en los últimos tres años.

Tanto las empresas cotizadas como las no cotizadas mencionaron la liquidez y las estructuras regulatorias como importantes. Casi el 90% de las empresas cotizadas identificaron un mejor apoyo a la liquidez del mercado y requisitos simplificados de divulgación y cumplimiento como los factores más importantes para un entorno de cotización más exitoso. El aumento de la participación de los inversores institucionales, así como los incentivos fiscales para estos inversores, también se destacaron como factores muy significativos (Figura 3.18, Panel A). Para las empresas no cotizadas, un marco regulatorio y de supervisión bien establecido para los segmentos alternativos del mercado de valores (es decir, los mercados de crecimiento) se identificó como la condición más crucial, citada por más del 80% de las empresas. Los incentivos fiscales para los inversores y un mejor apoyo a la liquidez del mercado ocuparon el segundo y tercer lugar, respectivamente, en términos de relevancia (Figura 3.18, Panel B).
Cabe destacar que la existencia de acciones con derecho a voto múltiple (acciones MVR) no fue considerada importante por más de la mitad de las empresas, tanto cotizadas como no cotizadas.

Machine Translated by Google

Figura 3.18. Factores para un entorno de cotización exitoso

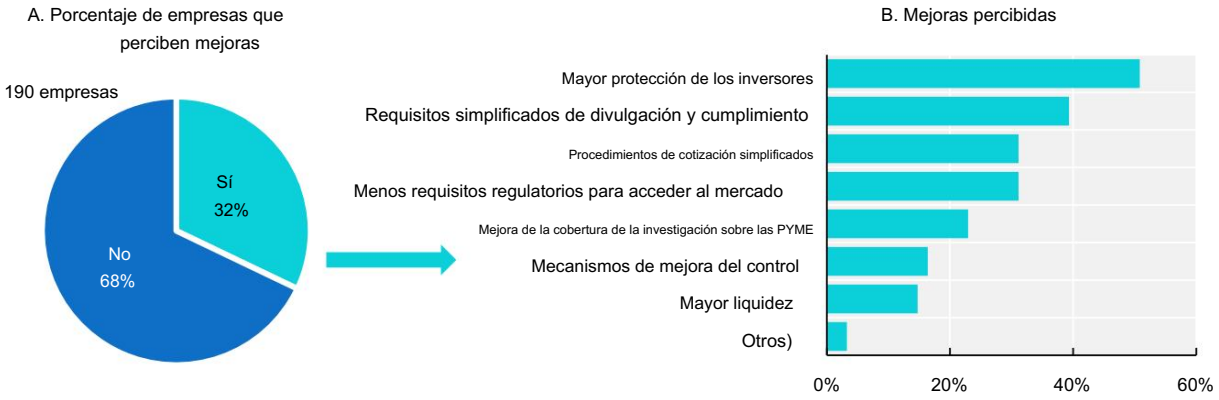


Nota: "Importante" representa el porcentaje de empresas que seleccionaron el motivo como "importante" o "muy importante". "No importante" es el porcentaje de empresas que indicaron la variable como "no importante". "Sin respuesta" representa el porcentaje de empresas que...
no proporcionó una respuesta para la variable dada.

Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

Entre las empresas encuestadas, el 32 % reportó mejoras percibidas en la bolsa de valores en los últimos tres años. La mejora más mencionada fue la mayor protección de los inversores, seguida de la simplificación de los requisitos de divulgación y cumplimiento normativo. Por otro lado, pocas empresas indicaron un aumento en la liquidez del mercado o en los mecanismos de control como áreas de mejora (Figura 3.19).

Figura 3.19. Percepción de mejoras en la Bolsa española durante los últimos tres años.



Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

3.8. Títulos de deuda

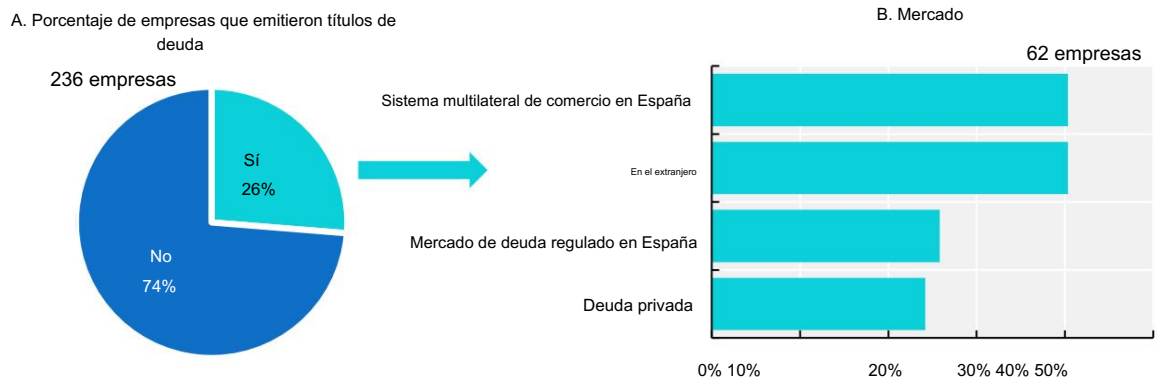
Los títulos de deuda, compuestos principalmente por bonos corporativos, papeles comerciales y pagarés, fueron identificados como una fuente importante de financiación por menos del 30% de las empresas encuestadas (Figura 3.5). La encuesta incluyó preguntas sobre la emisión pasada y futura de títulos de deuda, así como sobre las calificaciones crediticias para obtener una

Machine Translated by Google

Una comprensión más profunda de la percepción de las empresas españolas sobre los instrumentos de deuda. Además, para comprender las razones del uso limitado de títulos de deuda, también se preguntó a las empresas sobre los factores que influyen en su decisión de (no) emitir dichos títulos.

Solo el 26% de las empresas declararon haber emitido alguna vez valores de deuda. De estas, el 40% lo hizo a través de un sistema multilateral de negociación en España, mientras que otro 40% declaró haber emitido valores de deuda en el extranjero. Luxemburgo es el mercado extranjero más mencionado por las empresas españolas para emitir valores de deuda, seguido de Irlanda. Solo el 26 % de las empresas emitieron deuda en un mercado regulado en España.
Sin embargo, este porcentaje sigue siendo mayor que el de los que optan por la emisión de deuda privada (gráfico 3.20).

Figura 3.20. Emisiones pasadas de títulos de deuda



Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

La proporción de empresas encuestadas con una calificación crediticia válida es comparable a la de aquellas que informaron haber emitido deuda en el pasado. En concreto, el 25 % de las empresas encuestadas indicó tener una calificación crediticia válida. Cabe destacar que la mayoría de estas empresas (62 %) cuenta con una calificación crediticia de una agencia multinacional de calificación crediticia (p. ej., Moody's, S&P o Fitch), mientras que el 38 % restante declaró tener una calificación crediticia emitida por una agencia nacional de calificación crediticia (Figura 3.21).

Figura 3.21. Empresas con calificación crediticia válida

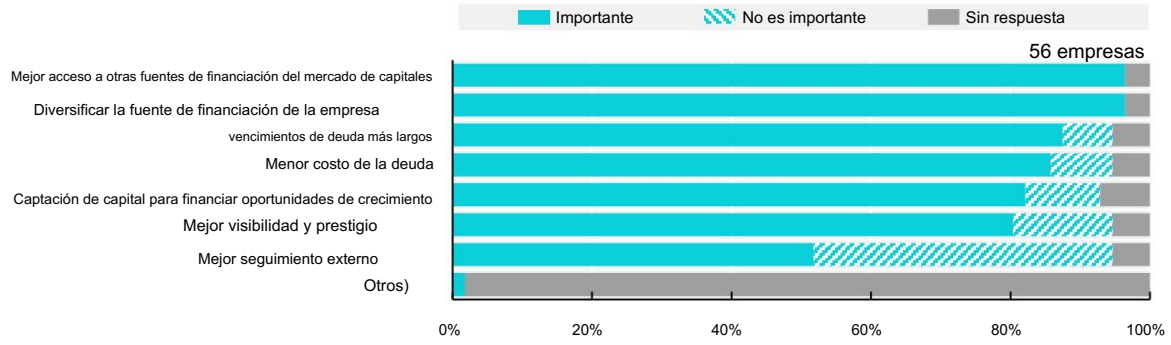
Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

En cuanto a las perspectivas, el porcentaje de empresas que planean emitir títulos de deuda en los próximos tres años se sitúa en el 24%, similar al de las que ya lo han hecho en el pasado. Para comprender mejor este aspecto, la encuesta solicitó a las empresas que detallaran su decisión. Más del 95% de las empresas que planean emitir títulos de deuda en los próximos tres años consideran que un mejor acceso a la financiación del mercado de capitales y la posibilidad de diversificar sus fuentes de financiación son razones importantes.

Machine Translated by Google

Respaldando su decisión. Además, más del 80% de las empresas consideran importantes factores como los vencimientos de deuda más largos, el menor costo de la deuda, la posibilidad de obtener capital para financiar oportunidades de crecimiento y una mayor visibilidad y prestigio. Un mejor seguimiento externo fue el factor menos relevante.
factor mencionado comúnmente pero que aún así fue identificado como importante por más de la mitad de los encuestados (Figura 3.22).

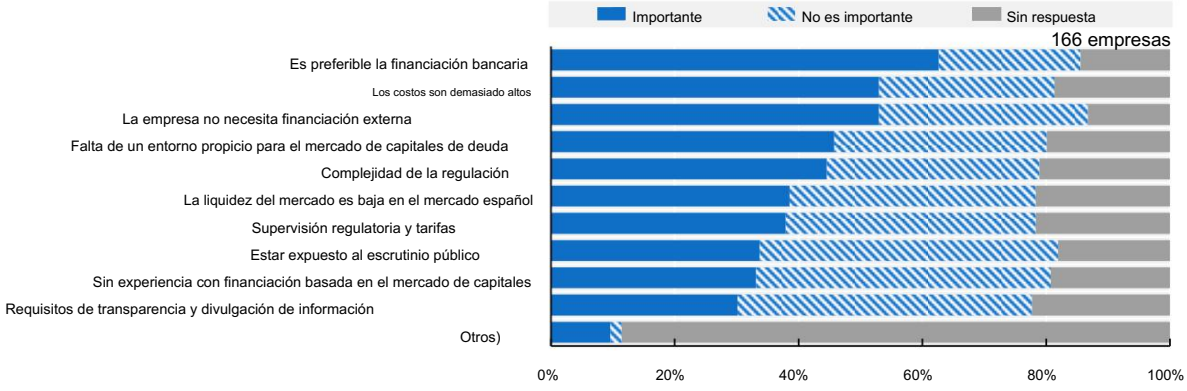
Figura 3.22. Razones para emitir títulos de deuda



Nota: "Importante" representa el porcentaje de empresas que seleccionaron el motivo como "importante" o "muy importante". "No importante" es el porcentaje de empresas que indicaron la variable como "no importante". "Sin respuesta" representa el porcentaje de empresas que...
no proporcionó una respuesta para la variable dada.
Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

La razón más frecuente para que las empresas no emitan deuda fue la preferencia por la financiación bancaria, un factor importante para el 63 % de las empresas. Además, el 53 % de las empresas indicó que los altos costes y la falta de necesidad de financiación externa eran razones importantes. La mayoría de las empresas no consideraron factores importantes la exposición al escrutinio público, la baja liquidez del mercado, la supervisión regulatoria y las tasas, los requisitos de transparencia y divulgación de información, ni la falta de experiencia con la financiación en el mercado de capitales (Figura 3.23).

Figura 3.23. Razones para no emitir títulos de deuda



Nota: "Importante" representa el porcentaje de empresas que seleccionaron el motivo como "importante" o "muy importante". "No importante" es el porcentaje de empresas que indicaron la variable como "no importante". "Sin respuesta" representa el porcentaje de empresas que...
no proporcionó una respuesta para la variable dada.
Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

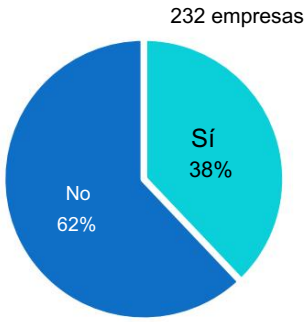
Machine Translated by Google

3.9. Fuentes de financiación alternativas

Para comprender mejor los recursos de financiación que emplean las empresas españolas, la encuesta también incluyó preguntas sobre el uso de capital privado (PE), capital riesgo (VC) y crédito privado, así como la percepción que tienen las empresas de este tipo de financiación.

En total, el 38% de los encuestados informó que una empresa de capital privado o de capital de riesgo se había acercado a ellos en los últimos tres años con interés en invertir en la empresa (Figura 3.24).

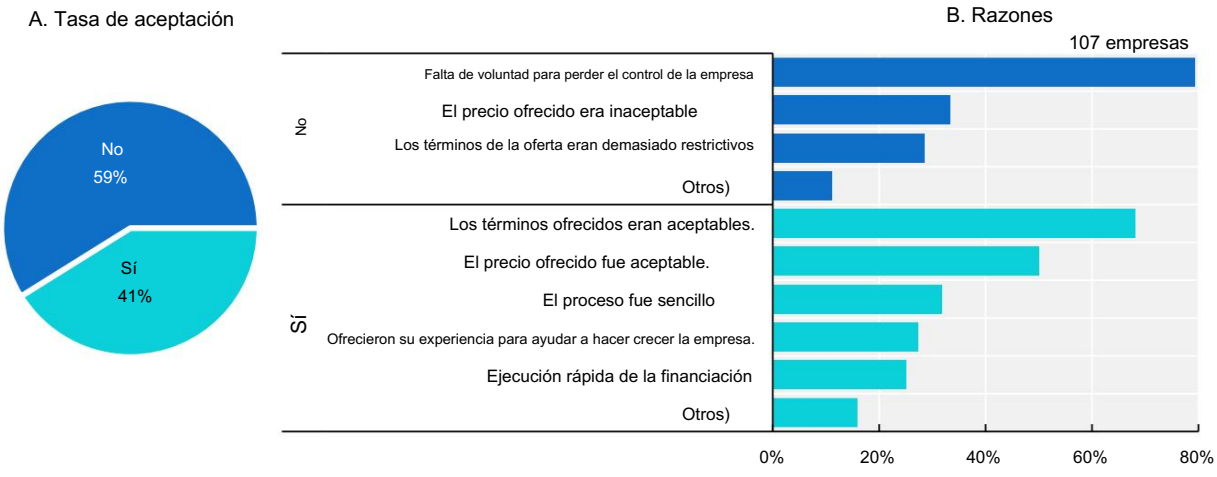
Figura 3.24. Empresas contactadas por una firma de capital privado o de capital riesgo en los últimos tres años.



Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

Entre las empresas que, en algún momento, han sido contactadas por una firma de capital riesgo o de capital privado, el 41 % ha aceptado una oferta de inversión. De estas, solo el 27 % mencionó que la decisión de recibir financiación se debió a la experiencia que estos inversores aportarían para impulsar el crecimiento de la empresa. (Figura 3.25). Entre las empresas que fueron contactadas y rechazaron la oferta, la principal razón citada fue la renuencia a perder el control de la empresa, que fue seleccionada por el 79% de las empresas. Esto coincide con las razones citadas para no buscar una cotización en bolsa (Figura 3.16).

Figura 3.25. Razones para aceptar o rechazar la inversión de capital riesgo/capital privado



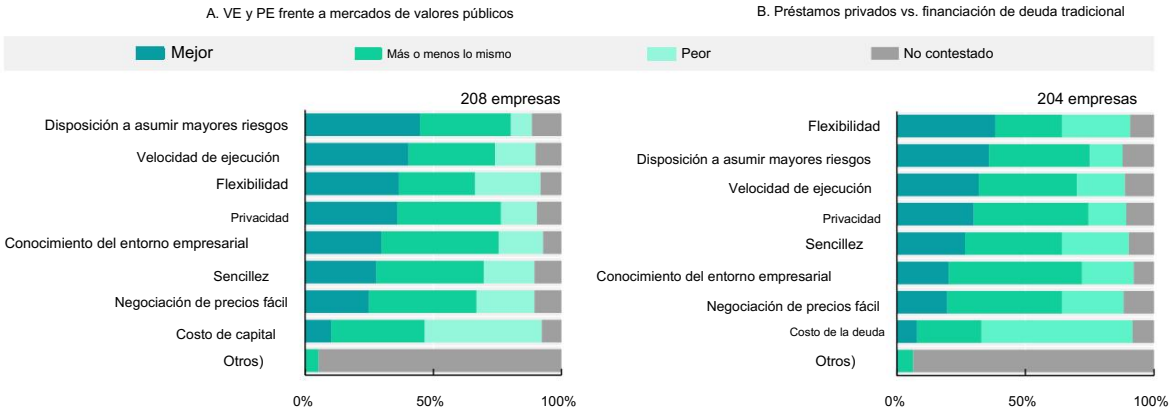
Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

La mayoría de las empresas encuestadas no diferenciaron entre fuentes de financiación privadas, como capital privado, capital de riesgo o préstamos privados, y financiación mediante el mercado de valores públicos o préstamos tradicionales en lo que respecta a la facilidad de fijación de precios.

Machine Translated by Google

Negociación, simplicidad, privacidad y conocimiento del entorno empresarial por parte de los inversores. Sin embargo, las fuentes de financiación privadas se percibían como más arriesgadas y con mayor rapidez y flexibilidad. Por el contrario,
La financiación de capital privado o de capital riesgo se asoció con un menor coste de capital en comparación con la financiación del mercado público (Figura 3.26, Panel A). De igual forma, los préstamos privados y la financiación de deuda tradicional, como los bonos corporativos y los préstamos bancarios, se consideraron similares en la mayoría de los aspectos, excepto en la flexibilidad y el coste. Los préstamos privados se consideraron peores en cuanto a coste, pero ofrecían mayor flexibilidad (Panel B).

Figura 3.26. Percepciones sobre fuentes de financiación alternativas y tradicionales

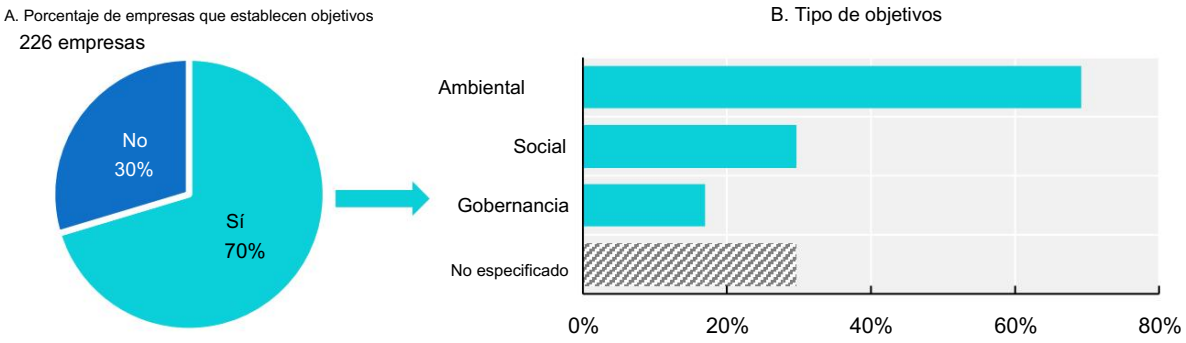


Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

3.10. Instrumentos financieros sostenibles

Finalmente, la encuesta incluye preguntas sobre los objetivos y prácticas ESG de las empresas españolas, así como sobre el uso de instrumentos financieros sostenibles. El 70 % de las empresas encuestadas declaró haber establecido un objetivo ESG, siendo los medioambientales los más comunes (69 %), seguidos de los sociales (30 %) y de gobernanza (17 %).

Figura 3.27. Objetivos ESG corporativos



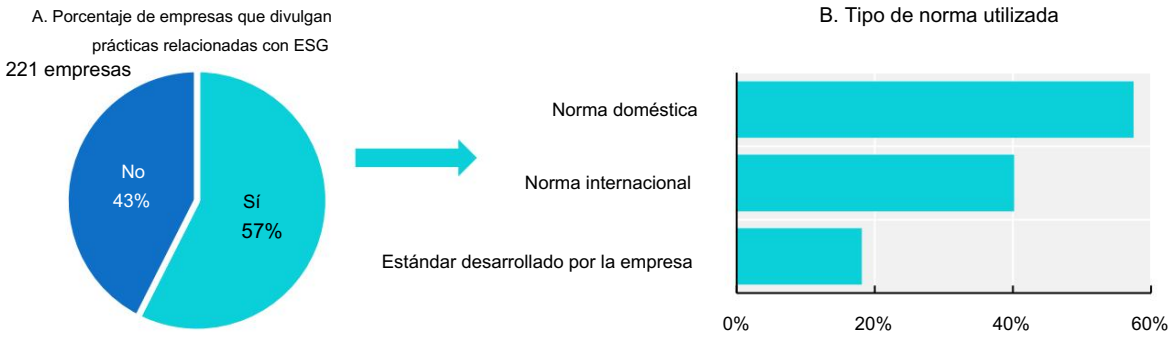
Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

En cuanto a las prácticas de divulgación, el 57 % de las empresas declararon divulgar información sobre el clima y otras prácticas relacionadas con ESG. La mayoría (57 %) utiliza estándares nacionales, el 40 % sigue un estándar internacional y el 18 % restante desarrolló estándares específicos para cada empresa. Los marcos internacionales que han reportado las empresas españolas incluyen la taxonomía de la UE y la Iniciativa General de Reporting (GRI).

Machine Translated by Google

normas, la Agenda 2030 de la ONU y el método de evaluación ambiental BREEAM (Building Research Establishment Environmental Assessment Method).

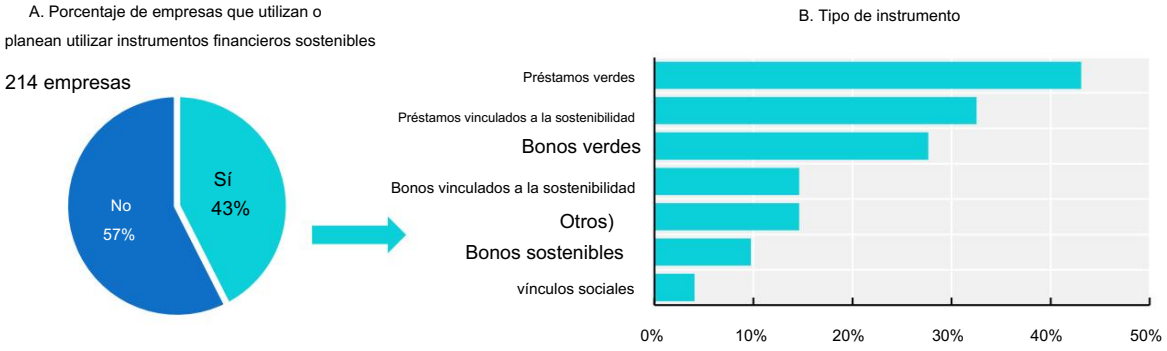
Figura 3.28. Divulgación de prácticas relacionadas con ESG



Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

El 43 % de las empresas encuestadas también declaró haber utilizado o tener previsto utilizar instrumentos financieros sostenibles. Entre ellos, el instrumento más común, citado por el 43 % de los encuestados, fueron los préstamos verdes. Los préstamos vinculados a la sostenibilidad y los bonos verdes ocuparon el segundo y tercer lugar, citados por el 33 % y el 28 % de las empresas, respectivamente. Los bonos sociales fueron el instrumento menos citado.

Figura 3.29. Empresas que han utilizado o planean utilizar instrumentos financieros sostenibles.

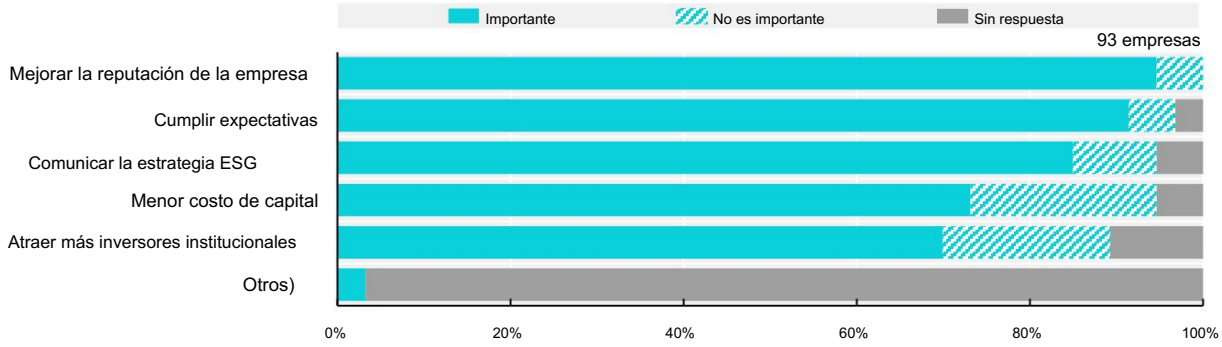


Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

Entre las empresas que han utilizado o planean utilizar instrumentos financieros sostenibles, el 95 % mencionó la mejora de la reputación de la empresa como una razón. El 91 % también mencionó la satisfacción de las expectativas de los clientes y otras partes interesadas. Más del 60 % coincidió en que comunicar la estrategia ESG, reducir el coste del capital y atraer a más inversores institucionales eran razones importantes para utilizar instrumentos financieros sostenibles.

Machine Translated by Google

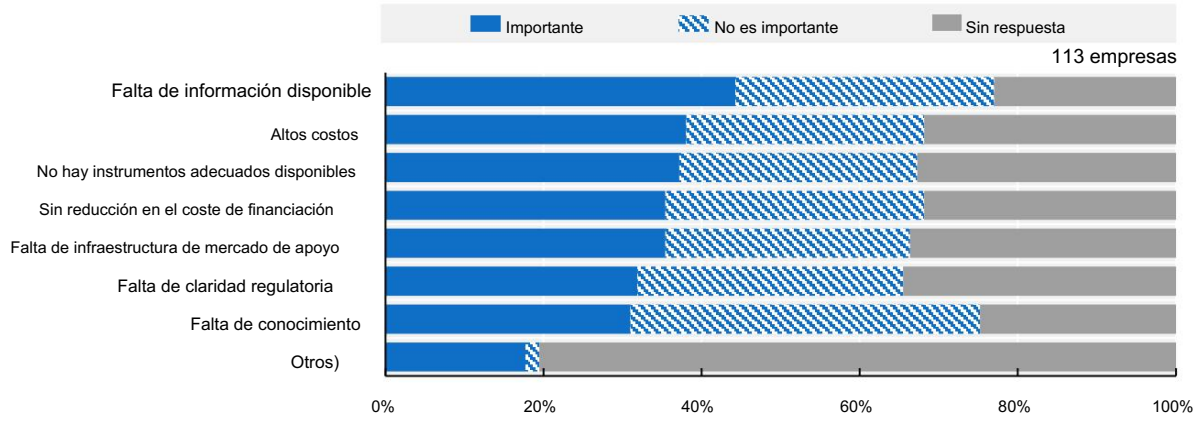
Figura 3.30. Razones para utilizar instrumentos financieros sostenibles



Nota: "Importante" representa el porcentaje de empresas que seleccionaron el motivo como "importante" o "muy importante". "No importante" es el porcentaje de empresas que indicaron la variable como "no importante". "Sin respuesta" representa el porcentaje de empresas que...
no proporcionó una respuesta para la variable dada.
Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

En cuanto a las razones para no utilizar instrumentos financieros sostenibles, la falta de información ocupa el primer lugar, citada por el 44 % de las empresas. Le siguen el alto coste (38 %), la falta de instrumentos adecuados disponibles (37 %), la falta de reducción del coste de financiación (35 %) y la insuficiente
Infraestructura de mercado de apoyo (35%). La falta de normas y marcos regulatorios claros, así como el desconocimiento de la existencia de instrumentos financieros sostenibles, no fueron factores importantes señalados por la mayoría de las empresas.

Figura 3.31. Razones para no utilizar instrumentos financieros sostenibles



Nota: "Importante" representa el porcentaje de empresas que seleccionaron el motivo como "importante" o "muy importante". "No importante" es el porcentaje de empresas que indicaron la variable como "no importante". "Sin respuesta" representa el porcentaje de empresas que...
no proporcionó una respuesta para la variable dada.
Fuente: Encuesta de la OCDE sobre la mejora del acceso al capital para las empresas españolas, véase el Anexo A para más detalles.

Machine Translated by Google

Machine Translated by Google

4 El mercado público de valores español

Este capítulo describe el mercado de valores español, su panorama, infraestructura y desarrollos recientes. También proporciona datos sobre las características del sector empresarial cotizado, las cotizaciones netas y las principales tendencias en el uso de los mercados de valores, tanto para ofertas públicas iniciales (OPI) como para ofertas públicas secundarias (OPS). Finalmente, ilustra la estructura de propiedad de las empresas cotizadas.

Machine Translated by Google

4.1. Introducción

El mercado de valores público español fue el octavo más grande de Europa a finales de 2023, con una capitalización bursátil de 1,202 billones de euros, 128 empresas cotizadas en el mercado regulado, 138 en el mercado de crecimiento (incluidos los REIT) y un volumen de negociación anual total de 301.000 millones de euros (BME, 2023[1]).

Este capítulo ofrece un panorama del mercado de renta variable español, incluyendo su infraestructura y la evolución reciente. Ofrece una visión general del sector empresarial cotizado y las principales tendencias en el uso de los mercados de renta variable, tanto en lo que respecta a las ofertas públicas iniciales (OPI) como a las ofertas públicas secundarias (OPS), así como a las exclusiones de cotización. También ilustra la estructura de propiedad del mercado e incluye comparaciones internacionales de las políticas del mercado de capitales.

4.2. Evolución del mercado de valores

La primera Bolsa de Valores española se fundó en Madrid en 1831. A esta le siguieron otras tres bolsas: Bilbao en 1890, Barcelona en 1915 y Valencia en 1980. El siglo XX presenció importantes cambios que transformaron el panorama bursátil e impulsaron la inversión extranjera, incluyendo la aprobación de la Constitución española, la inclusión de España en el Sistema Monetario Europeo y la aprobación de la Ley del Mercado de Valores en 1988. A esto le siguió la creación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en 1989, el supervisor del mercado, y la Sociedad de Bolsas, para gestionar el sistema técnico de negociación electrónica en las cuatro bolsas. El mercado continuo comenzó a operar en

Ese mismo año, en 1992, se lanzó el principal índice de la Bolsa de Madrid , el IBEX 35, que sigue siendo hoy la principal referencia.

Impulsado por el crecimiento económico, las privatizaciones y la modernización de las bolsas de valores, el interés público en el mercado creció y para 1998 casi 8 millones de españoles habían invertido en el mercado de valores. En 2001, las cuatro bolsas existentes comenzaron a operar colectivamente como la Bolsa de Valores de España, Bolsas y Mercados Españoles (BME). La BME combina los mercados secundarios y los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores en un solo grupo. Cinco años más tarde, en 2006, la BME cotizó sus acciones en su propia bolsa. Al mismo tiempo, se creó el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), un sistema multilateral de negociación (SMN), para satisfacer las necesidades de las empresas más pequeñas, las sociedades de inversión de capital variable (SICAV), las empresas de capital riesgo y los fondos de cobertura. Posteriormente, el MAB se convirtió en BME Growth, el actual mercado de crecimiento de la BME (BME, 2020[2]). En 2009, BME introdujo un nuevo sistema de negociación electrónica destinado a mejorar la accesibilidad a la negociación y aumentar la transparencia. La bolsa también introdujo nuevos índices negociables además del principal IBEX 35.

Tabla 4.1. Fechas clave y evolución de la Bolsa española

Año	Evento clave
	Ley 6/2023 de 2023, de Mercados de Valores y Servicios de Inversión, por la que se suprime la obligación de disponer del sistema de PTI, entra en vigor.
2021	Se lanza el Índice de Igualdad de Género del Ibex, que mide la presencia de mujeres en puestos directivos en las empresas españolas.
	Una plataforma de financiación de pymes basada en blockchain es admitida en el sandbox regulatorio español (exploración bajo la supervisión del Regulador).
	BME Institute lanza “Braindex”, una plataforma de educación financiera online.
2020	BME pasa a formar parte del grupo SIX, un proveedor suizo de servicios en áreas como las transacciones de valores, el procesamiento de datos financieros transacciones de información y pago.
	El mercado MAB se convierte en BME Growth y obtiene el estatus de Mercado de Crecimiento de PYME de la UE.
2018	Entra en vigor MiFID II, un marco legislativo de la UE destinado a regular los mercados financieros y mejorar la protección de los inversores.
2017	El Depositario Central de Valores de España (IBERCLEAR) migra a TARGET2-Securities (T2S), una plataforma europea para potenciar armonización e integración de los mercados financieros en toda Europa.

Machine Translated by Google

Año	Evento clave
	Se establece el sistema de información de la Interfaz Post-Negociación (PTI).
2016	Conclusión de la Reforma de Compensación y Liquidación de BME, que redujo el ciclo de liquidación de renta variable de tres a dos días y creó una contraparte central (reforma precursora para unirse a T2S).
2010	Comienza a operar el Registro Europeo de Operaciones (REGIS-TR). Esta entidad recopila y mantiene registros de transacciones financieras con valores y tiene como objetivo simplificar las obligaciones de información regulatoria.
2009	Ampliación de la serie de índices IBEX 35 con la creación de nuevos índices negociables.
	Introducción de un nuevo sistema de comercio electrónico.
2007	Entra en vigor la Directiva I de la UE sobre mercados de instrumentos financieros (MiFID).
2006	Salida a Bolsa de BME como grupo integrado de todos los mercados españoles.
	El primer fondo cotizado (ETF) cotiza en la Bolsa española con la incorporación de los primeros productos del IBEX 35.
	El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) es lanzado por BME como un MTF dirigido a la cotización de pymes.
2003	Se aprueba la Ley de Transparencia, que establece nuevos requisitos de información y obligaciones de gobierno corporativo.
2001	Creación de la sociedad Bolsas y Mercados Españoles (BME), que es el operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros en España.
1999	Se crea el Mercado Latinoamericano de Valores en Euros (LATIBEX) (permite la negociación de valores negociables latinoamericanos).
1995	El sistema de negociación de acciones CATS es sustituido por el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE).
1992	Comienza a operar un nuevo Servicio de Compensación y Liquidación.
	Se implanta el sistema de liquidación mediante anotaciones en cuenta.
	Se crea el IBEX 35, principal índice bursátil de referencia de la Bolsa de Madrid.
1991	Se crea el Defensor del Inversor de la Bolsa de Madrid.
1989	Se crean la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y la Sociedad de Bolsas (sociedad encargada de la gestión y funcionamiento del sistema de negociación).
	Inicia operaciones el mercado continuo, basado en el sistema de negociación de acciones Toronto Computer Assisted Trading System (CATS).
1988	España entra en el Sistema Monetario Europeo.
	Entra en vigor la Ley del Mercado de Valores.
1986	Adhesión de España a la Comunidad Económica Europea.
1980	Se constituye la Bolsa de Valores de Valencia.
1978	Aprobación de la Constitución Española.
1974	Entra en funcionamiento un nuevo sistema de liquidación que constituirá la base del sistema de anotaciones en cuenta.
1915	Se crea la Bolsa de Barcelona.
1890	Se funda la Bolsa de Valores de Bilbao. 1831
	Se funda en Madrid la primera Bolsa española.

Fuente: BME.

4.3. Infraestructura del mercado de valores

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) es la entidad encargada de supervisar los mercados de valores españoles y la actuación de todas las partes implicadas. La CNMV fue creada originalmente por la Ley del Mercado de Valores y desde entonces su mandato se ha actualizado para adaptarse a la evolución de los mercados financieros e introducir nuevas medidas de protección de los inversores (Ley 24/1988, del Mercado de Valores [3]). La CNMV tiene como objetivo garantizar la transparencia de los mercados de valores españoles, la correcta formación de precios, la seguridad de las operaciones y la protección de los inversores. Se centra principalmente en los requisitos de registro de las empresas que cotizan valores en el mercado público; las empresas que emiten u ofrecen valores públicamente en mercados secundarios de valores; y las empresas que prestan servicios de inversión e instituciones de inversión colectiva. La CNMV desempeña una función de supervisión prudencial en estos mercados para garantizar la seguridad de las transacciones y la solvencia del sistema financiero (CNMV, 2023[4]).

BME es el principal operador de mercados de valores y sistemas financieros en España. Se constituyó en 2001 y desde 2020 forma parte del Grupo SIX, el tercer mayor grupo bursátil de Europa. BME se estructura en tres unidades de negocio: mercados de valores, que abarca los mercados de renta variable, renta fija y derivados, así como los datos de mercado; y servicios de valores, que incluyen operaciones de post-contratación, como la compensación.

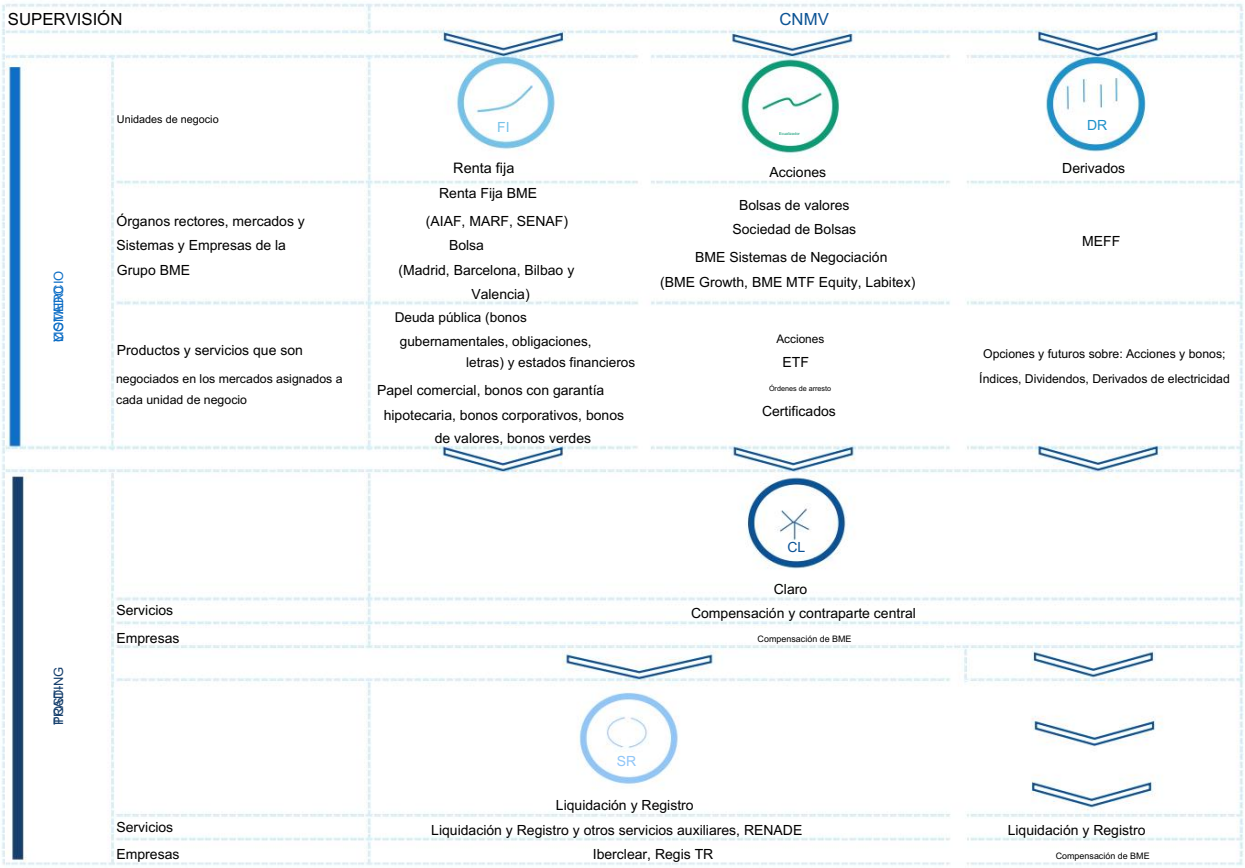
Machine Translated by Google

procedimientos de liquidación y registro; e información financiera, que incluye servicios de valor añadido.
Las funciones de cada unidad de negocio son llevadas a cabo por las filiales de BME.

Los sistemas de liquidación y registro los realiza el Depositario Central de Valores de España.
(CSD), que opera como Iberclear y es una filial 100% participada por BME. Las dos funciones principales de Iberclear son mantener el registro de valores negociables representados por anotaciones en cuenta y gestionar los sistemas de liquidación de valores mediante el procesamiento de la transferencia de valores y efectivo (BME, 2023[5]). En 2017, Iberclear introdujo TARGET2-Securities, una plataforma europea que busca mejorar la armonización e integración del mercado financiero en toda Europa (BME, 2023[6]; Banco de España, 2023[7]).

BME Clearing, propiedad íntegramente de BME, es la cámara de compensación de contraparte central (CCP) del mercado. Además de su función de compensación, para las operaciones en las que actúa como contraparte central, BME Clearing también presta servicios de registro y liquidación. Desempeña su función de CCP en los siguientes segmentos: renta variable, renta fija, derivados financieros, energía, derivados de tipos de interés y derivados de activos digitales. La Figura 4.1 muestra una visión general del mercado de valores de BME.

Figura 4.1. El mercado de valores de BME



Fuente: BME (2023[8]), Estructura y organización de los mercados españoles, https://www.bolsasymercados.es/ing/Estudios-Investigacion/Estructura-del-Mercado-De-Valores-Espanol .

Machine Translated by Google

4.4. Segmentos del mercado regulado en la bolsa

Tras la implantación de la normativa comunitaria en el marco de renta variable español, especialmente MiFIR/DI y II, el entorno de negociación español se ha caracterizado por la coexistencia de mercados regulados y MTF.

4.4.1. Mercados regulados primarios y secundarios

Los mercados regulados de España están gestionados por BME y están compuestos por: las Bolsas de Valores; el mercado de deuda corporativa y renta fija privada (AIAF); el mercado oficial de futuros y opciones (MEFF); y el mercado de bonos del Estado representados mediante anotaciones en cuenta.

El mercado de valores español se rige por la Bolsa de Valores y opera a través del Sistema Integrado de Negociación de las Bolsas de Valores (SIBE), una plataforma electrónica desarrollada por BME para interconectar las cuatro Bolsas de Valores del país (Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao y Bolsa de Valencia), que operan como un mercado único. Además de acciones, en el mercado se negocian warrants, certificados y fondos cotizados. Los principales requisitos de admisión a bolsa, los requisitos posteriores a la cotización y las tasas se resumen en la Tabla 4.2.

Tabla 4.2. Requisitos y tarifas de admisión y post cotización en el mercado principal de BME

Requisitos de admisión Sociedad	
Características del emisor	anónima con todo el capital totalmente desembolsado y sin restricciones a la transferencia de las acciones de la sociedad.
Requisito de capital	Capital mínimo de 1.202.025 EUR sin incluir el capital social de los accionistas que posean directa o indirectamente una participación del 25% o más en la sociedad.
Valor comercial	Mínimo 6.000.000 EUR.
Requisitos legales	Proceso de diligencia debida que implica un examen minucioso de los asuntos financieros, legales y comerciales del emisor, dando como resultado un prospecto que se actualizará continuamente con la nueva información.
	Se deben redactar acuerdos para accionistas. Modificar los estatutos sociales del emisor para reflejar la nueva condición de empresa cotizada.
Requisitos de divulgación	Presentación y depósito en la CNMV de los documentos acreditativos del régimen jurídico al que se encuentran sujetos el emisor y los valores.
	Presentación y depósito en la CNMV de las cuentas anuales del emisor de los tres últimos ejercicios en el caso de valores participativos y de los dos últimos ejercicios en el resto de los casos (se podrán admitir cuentas anuales de menor duración). siempre que hacerlo redunde en interés del emisor o del inversor y siempre que la CNMV confíe en que los inversores disponen de toda la información que necesitan).
	Presentación y depósito de un folleto informativo en la CNMV, que debe contener: • Documento de registro: que contiene información sobre el emisor, como sus actividades comerciales, activos y pasivos, situación financiera y gobierno corporativo. • La nota de valores contiene información sobre los valores objeto de la solicitud de admisión a negociación y sobre los Términos y condiciones de la oferta de venta o suscripción de acciones • Resumen elaborado en formato estandarizado y redactado de manera concisa y con un lenguaje sencillo (información clave para ayudar a los inversores a decidir si invertir o no). El Folleto Informativo deberá redactarse en español o en cualquier idioma de uso común en el ámbito financiero, o en cualquier otro idioma aceptado por la CNMV. El folleto deberá ser aprobado por la CNMV y posteriormente inscrito en el registro administrativo correspondiente y puesto a disposición del público gratuitamente.
Requisitos posteriores a la publicación	
Periódico (financiero)	Las cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de auditoría de cada ejercicio cerrado deberán publicarse dentro de los seis primeros meses siguientes al cierre del ejercicio.
	Semestral: los estados financieros se harán públicos en el plazo de 60 días.
A propósito	Comunicar a la CNMV y a las Bolsas de Valores cualquier hecho financiero o jurídico significativo que pueda incidir en el precio de la acción.
	Folletos informativos en caso de oferta pública de venta, que deben presentarse a la CNMV. Deben publicarse con ocasión de cualquier ampliación de capital, emisión de valores de renta fija u oferta pública de venta (OPV).

Machine Translated by Google

	Honorarios
Comisión de gestión, suscripción y colocación	2-4% del importe en efectivo depositado.
Costos de publicidad	0,3% del importe en efectivo colocado.
Tarifas de la CNMV	0,01% del importe en efectivo, con un mínimo de 25.000 € y un máximo de 75.000 €.
Tarifas de admisión a la Bolsa de Valores	Tarifa fija: 1.500€.
	Tasa de admisión de valores negociables nacionales: 0,011% de la capitalización bursátil de los valores a admitir a negociación resultante de su precio de mercado inicial (mínimo de 6.000 € o 0,5% de la nueva capitalización bursátil admitida y máximo de 500.000 €).
	Tarifa anual: 0,05 por mil de capitalización bursátil al cierre de la última sesión de negociación del año anterior.
Tarifas de Iberclear	Inclusión en el registro: 0,40 puntos básicos del valor en efectivo de los valores, y con un mínimo de 500 € y un máximo de 500 000 €.
	Cuota anual: 500€.

Fuente: BME (2022[9]), Guía para cotizar en bolsa, https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/docs/docsSubidos/Listado/Guia-Como-cotizar-BME-Exchange.pdf .

4.4.2. Mecanismos comerciales multilaterales

Los MTF son específicos de los mercados europeos e implican la negociación de instrumentos financieros entre múltiples partes bajo un conjunto de reglas predefinidas. Estos sistemas multilaterales de negociación están regulados por la MiFID II.
Suelen ser operados por una empresa de servicios de inversión o la bolsa de valores, y solo las gestionadas por esta última están autorizadas a cotizar. Un MTF ofrece a los inversores una plataforma alternativa para negociar valores financieros.

Los SMN que operan en España negocian acciones cotizadas en mercados regulados y valores de deuda pública, así como renta fija privada o deuda corporativa. Actualmente, operan en España seis sistemas multilaterales de negociación autorizados por la CNMV: BME MTF Equity, que incluye el segmento BME Growth, BME Scaleup, BME IIC y BME ECR; Latibex; Mercado de Renta Fija (MARF); Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros (SENAF); Dowgate MTF; y Portfolio SE.

BME MTF Equity, un gran MTF, está estructurado en diferentes segmentos (BME Growth, BME Scaleup, BME IIC y BME ECR), cada uno de los cuales comercializa empresas con características diferentes. BME Growth es un mercado de valores para pequeñas y medianas empresas que buscan expandirse, con un conjunto específico de regulaciones y procesos adaptados a sus características. Los principales requisitos de admisión, requisitos posteriores a la cotización y comisiones de BME Growth se resumen en la Tabla 4.3 y están diseñados para facilitar su cumplimiento a las empresas más pequeñas. Además, BME Scaleup, un mercado de valores operado por el Grupo BME y diseñado tanto para empresas en fase inicial como para empresas con negocios más maduros, se lanzó el 6 de julio de 2023 (BME, 2023[10]). Las empresas que cotizan en BME Scaleup, así como aquellas que aspiran a cotizar en otros segmentos de BME, pueden unirse a un programa de formación, coaching y networking, denominado Entorno Premercado, para aprender a profesionalizarse y acelerar su transformación con el fin de alcanzar sus objetivos de crecimiento y acelerar su transformación (BME, 2023[11]). Los principales requisitos de admisión para BME Scaleup se resumen en la Tabla 4.4. Además de las empresas en expansión, BME MTF Equity negocia sociedades de inversión de capital variable (SICAV), fondos de inversión libre (SIL) en BME IIC y sociedades de capital riesgo (ECR) en BME ECR (BME, 2023[8]; 2023[12]).

El Mercado Alternativo de Renta Fija, MARF, está gestionado por BME, dirigido únicamente a inversores institucionales (tanto españoles como extranjeros) y centrándose en valores de renta fija emitidos por empresas de tamaño medio.
El mercado se creó en 2013 para canalizar fondos hacia empresas que buscan requisitos más flexibles y procedimientos de emisión más rápidos que en los mercados regulados (BME, 2023[8]). En 2020, el Banco Central Europeo incluyó al MARF como MTF elegible para sus operaciones de política monetaria.

Machine Translated by Google

Latibex es un sistema de negociación multinivel (SMN) para valores latinoamericanos que cotizan en euros en el Sistema Integrado de Mercado de Valores (SIBE). De esta manera, los valores latinoamericanos que cotizan en Latibex se negocian y liquidan como cualquier otro valor español. Las empresas cotizadas están obligadas a proporcionar al mercado la misma información. y, al mismo tiempo, que abastecen a las entidades reguladoras de sus mercados de origen. Los principales requisitos de admisión, requisitos posteriores a la cotización y tarifas para Latibex se resumen en la Tabla 4.5.

SENAF es la plataforma electrónica de BME para la deuda pública española negociada por los operadores primarios, como operaciones al contado, repos y repos inversos. Está dirigida a inversores institucionales (BME, 2023[8]).

Dowgate MTF fue autorizado por la CNMV el 9 de mayo de 2019. Está gestionado por la firma de inversión española King & Shaxson Capital Markets, parte de un grupo que opera un MTF con sede en Londres. Se especializa en la negociación de deuda pública e instrumentos derivados (CNMV, 2019[13]). La principal diferencia entre SENAF y Dowgate MTF es que este último se centra principalmente en la negociación, mientras que SENAF, al estar gestionado por la Bolsa de Valores, también puede cotizar valores.

Portfolio SE es un nuevo SMN autorizado por la CNMV en 2022 y gestionado por la Bolsa Europea de Valores Digitales (EDS). Los valores admitidos en este mercado incluyen acciones, renta fija, participaciones en fondos de inversión y pagarés (CNMV, 2022[14]). Comenzó a cotizar en febrero de 2023 y, en julio de 2024, contaban con nueve empresas cotizadas, la mayoría de las cuales son SOCIMI. Las principales admisiones
Los requisitos, los requisitos posteriores a la cotización y las tarifas se resumen en la Tabla 4.6.

Tabla 4.3. Requisitos y tarifas de admisión/post cotización en el Mercado de Crecimiento de BME

Requisitos de admisión Ser una	
Características del emisor	sociedad anónima.
	Designar un asesor registrado: especialistas que evalúan si una empresa es apta o no para ingresar al mercado, que asisten a la empresa y verifican que cumple con todos los requisitos de admisión.
	Designar un proveedor de liquidez miembro de BME Growth. Se trata de una entidad independiente que se compromete a mantener, comprar y vender posiciones por un importe mínimo de efectivo que debe mantenerse durante la sesión, lo que permite a los inversores contar con una contraparte con la que cerrar las operaciones.
	Debe haber al menos 20 accionistas independientes del accionista principal, o accionistas con participaciones inferiores al 5% del capital social (sin incluir a los accionistas con acciones con un valor inferior a 10.000 EUR, a menos que haya >500 accionistas, y a los accionistas con acciones con un valor superior a 1 millón de EUR).
Documentos	Presentar la solicitud de admisión, incluyendo toda la documentación que acredite que cumple los requisitos de admisión a cotización, y el Documento de Admisión al Mercado o, en su caso, el folleto informativo depositado en la CNMV.
Periódico	Estados financieros anuales auditados publicados en los cuatro meses siguientes al cierre del período de presentación de informes anuales junto con el Informe de Directores correspondiente.
	Un informe financiero semestral equivalente a los estados financieros intermedios de la entidad sometidos, al menos, a una revisión limitada por su auditor, con referencia al/los evento/s significativo/s ocurrido/s durante el semestre, dentro de los cuatro meses siguientes al cierre del primer semestre de cada año.
Otra información	Toda la información privilegiada y demás información relevante comunicada al mercado por los emisores de valores será divulgada públicamente por el mercado.
	Información a informar: participaciones significativas de las que se informa a la sociedad; pactos parasociales; información sobre operaciones societarias.
	Pronósticos o estimaciones numéricas.
Honorarios	
Tarifa de inscripción	Tipo fijo de 6.000 EUR más un tipo variable del 0,05 por mil sobre la capitalización bursátil de todos los títulos que se admitan en función de la cotización de apertura en el mercado.
Tarifa fija anual de mantenimiento	6.000 euros.
Asesor Registrado y Proveedor de liquidez	Asesor registrado: tarifa anual de 12.000 EUR. Tarifas de proveedor de liquidez variables.

Fuente: BME (2023[15]), Cómo unirse, https://www.bmegrowth.es/ing/BME-Growth/How-to-join.aspx#ss_requirements.

Machine Translated by Google

Tabla 4.4. Requisitos de admisión para las empresas BME Scaleup

Requisitos de admisión	
Características del emisor	Ser una sociedad anónima.
	Designar un asesor registrado: especialistas que evalúan si una empresa es apta o no para ingresar al mercado y que asisten a la empresa y verifican que cumple con todos los requisitos de admisión.
Documentos	Presentar la solicitud de admisión, incluyendo toda la documentación que acredite que cumple los requisitos de admisión a cotización, y el Documento de Admisión al Mercado o, en su caso, el folleto informativo depositado en la CNMV.

Fuente: BME, (2023[16]), Descubre BME Scaleup, https://www.bolsasymercados.es/MTF_Equity/BME-Scaleup/ing/Discover-BME-Scaleup.aspx#Requirements-proceedings .

Tabla 4.5. Requisitos y tarifas de admisión/post-cotización en Latibex

Requisitos principales de admisión	
Características del emisor	Estar listada en una Bolsa de Valores de América Latina.
capitalización de mercado	Mínimo 300 millones de euros.
Documentos	La concesión de un contrato con una entidad de enlace o acuerdos de depositarios centrales* (una estructura de conexión que asegura los derechos de los accionistas).
	Compromiso de enviar la información en la misma forma y con la misma frecuencia que la enviada a los organismos reguladores del país de origen.
	Toda la información económico-financiera que haya sido presentada a los organismos reguladores del país de origen o a los organismos reguladores de los mercados si la empresa cotiza en otros mercados internacionales en el ejercicio anterior y en los meses transcurridos del año en curso anteriores a la presentación de la solicitud.
	Estatutos de la empresa.
Periódico (financiero)	Cuentas anuales, informe de gestión e informe de auditoría de cada ejercicio cerrado.
	Resultados trimestrales.
A propósito	Hacer pública toda la información tanto económica como jurídica, que pueda afectar a la cotización.
A propósito	La inclusión y posterior permanencia de la empresa en Labitex no supondrá ningún coste para el emisor en relación con este mercado ni con el Depósito Central Español (Iberclear). El único coste a considerar es el de la entrada en el enlace, que puede negociarse.

Nota: *Actualmente existen acuerdos de depósito central para Argentina y Brasil.
Fuente: BME (2023[17]), Acerca de Latibex, https://www.latibex.com/ing/About-Latibex/General-Information.

Tabla 4.6. Requisitos y tarifas de admisión/post cotización en la Bolsa de Valores de Cartera

Requisitos de admisión	
Características del emisor	Para los emisores cuyas acciones estén admitidas a negociación en otro MTF, la capitalización bursátil debe ser inferior a mil millones de euros. No existe ningún otro requisito de capitalización bursátil.
	El órgano de administración del emisor deberá ser un consejo de administración.
	Cuente con asesoramiento regulatorio y apoyo de un Socio de Confianza Legal o un Asesor de MTF durante todo el proceso de admisión. Durante el proceso y mientras los instrumentos financieros estén cotizados en el MTF, el Socio Legal de Confianza debe ser un despacho de abogados y el Asesor del MTF debe ser una entidad especializada en asesoramiento sobre cotizaciones y admisiones a negociación.
Documentos	Tras la aprobación del formulario de solicitud de preadmisión, los emisores deberán presentar toda la documentación requerida, incluyendo la solicitud de admisión a negociación, el contrato de Socio Legal de Confianza, las cuentas anuales de los dos últimos ejercicios y, en su caso, el folleto informativo registrado en la CNMV o la autoridad nacional de valores competente. La documentación adicional requerida varía en función del tipo de emisor (existente o nuevo) y del tipo de instrumento (capital o deuda).
Requisitos posteriores a la	
Periódico	cotización: Estados financieros anuales auditados, junto con un informe de gestión. Ambos documentos deben estar firmados por los miembros del consejo de administración.
	Cualquier suscripción, extensión o terminación de acuerdos de accionistas que afecten la transferibilidad de acciones o los derechos de voto

Machine Translated by Google

Otra información	Debe reportarse a través de la Plataforma Web MTF.
	Información relevante sobre eventos corporativos o financieros que afecten los instrumentos financieros o los derechos de los titulares del emisor.
Tarifa de inscripción	Tarifa de solicitud de 5.000 EUR más el 0,125 % de la capitalización bursátil (hasta un máximo de 300.000 EUR).
Tarifa fija anual de mantenimiento	5 000 euros

Fuente: Reglamento de Bolsa de Valores de Portafolio (2023[18]) Reglamento de Bolsa de Valores de Portafolio https://portfolio.exchange/docs/Portfolio- Reglamento_Rulebook_VF28072023_signed.pdf; (2023[19]) Folleto de Tarifas, https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?e=ysEkNonry2ynRktxmn6%2Fg%2FIF71VpOYbB8%2BHnd3PZIcYmm%2B55B77Y%2Fq4xE3y7RAPB

4.5. Panorama del sector empresarial cotizado

El mercado principal de la Bolsa española cotizaba 128 empresas con una capitalización bursátil total de 852.000 millones de euros a finales de 2023. Del total de empresas cotizadas, 120 lo hacían en el mercado continuo a través de la plataforma de negociación SIBE (Tabla 4.7). El segmento BME Growth incluye 63 empresas en expansión y 75 sociedades de inversión inmobiliaria (REIT) con 8.800 millones de euros y 10.000 millones de euros de capitalización bursátil, respectivamente. Hay 517 emisores cotizados en los segmentos BME IIC y BME ECR, SICAV, SIL y ECR, con una capitalización bursátil total de 15.700 millones de euros. Labitex, aunque es el mercado más pequeño en términos de número de empresas cotizadas (18), es el segundo más grande en términos de capitalización bursátil (314.600 millones de euros).

Tabla 4.7. Número de empresas cotizadas en la BME, a finales de 2023

Segmento		Número de empresas 120	Capitalización bursátil (millones de euros)
Mercado principal	Mercado continuo (SIBE)		850 952
	Otras empresas	8	1 366
Crecimiento de BME	Empresas de expansión	63	8 819
	REIT	75	10 057
BME IIC y BME ECR	SICAV, SIL y ECR	517	15 755
Latibex	Todas las empresas	18	314 583

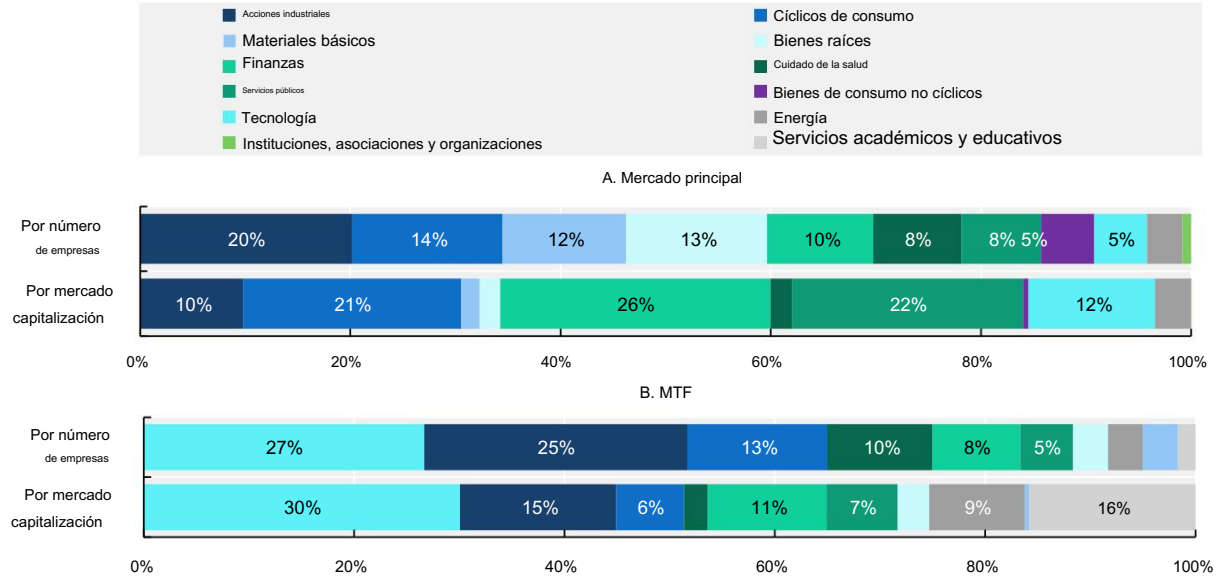
Fuente: BME. Las empresas del segmento principal de mercado incluyen REIT.

El sector industrial es el más grande en las bolsas españolas en términos de número de empresas que cotizan en bolsa, representando el 20% de todas las empresas. Los sectores de bienes de consumo cíclicos y materiales básicos también son prominentes, representando el 14% y el 12% de las empresas que cotizan, respectivamente. Las acciones por capitalización bursátil pintan un panorama diferente. El sector financiero , que ocupa el quinto lugar en términos de número de empresas que cotizan (16 emisores), es la industria más grande, seguido por el sector de servicios públicos , que representa el 26% y el 22% de la capitalización bursátil total, respectivamente. De manera similar, el sector tecnológico representa el 12% de la capitalización bursátil, en comparación con el 5% de todas las empresas que cotizan. El panorama se invierte para los sectores inmobiliario y de salud : aunque el 13% y el 8%, respectivamente, de las empresas que cotizan pertenecen a estos sectores, representan el 2% de la capitalización bursátil total cada uno (Figura 4.2, Panel A).

La composición sectorial de BME Growth difiere de la del mercado principal en dos aspectos principales. En primer lugar, el sector tecnológico domina BME Growth, representando el 27% del total de empresas cotizadas y el 30% de la capitalización bursátil. En segundo lugar, las empresas financieras y de servicios públicos representan una cuota de mercado limitada, tanto en número de empresas como en capitalización bursátil. El sector industrial es importante tanto en el mercado de crecimiento como en el principal, ocupando el segundo lugar en número de empresas cotizadas y capitalización bursátil en el mercado de crecimiento (Panel B).

Machine Translated by Google

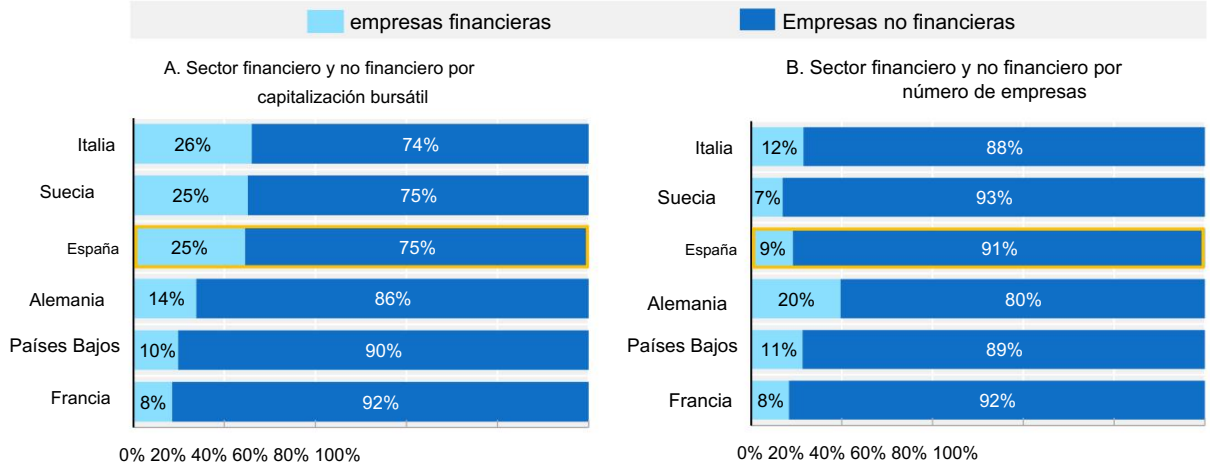
Figura 4.2. Composición sectorial de las empresas cotizadas españolas, a finales de 2023



Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE; véase el Anexo A para obtener más detalles.

Las empresas financieras representan el 25% de la capitalización bursátil española, la tercera más alta entre los países de su entorno, después de Italia y Suecia (Figura 4.3, Panel A). Esto se debe al reducido número de empresas de gran tamaño, como lo demuestra el hecho de que España también presenta una de las cuotas más bajas de empresas financieras en términos del número total de empresas, una estructura similar a la de Suecia. En Francia y los Países Bajos, el sector financiero representa una pequeña cuota del mercado, tanto en número de empresas como en capitalización bursátil.

Figura 4.3. Composición de las empresas cotizadas, finales de 2023



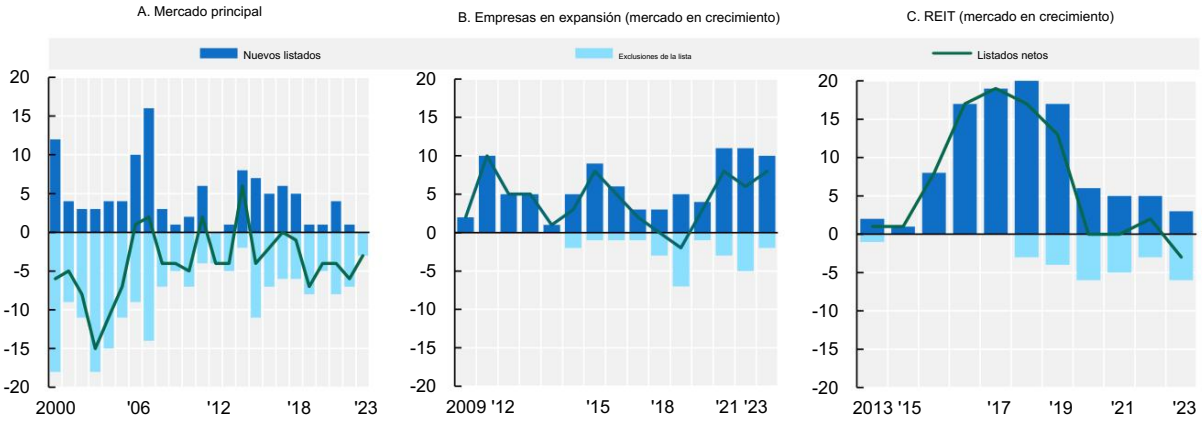
Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE; véase el Anexo A para obtener más detalles.

Desde el año 2000, 107 empresas cotizaron en el mercado principal de valores de España, mientras que 200 empresas dejaron de cotizar, lo que supuso una pérdida neta de 93 empresas. Desde el año 2000, las cotizaciones netas solo han sido positivas en 2006, 2007, 2011 y 2014. (Figura 4.4, Panel A). La actividad en el mercado de crecimiento ha sido mayor, con 90 nuevas incorporaciones y 26 bajas desde 2009, lo que ha dado lugar a 64 nuevas empresas en expansión. Las cotizaciones netas solo han sido negativas una vez, en 2019.

Machine Translated by Google

(Figura 4.4, Panel B). Las cotizaciones netas de fideicomisos de inversión inmobiliaria (REIT) fueron negativas solo en 2023. Desde 2013, 103 REIT han cotizado en el mercado de crecimiento, en comparación con 28 exclusiones. Sin embargo, el mercado de REIT ha experimentado una tendencia a la baja en el número de cotizaciones netas desde 2018 (Figura 4.4, Panel C).

Figura 4.4. Empresas de nueva cotización y excluidas de la bolsa

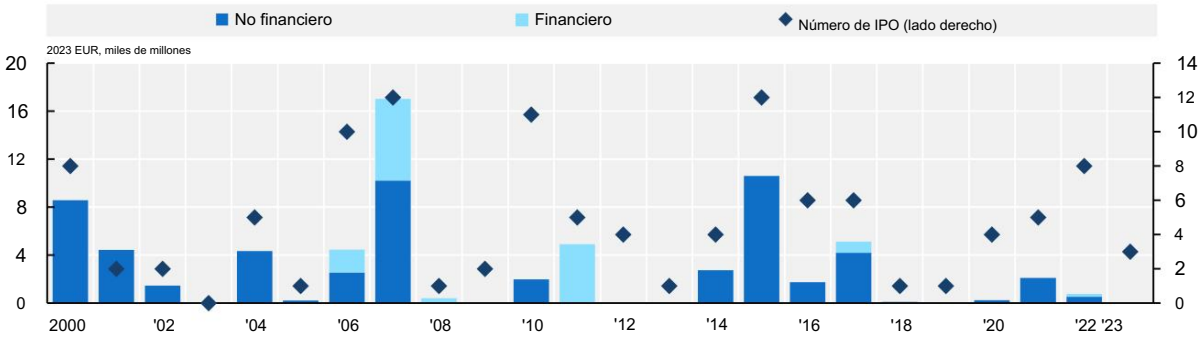


Nota: No considera corporaciones en Latibex, SICAV, SIL y ECRs
Fuente: BME.

4.6. Tendencias en las ofertas públicas iniciales

Desde el año 2000, se han producido 114 OPV de empresas españolas, 14 financieras y 100 no financieras, que han recaudado en conjunto 71 000 millones de euros (Figura 4.5). El 67 % de esta cifra se obtuvo antes de 2012 (el 52 % del número de OPV). La disminución de los ingresos en los últimos años se puede atribuir en parte a la disminución del número de OPV de empresas financieras, sumada al estancamiento de las OPV de empresas no financieras. El mercado de OPV en los últimos cinco años se ha caracterizado por un menor número de OPV y un bajo volumen de capital captado.

Figura 4.5. Ofertas públicas iniciales de empresas españolas, 2000-23



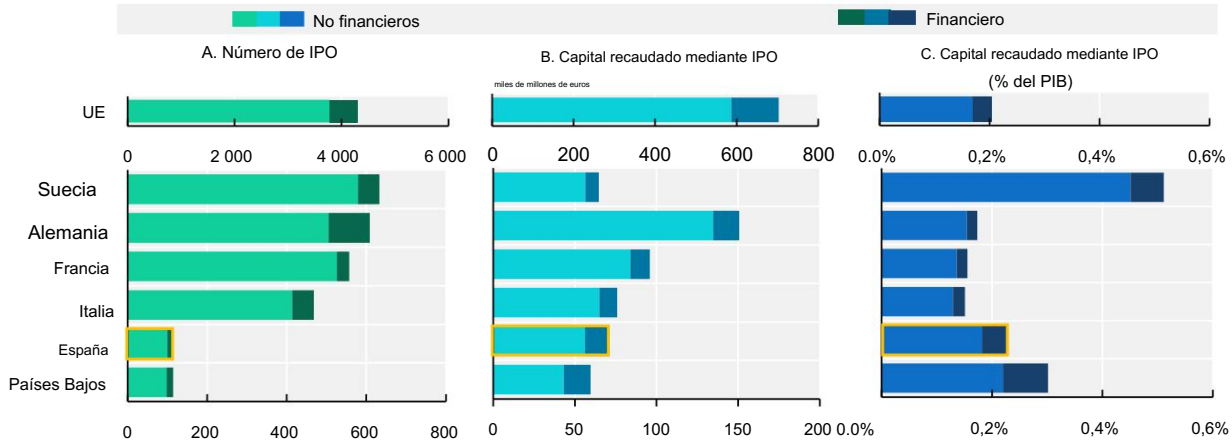
Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE; véase el Anexo A para obtener más detalles.

Desde el año 2000, la actividad de salidas a bolsa de las empresas españolas ha sido sustancialmente menor que la de sus países homólogos, tanto en número de salidas a bolsa como en capital captado. En comparación con algunos países europeos homólogos, España ocupa el penúltimo lugar, después de los Países Bajos, en cuanto a número de salidas a bolsa no financieras desde el año 2000. Con un total de 56.000 millones de euros recaudados, la actividad principal del mercado español para las empresas no financieras representa un agregado del 0,2% del PIB, una cuota mayor que en Alemania, Francia e Italia, pero inferior a la de

Machine Translated by Google

En Suecia y los Países Bajos (Figura 4.6). La fuerte presencia de las empresas financieras en el panorama bursátil actual también se refleja en el uso de los mercados de valores públicos por parte de estas empresas. De hecho, en comparación con algunos países europeos similares, España es el segundo país con mayor participación en el capital total captado por empresas financieras desde el año 2000, a pesar de tener el menor número de OPV financieras durante el mismo período.

Figura 4.6. Ofertas públicas iniciales, total 2000-23



Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE; véase el Anexo A para obtener más detalles.

La mayor OPV en España tuvo lugar en 2007, cuando la empresa de energías renovables Iberdrola Renovables recaudó 4.800 millones de euros en la Bolsa de Madrid. 2007 también fue un año récord en captación de capital; entre las 20 mayores OPV españolas, 3 tuvieron lugar en 2007, recaudando en conjunto 9.600 millones de euros. La OPV más reciente entre las 20 principales tuvo lugar en 2024, cuando la empresa minorista Puig Brands recaudó 2.700 millones de euros. La lista de las mayores OPV revela la importancia de las empresas financieras en el mercado bursátil, ya que 4 de las 20 principales OPV (que representan el 22 % de la recaudación total) corresponden a empresas financieras (Tabla 4.8).

Tabla 4.8. Las 20 principales OPV españolas (2000-2024)

Nombre del emisor	Industria	Año	Ingresos (millones de euros)
Iberdrola Renovables	Servicios públicos	2007	4 790
Aena	Operadores y servicios aeroportuarios 2015		4 352
Criteria CaixaCorp	Finanzas	2007	3 962
Bankia	Finanzas	2011	3 133
Telefónica Móviles	Servicios de telecomunicaciones 2000		3 043
Marcas Puig	Cíclicos de consumo	2024	2 744
Industria de Diseño Textil	Cíclicos de consumo	2001	2 320
Cellnex Telecom	Servicios de telecomunicaciones 2015		2 159
Concesiones de Infraestructuras de Transporte (Cintra)	Acciones industriales	2004	1 581
Acciona Energías Renovables	Energía	2021	1 527
Holding de TI de Amadeus	Tecnología	2010	1 433
Applus Servicios Tecnológicos	Tecnología	2014	1 260
Enagas	Empresas de servicios eléctricos y productores independientes de energía (IPP)	2002	940
Promotora de Información	Medios y publicaciones	2000	932

Machine Translated by Google

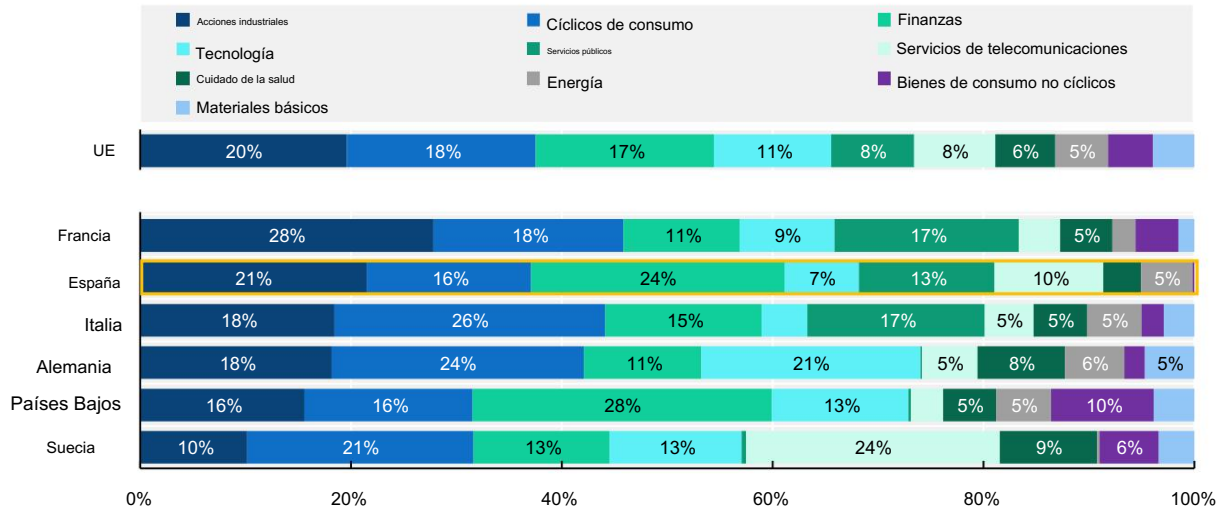
Nombre del emisor	Industria	Año	Ingresos (millones de euros)
Euskaltel SA	Servicios de telecomunicaciones 2015		844
Gestevisión Telecinco SA	Medios y publicaciones	2004	841
Reyal Urbis SA	Bienes raíces	2007	838
Gestamp Automoción SA	Cíclicos de consumo	2017	828
Bolsas y Mercados Españoles Sdad Holding de Mercados y Sistemas	Finanzas	2006	790
Prosegur Cash SA	Acciones industriales	2017	784

Nota: La clasificación industrial se basa en el Sector Económico TRBC de LSEG. En algunos casos en que la clasificación de alto nivel no se considera representativa, se utiliza la clasificación TRBC de bajo nivel por Sector/Grupo Industrial. Los ingresos incluyen sobreasignaciones.

Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE; véase el Anexo A para obtener más detalles.

Las OPV de empresas financieras representaron el 24% de los ingresos totales obtenidos por las empresas españolas durante el período 2000-2003. 23 período, seguido de los sectores industriales (21%) y cíclicos de consumo (16%). Materiales básicos,
Sin capital captado, y con los bienes de consumo no cíclicos representando el 0,2% de los ingresos, son los sectores menos relevantes (Figura 4.7). Se observan ciertas tendencias transnacionales. El sector financiero representa la mayor proporción de los ingresos totales en España y los Países Bajos, lo que revela, una vez más, el dominio del sector. El sector tecnológico muestra una gran heterogeneidad en su participación en los ingresos totales, con valores que oscilan entre el 4% en Italia y el 21% en Alemania.

Figura 4.7. Distribución de las OPI por sector según los ingresos totales, 2000-23

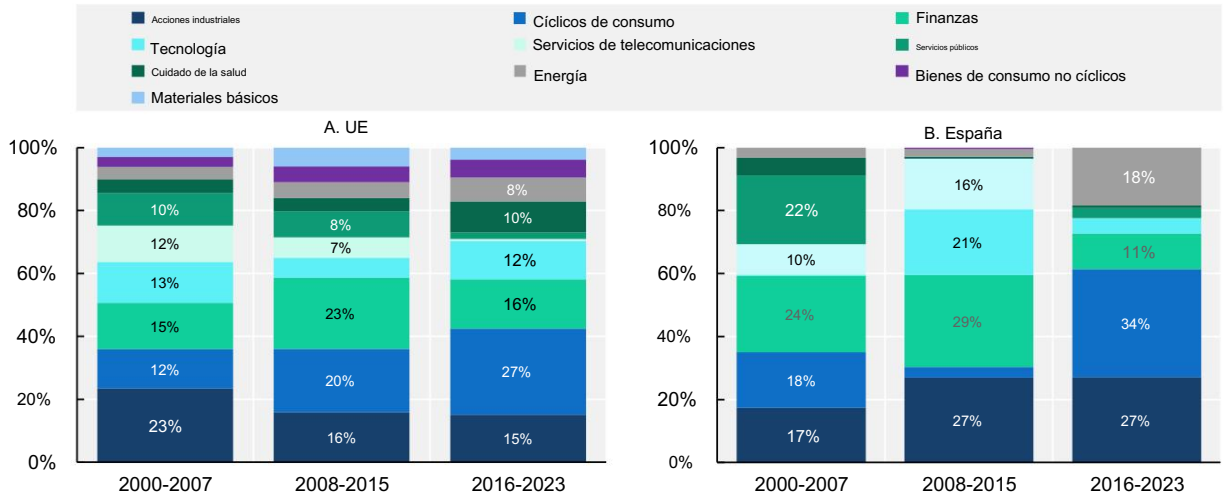


Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE; véase el Anexo A para más detalles

La composición sectorial de las OPV españolas, y en menor medida de las de la UE, ha cambiado desde principios de la década de 2000. Las empresas del sector de bienes de consumo cíclicos representaron el 34 % del total de los ingresos por OPV españolas entre 2016 y 2023, una proporción significativamente mayor en comparación con los períodos anteriores: el 18 % entre 2000 y 2007 y el 3 % en el período 2008-2015. De igual forma, el sector energético ha aumentado en importancia, con las correspondientes disminuciones en los sectores financiero y de servicios de telecomunicaciones (Figura 4.8). Las empresas tecnológicas también han mostrado un marcado descenso, pasando de representar el 21 % en el período 2008-2015 al 5 % entre 2016 y 2023.

Machine Translated by Google

Figura 4.8. Distribución sectorial de las OPI según ingresos totales, empresas de la UE y España, 2000-2023



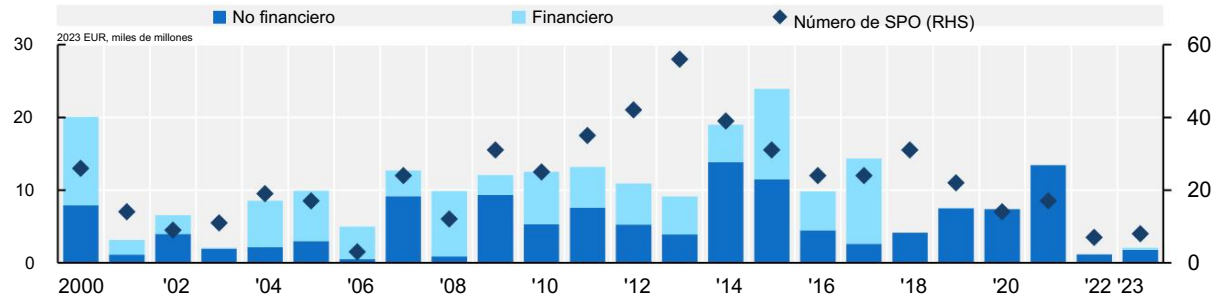
Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE; véase el Anexo A para más detalles

4.7. Tendencias en las ofertas públicas secundarias

La cantidad de capital captado a través de ofertas públicas secundarias (OPS) por parte de empresas españolas ha seguido una tendencia descendente desde 2016. En los últimos seis años, con la excepción de 2021, la cantidad de capital social captado a través de OPS ha estado por debajo de la media anual entre 2000 y 2023. En línea con las tendencias mundiales, las empresas cotizadas españolas captaron cantidades significativas de capital en 2021 antes de contraerse a un mínimo histórico en 2022 (Figura 4.9).

Durante las últimas dos décadas, las entidades financieras representaron el 45% de los ingresos totales de las empresas españolas (pero solo el 15% del número total de OPS). Sin embargo, en los últimos seis años, la actividad de las entidades financieras ha sido muy reducida, lo que ha contribuido al declive general de la actividad de las OPS.

Figura 4.9. Ofertas públicas secundarias de empresas españolas, 2000-23



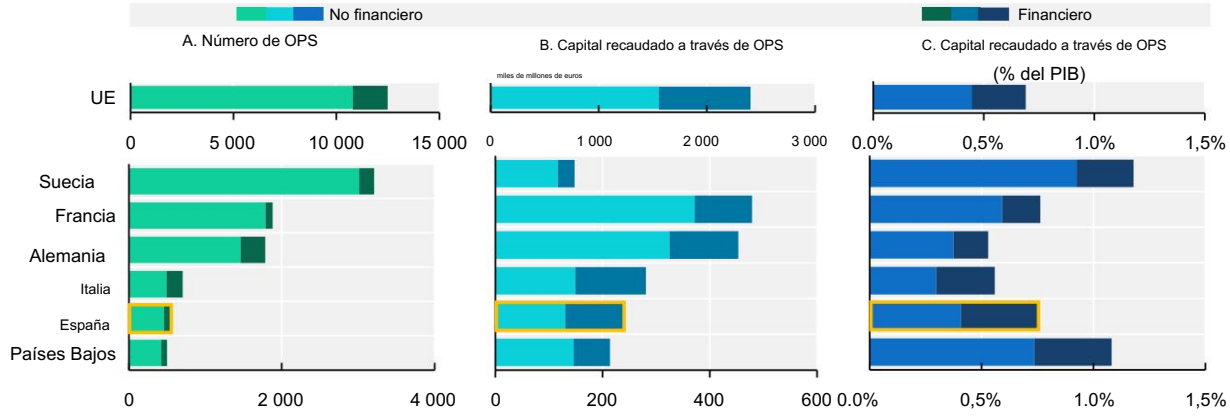
Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE; véase el Anexo A para obtener más detalles.

La principal limitación del mercado español respecto a sus pares es la baja actividad de las empresas no financieras. Las empresas españolas han sido las menos activas desde el año 2000, tanto en número de OPA no financieras (461) como en capital captado, con un total de 130.000 millones de euros, equivalente al 0,41 % del PIB (gráfico 4.10). En cambio, las empresas suecas no financieras han sido las más activas, con 3.014 OPA entre 2000 y 2023, captando cerca del 1 % del PIB del país. Mientras tanto, la cantidad de capital captada por las entidades financieras españolas a través de ofertas secundarias es la segunda más alta (0,34 % del PIB) después de las de EE. UU.

Machine Translated by Google

Países Bajos, poniendo de relieve una vez más la sobrerrepresentación del sector financiero en el mercado español en comparación con sus pares europeos.

Figura 4.10. Ofertas públicas secundarias, total 2000-23

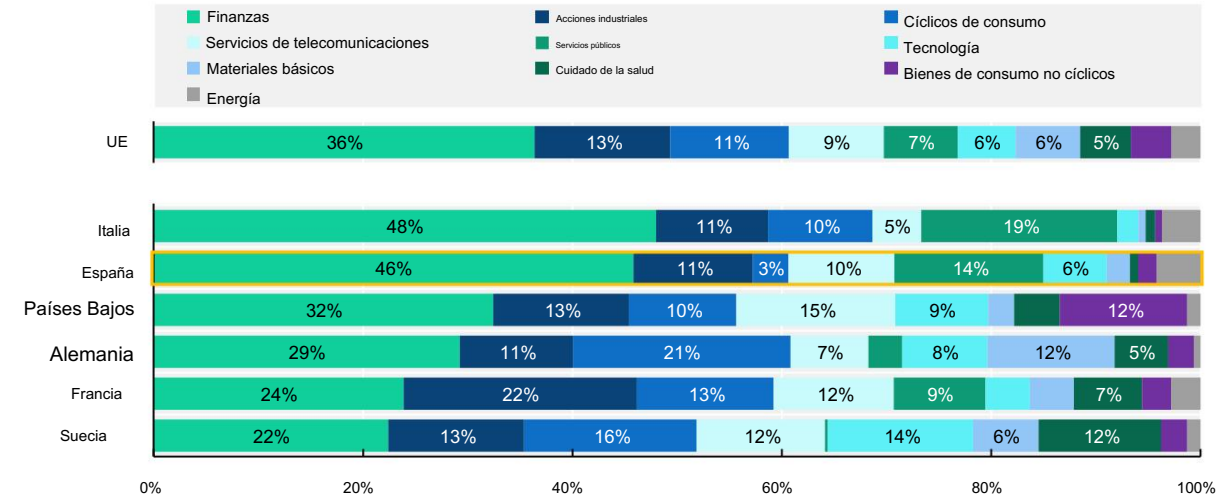


Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE; véase el Anexo A para obtener más detalles.

Las empresas financieras representan el 46% del total de los ingresos obtenidos mediante OPA desde el año 2000, la mayor proporción después de Italia (48%). Esta cifra es significativamente superior a la de la UE, que es del 36%. Además de las financieras, las empresas de los sectores de servicios públicos, industrial y de telecomunicaciones son importantes usuarias de OPA para captar financiación en España, representando el 14%, el 11% y el 10% del capital total, respectivamente (Figura 4.11).

En cambio, las empresas españolas de los sectores de materiales básicos, consumo cíclico, consumo no cíclico y salud no se muestran activas en la captación de financiación mediante emisiones secundarias. El sector salud representa menos del 1% de los ingresos totales desde el año 2000, en comparación con el 12% en Suecia y el 7% en Francia.
Lo mismo ocurre con los cíclicos de consumo, una industria inactiva en el mercado español de SPO que representa solo el 3% de los ingresos totales, mientras que en sus países pares el peso de este sector sobre los ingresos totales varía entre el 10% en los Países Bajos e Italia y el 21% en Alemania (Figura 4.11).

Figura 4.11. Distribución industrial de las OPP según ingresos totales, 2000-23

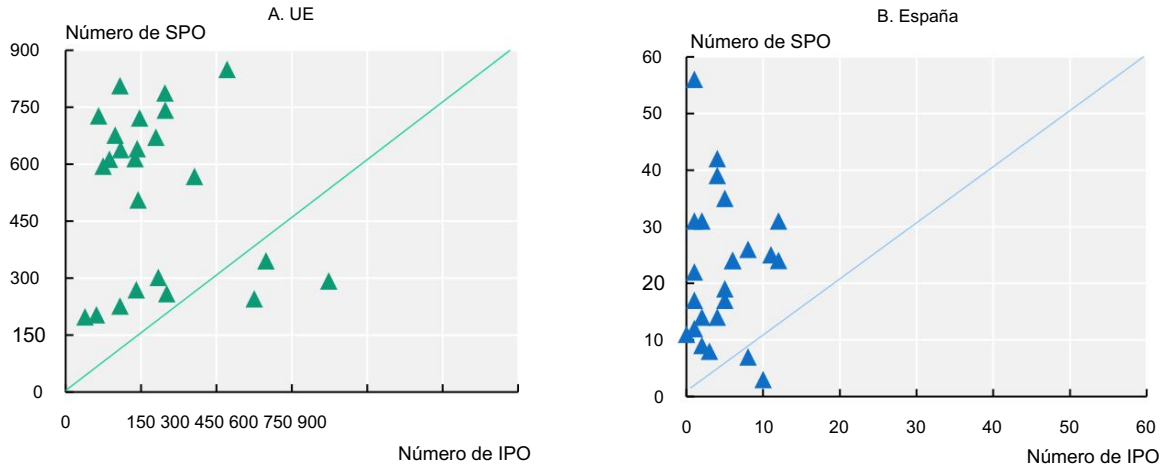


Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE; véase el Anexo A para obtener más detalles.

Machine Translated by Google

En general, el uso de los mercados de valores públicos por parte de las empresas españolas se ha ralentizado en los últimos cinco años, con menos ofertas públicas de venta y una disminución de la captación de capital. Esta tendencia puede atribuirse en parte a la falta de nuevas operaciones por parte de empresas no financieras y a la reciente falta de actividad de las empresas financieras ya cotizadas. En particular, la falta de nuevas empresas que se incorporan a los mercados públicos afecta al número de ofertas públicas secundarias. La Figura 4.12 muestra el número de OPV y OPV en diferentes momentos.
Tanto para España como para la UE. Si bien un mayor número de OPI impulsa un mayor número de OPS a nivel de la UE, este no es el caso en España, donde el número de OPP se ha mantenido modesto en línea con el de OPI.

Figura 4.12. Número de OPI y SPO, 2000-23



Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE; véase el Anexo A para obtener más detalles.

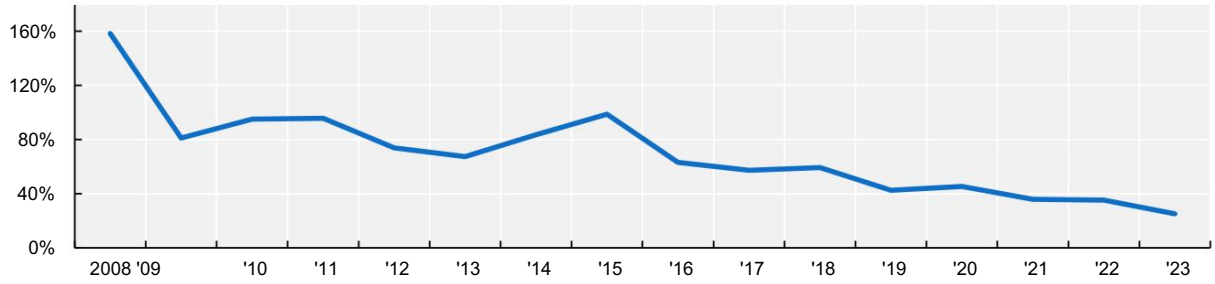
4.8. Tendencias en la actividad del mercado secundario de valores

El nivel de liquidez en el mercado secundario de valores afecta la disposición tanto de los inversores como de las empresas a participar en el mercado. Una mayor liquidez se asocia con una mayor demanda de acciones, lo que reduce la prima de riesgo de mantenerlas y aumenta la eficiencia del mecanismo de descubrimiento de precios. Además, un mercado líquido también puede ayudar a atraer a más emisores, quienes esperarían que el mercado fije el precio de sus valores con mayor precisión. Es importante destacar que la evidencia empírica muestra que los bajos niveles de liquidez pueden aumentar el costo del capital para las empresas que desean recaudar capital, ya que los inversores requieren una mayor rentabilidad esperada para compensar el riesgo adicional de una liquidez reducida. El mayor costo del capital puede llevar a las empresas a disminuir las inversiones o a utilizar más deuda como fuente de financiación. El nivel de liquidez del mercado secundario de valores también tiene un impacto indirecto en la innovación y la creación de empresas, lo que dificulta y encarece las IPO (FMI, 2016[20]).

En los últimos años, la liquidez, medida como el ratio de rotación del mercado de valores1 , ha mostrado una tendencia a la baja En el BME, la participación pasó del 158% en 2008 a tan solo el 25% en 2023 (Figura 4.13). La misma tendencia se observa en el mercado español en su conjunto, aunque es menos pronunciada (véase 1.3.2).

Machine Translated by Google

Figura 4.13. Ratio de rotación del mercado en las bolsas BME, 2008-2023



Nota: El ratio de rotación bursátil se calcula como el cociente entre el volumen total negociado y la capitalización bursátil total. Los datos se refieren a las bolsas de valores de BME.

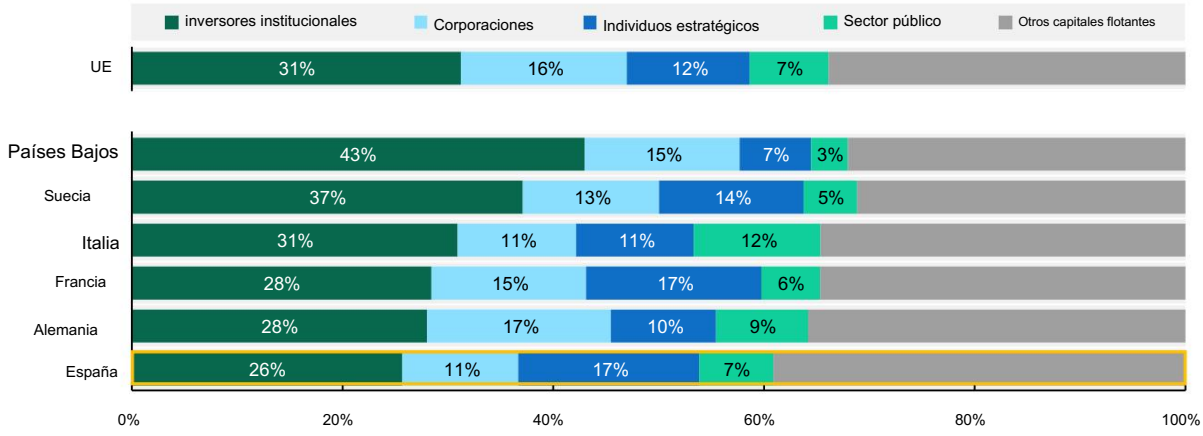
Fuente: Cálculos de la OCDE basados en datos de BME.

4.9. Inversores y estructura de propiedad de las empresas cotizadas españolas

La estructura de propiedad de las empresas cotizadas en España comparte aspectos comunes con la de otros países de la UE, pero también presenta algunas diferencias importantes. Para identificar la estructura de propiedad, los inversores se clasificaron en las siguientes categorías: corporaciones, sector público, personas estratégicas, inversores institucionales y otros capitales flotantes, siguiendo la metodología de De La Cruz, Medina y Tang (2019[21]). Al igual que en todos los países de nuestro entorno, los inversores institucionales constituyen la categoría más importante en España. Aun así, su participación en la propiedad (26%) es la más baja entre los países de comparación, incluyendo el agregado de la UE. Las personas estratégicas representan una proporción significativa (17%), la más alta entre los países de nuestro entorno, junto con Francia.

El sector público posee el 7% del capital cotizado en España, en línea con otros países europeos similares, cuyos valores oscilan entre el 3% en Países Bajos y el 12% en Italia (Figura 4.14). La limitada participación del sector público en el mercado de valores español se debe a la privatización de grandes empresas estatales a finales de la década de 1990 (BME, 2022[22]). Históricamente, España se ha caracterizado por una alta participación de los hogares, lo que se refleja en parte en la elevada proporción de «otras acciones flotantes» (acciones en manos de inversores que no cumplen los requisitos para revelar sus participaciones y, por lo tanto, no se dispone de información) en comparación con países similares (BME, 2022[22]).

Figura 4.14. Panorama de la propiedad a nivel nacional, finales de 2023



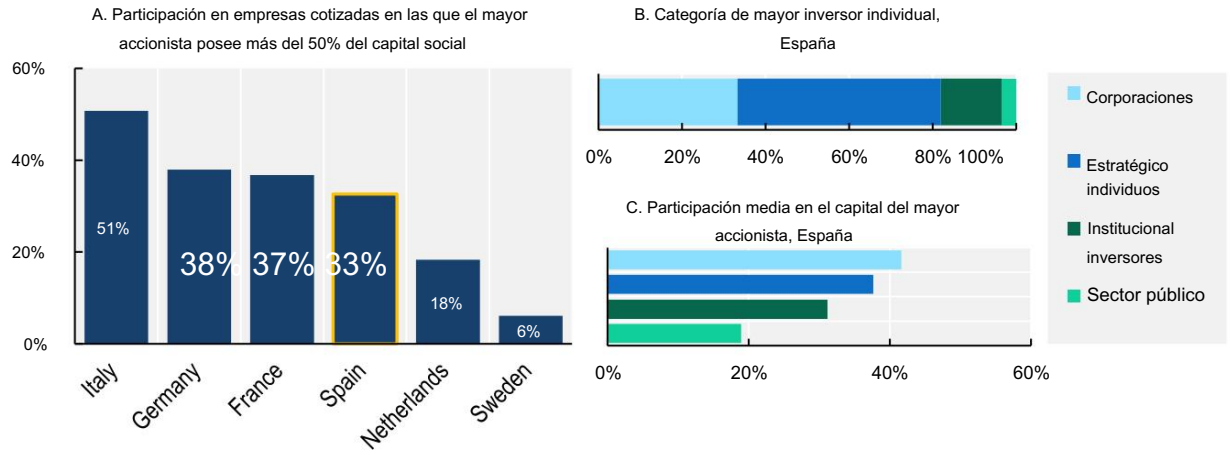
Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE, FactSet, LSEG, Bloomberg; consulte el Anexo A para obtener más detalles.

Machine Translated by Google

La concentración de la propiedad en España es moderada en comparación con algunos países europeos similares. El mayor accionista posee más de la mitad del capital social en un tercio de todas las empresas cotizadas, en comparación con más de la mitad en Italia y el 38% en Alemania. Las economías con mayor intensidad en el mercado de capitales, como Suecia y los Países Bajos, presentan niveles mucho más bajos (Figura 4.15, Panel A).

El mayor accionista más común es una persona estratégica. Esto ocurre en el 49% de las empresas. En estas empresas, el mayor inversor posee un promedio del 38% del capital total. Una corporación es el mayor accionista en el 33% de las empresas, con un promedio del 42% del capital. Le siguen los inversores institucionales (15% de las empresas, con un promedio del 31% del capital) y el sector público (3% de las empresas, con un promedio del 19% del capital) (Figura 4.15, Paneles B y C).

Figura 4.15. Concentración de la propiedad, finales de 2023



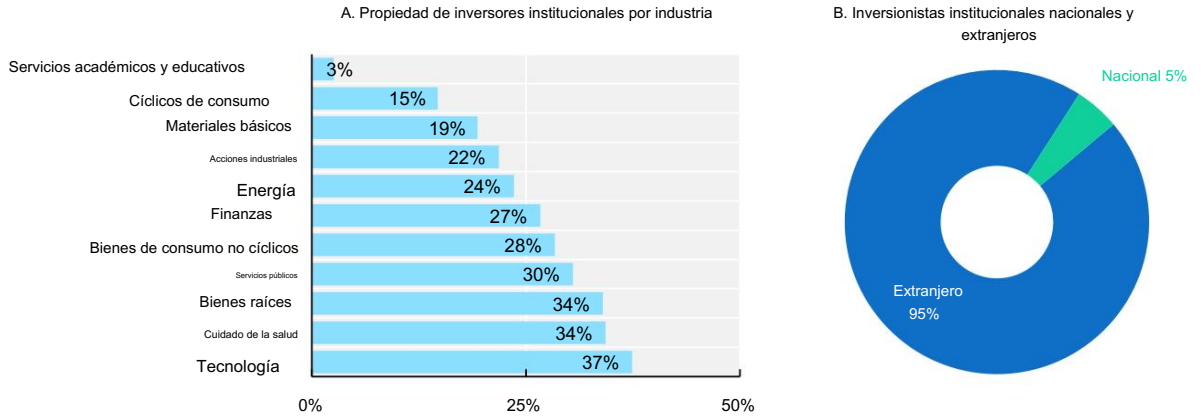
Nota: El Panel C muestra la participación accionaria promedio del mayor inversor individual, según su categoría. Por ejemplo, en el 49 % de las empresas donde una persona estratégica es el mayor accionista, la participación accionaria promedio de dicha persona es del 38 %.

Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE, FactSet, Thomson Reuters, Bloomberg; véase el Anexo A para obtener más detalles.

A nivel sectorial, la participación de los inversores institucionales varía. Los sectores con mayor concentración de inversores institucionales son los de tecnología, salud e inmobiliario (Figura 4.16, Panel A). También existe un predominio abrumador de inversores institucionales extranjeros, que representan el 95% de la inversión total de inversores institucionales en España (Figura 4.16, Panel B). Un informe de BME sobre la propiedad de acciones cotizadas españolas también lo señala, atribuyendo la baja participación institucional nacional al perfil conservador de los inversores españoles y a la creciente diversificación geográfica de las instituciones de inversión colectiva. La falta de incentivos para que los inversores institucionales nacionales apoyen a las empresas cotizadas españolas se destaca como un factor especialmente perjudicial para las pymes españolas, que tienen más dificultades para atraer inversión extranjera (BME, 2022[22]).

Machine Translated by Google

Figura 4.16. Participación de inversores institucionales en España, finales de 2023

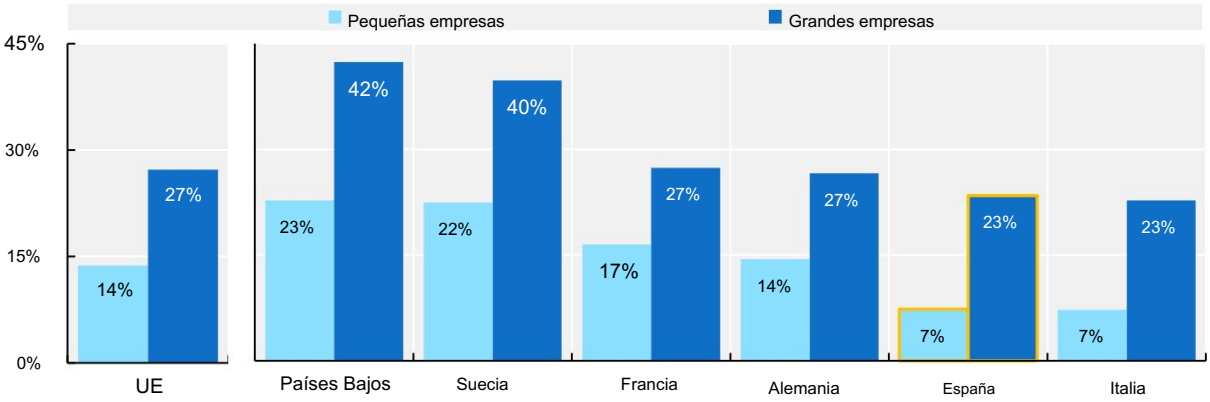


Nota: El panel A se refiere a la proporción de la capitalización de mercado total de la industria que corresponde a inversores institucionales en cada industria.

Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE, FactSet, Thomson Reuters, Bloomberg; véase el Anexo A para obtener más detalles.

En general, los inversores institucionales prefieren las grandes empresas cotizadas. España no es una excepción: la participación media de los inversores institucionales es del 23% en las grandes empresas cotizadas, frente al 7% en las pequeñas empresas cotizadas (Figura 4.17).

Figura 4.17. Propiedad de inversores institucionales en empresas cotizadas grandes y pequeñas.



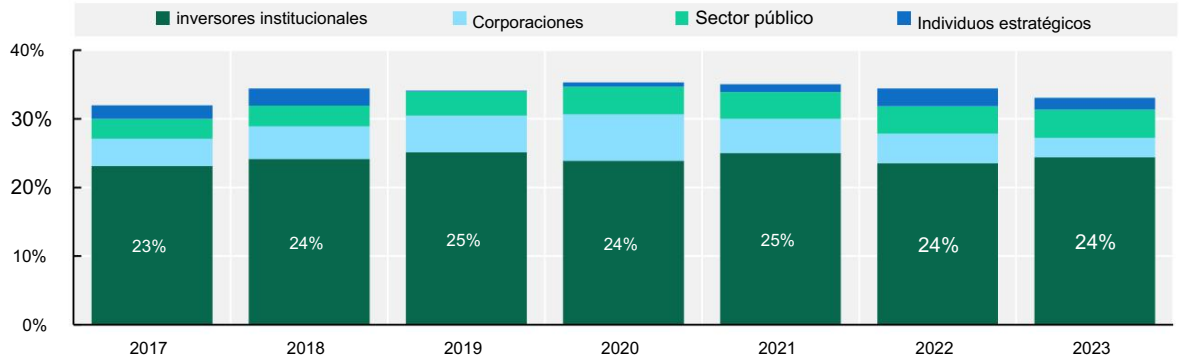
Nota: Las empresas grandes (pequeñas) son aquellas con una capitalización de mercado total superior (inferior) a la mediana de la muestra.

Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE, FactSet, Thomson Reuters, Bloomberg; véase el Anexo A para más detalles.

Los inversores institucionales son la categoría de inversores extranjeros más grande, y poseían el 24% del mercado total a finales de 2023. El sector público (4%) y las corporaciones (3%) ocupan un distante segundo y tercer lugar, seguidos por los individuos estratégicos con el 2% de las acciones cotizadas.

Machine Translated by Google

Figura 4.18. Participación de inversores extranjeros en el mercado de valores español, 2017-2023



Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE, FactSet, Thomson Reuters, Bloomberg; véase el Anexo A para obtener más detalles.

El ahorro de los hogares desempeña un papel importante en el crecimiento económico de un país, ya que constituye una fuente de financiación para la inversión interna y, por lo tanto, contribuye a la creación de nuevos empleos y al crecimiento. Un bajo nivel de ahorro de los hogares puede ser una fuente de vulnerabilidad financiera tanto para los hogares, que deben endeudarse para estabilizar el consumo ante choques externos, como para el país en general, ya que la inversión interna se vuelve más dependiente de otras fuentes de financiación.

Desde el año 2000, los activos financieros de los hogares españoles han crecido significativamente, pasando del 158% del PIB en 2000 a un máximo del 227% en 2020, tras lo cual han disminuido hasta el 190% en 2023.

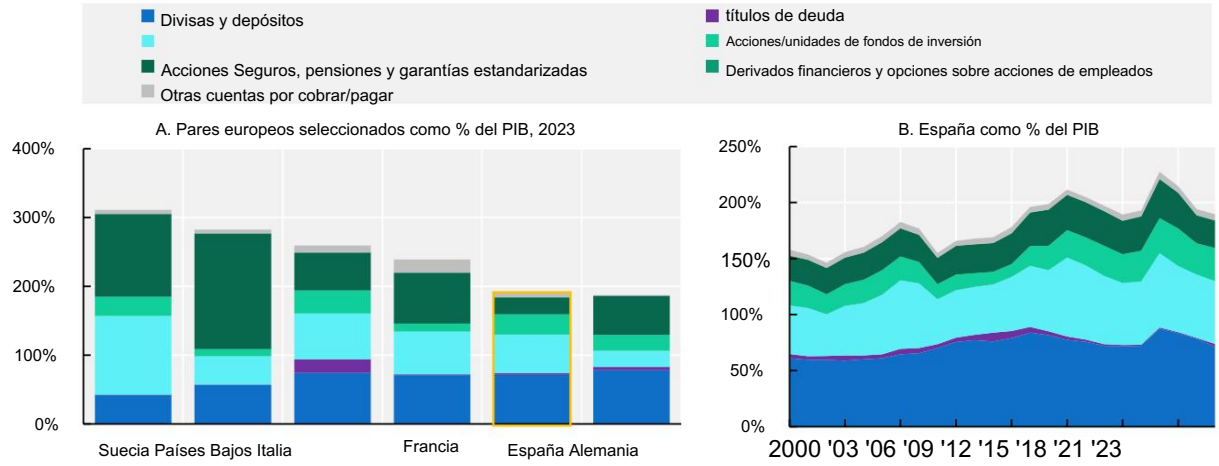
El aumento a largo plazo de los activos financieros de los hogares se debe principalmente al aumento de la liquidez y los depósitos, así como del capital. El crecimiento del ahorro no se ha distribuido de forma uniforme entre los hogares, concentrándose en el grupo de altos ingresos, que redujo drásticamente su consumo debido a las restricciones relacionadas con la pandemia, mientras que los efectos negativos sobre la renta fueron moderados (BdE, 2023[23]). En 2022, debido a las altas tasas de inflación que impulsaron un crecimiento del consumo nominal, el ahorro de los hogares disminuyó aún más. volver a los niveles prepandémicos (Figura 4.19, Panel B).

En las últimas dos décadas, los hogares aumentaron su propiedad de todos los activos financieros en relación con el PIB, con excepción de los títulos de deuda, cuyas tenencias disminuyeron del 3,7% del PIB en 2000 al 2,4% en 2023. Los activos, divisas y depósitos mostraron el mayor incremento, con 13% y 10% puntos porcentuales, respectivamente (Panel B).

A pesar del aumento significativo de los activos financieros de los hogares, en comparación con países europeos pares seleccionados, España ocupa el penúltimo lugar, después de Alemania (187%), en términos de propiedad de activos financieros en 2023. (Gráfico 4.19, Panel A). Cabe destacar también que los hogares españoles presentan una baja tenencia de seguros, pensiones y garantías estandarizadas en comparación con otros países europeos similares (Panel A).

Machine Translated by Google

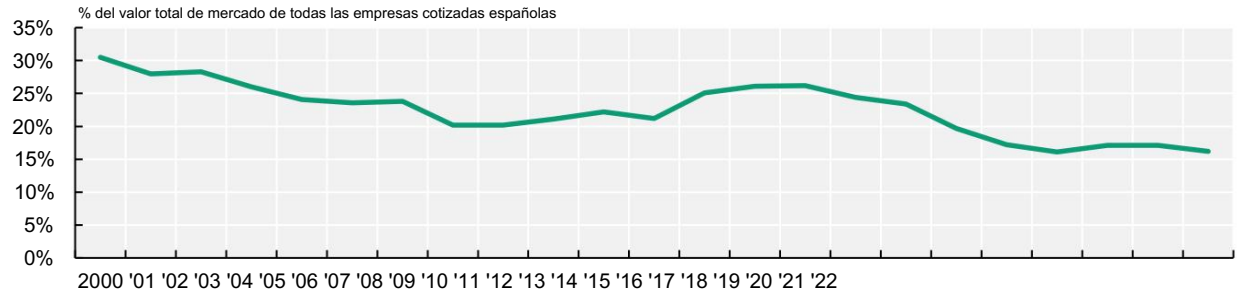
Figura 4.19. Composición de los activos financieros de los hogares



Fuente: Eurostat.

A pesar del aumento de la participación del capital en los activos financieros de los hogares, la proporción de la propiedad directa de los hogares en el valor total del mercado interno ha disminuido con el tiempo, reduciéndose aproximadamente a la mitad, pasando de más del 30 % en 2000 al 16 % en 2022 (gráfico 4.20). Esto podría haberse compensado en parte con la participación indirecta a través de fondos.

Figura 4.20 Participación de los hogares en los mercados de valores de BME



Nota: Los datos se refieren a las tenencias directas en las Bolsas de BME.
Fuente: BME.

4.10. Tributación de empresas e inversores

Esta sección ofrece una descripción general de alto nivel del marco tributario para las empresas que cotizan en bolsa y los inversores. El marco tributario debe estar diseñado para cumplir el objetivo de aumentar los ingresos gubernamentales sin obstaculizar el desarrollo de los mercados de capital.

Fiscalidad de las sociedades cotizadas

El impuesto general sobre sociedades en España es del 25%, que puede variar según el tipo de empresa y el tipo de negocio. Las empresas de nueva creación tributan al 15% tanto durante el primer año de beneficios como durante el siguiente. Sin embargo, esta reducción del tipo impositivo no se aplica a las sociedades de capital.
(empresas que no realizan actividad empresarial), ni a empresas de nueva creación que anteriormente formaban parte de grupos nacionales o internacionales, ni a empresas cuya actividad empresarial se desarrollaba con anterioridad

Machine Translated by Google

por una empresa o persona física vinculada. El impuesto reducido del 15% se aplica a las empresas de nueva creación durante el primer período impositivo en el que la empresa obtenga una base imponible positiva y durante los tres períodos siguientes, siempre que cumplan los requisitos para ser consideradas empresas de nueva creación (tal como se especifica en la Ley 28/2022, véase la nota 2). Se aplica un tipo impositivo reducido del 23% a las entidades cuyo volumen de negocios en el ejercicio anterior fue inferior a 1 millón de euros, y un tipo impositivo aumentado del 30% a las entidades bancarias y empresas pertenecientes al sector de los hidrocarburos. Otras empresas sujetas a tipos impositivos más bajos incluyen los fondos de inversión (1%), las entidades benéficas, las organizaciones sin ánimo de lucro y los fondos de pensiones (0%) y las sociedades cotizadas que invierten en el mercado inmobiliario (SOCIMI, 0%) (PwC, 2023[24]). Sin embargo, la Ley 11/2021 establece que las SOCIMI deben pagar un tipo impositivo del 15% sobre los beneficios no distribuidos derivados de las rentas que no hayan estado sujetas a ningún impuesto sobre la renta de sociedades. Esto se suma a lo establecido previamente en la Ley 11/2009 donde este tipo de sociedades están sujetas a un tipo del 19% sobre los beneficios distribuidos (mediante dividendos o participaciones en beneficios) a los accionistas cuya participación en el capital de la entidad sea igual o superior al 5%, cuando dichos dividendos estén exentos o tributen a un tipo de gravamen inferior al 10% a favor de los accionistas.

Las principales desgravaciones fiscales que se ofrecen a las empresas en España son las exenciones/deducciones fiscales para evitar la doble imposición interna e internacional, los créditos fiscales para investigación y desarrollo y los créditos fiscales para innovación tecnológica (PwC, 2023[25]).

Mientras que las empresas residentes tributan por sus rentas mundiales, los establecimientos permanentes en España de empresas extranjeras tributan el impuesto sobre la renta de no residentes (IRNR) del 25% únicamente sobre las rentas que puedan atribuirse al establecimiento en España. El IRNR también grava a las empresas extranjeras no establecidas que obtienen rentas en España (PwC, 2023[24]).

4.10.1. Tributación de los inversores

Los inversores están sujetos a tres tipos diferentes de impuestos relacionados con la inversión en el mercado de valores: impuestos sobre las ganancias de capital, impuestos sobre los ingresos por dividendos e impuestos sobre las transacciones financieras.

En España, las ganancias de capital se incluyen en la renta del ahorro y tributan a los tipos progresivos correspondientes del IRPF, del 19% al 28%.² Las ganancias de capital obtenidas en España por no residentes sin establecimiento permanente tributan a un tipo del 19% cuando se generan por la transmisión de activos (PwC, 2023[24]). También existe un régimen fiscal transitorio para las transmisiones de activos o derechos que no se destinen al ejercicio de una actividad empresarial y que se adquirieron inicialmente antes del 31 de diciembre de 1994 (PwC, 2024[26]).

Los dividendos y otras rentas generadas por la participación en empresas, similares a las ganancias de capital, se incluyen en el IRPF y tributan entre el 19% y el 28%, dependiendo del nivel de ingresos. Las rentas por dividendos obtenidas por personas no residentes en España sin establecimiento permanente tributan mediante retención a cuenta española a un tipo fijo del 19% (PwC, 2023[24]). Si bien el tipo de retención es del 19%, España cuenta con una de las redes más extensas de convenios para evitar la doble imposición, que reduce o elimina el tipo de retención español sobre ganancias de capital y dividendos.

Los impuestos a las transacciones financieras han estado en la agenda regulatoria desde la crisis financiera mundial como instrumentos para abordar la inestabilidad de los mercados financieros y como fuente de ingresos fiscales. En 2013, la Comisión Europea presentó una propuesta para introducir un impuesto mínimo del 0,1 % sobre las transacciones en todo tipo de instrumentos financieros realizadas por once países miembros, reflejando el alcance y los objetivos de la propuesta de Impuesto a las Transacciones Financieras a nivel de la UE de 2011. Desde entonces, numerosos países europeos y no europeos han introducido estos impuestos. Los impuestos a las transacciones financieras difieren entre los países que los adoptan en tres dimensiones: tipo impositivo, transacciones sujetas al impuesto y personas sujetas al impuesto.

En octubre de 2020, el Parlamento español aprobó la Ley del Impuesto sobre las Transacciones Financieras (ITF), que entró en vigor el 16 de enero de 2021. El impuesto se aplica a la adquisición de acciones de empresas españolas que cotizan en un mercado regulado español o de otro país, con una capitalización bursátil de al menos 1.000 millones de euros. El Ministerio de Hacienda publica la lista de empresas a las que se aplica el impuesto antes del 31 de diciembre de 2021.

Machine Translated by Google

Cada año. Además de las acciones, el impuesto se aplica a cualquier adquisición de certificados de depósito que representen la misma acción, así como a cualquier adquisición derivada del canje o conversión de bonos. La Ley del ITF enumera varias transacciones exentas del impuesto, entre ellas la adquisición de acciones en el mercado primario, la adquisición de acciones del Tesoro, la adquisición de acciones entre entidades pertenecientes al mismo grupo y las adquisiciones derivadas de una fusión o escisión de instituciones de inversión colectiva. El comprador soporta el impuesto, cuyo tipo se fija en el 0,2 % del importe total pagado, excluyendo los costes de transacción, las comisiones del intermediario y cualquier otro gasto relacionado con el coste de adquisición (Clifford Chance, 2020[27]).

En cuanto a países similares, en agosto de 2012 Francia introdujo el Impuesto sobre las Transacciones Financieras, estableciendo un tipo impositivo del 0,3 % para las operaciones con acciones cotizadas francesas con una capitalización bursátil superior a 1000 millones de euros y del 0,01 % para las operaciones de alta frecuencia. Las operaciones contempladas también incluyen swaps de incumplimiento crediticio (CDS) contra deuda soberana de la UE y ciertas operaciones corporativas. El contribuyente suele ser el proveedor de servicios de inversión del lado comprador de la operación, el corredor que ejecuta la orden de compra o el custodio que mantiene las acciones para el comprador (BNY Mellon, 2018[28]).

El Impuesto sobre Transacciones Financieras italiano, adoptado en 2013, grava la transmisión de acciones e instrumentos financieros participativos emitidos por empresas residentes en Italia, así como los derivados cuyo valor subyacente supere el 50 % en acciones o valores de acciones italianas, incluyendo opciones, warrants, warrants cubiertos y certificados. El impuesto también se aplica a las operaciones de alta frecuencia. La legislación establece tres tipos impositivos: 0,1 % para las operaciones en un mercado cualificado, 0,02 % para las operaciones de alta frecuencia y 0,2 % para las demás operaciones.
En el caso de acciones de capital, el impuesto debe ser soportado por el comprador, mientras que en el caso de derivados de capital, es compartido por ambas partes (Clifford Chance, 2013[29]).

Los demás países europeos similares seleccionados, a saber, Alemania, Países Bajos y Suecia, no cuentan con ITF vigentes. Suecia implementó un ITF entre 1984 y 1991 que solo abarcaba las transacciones intermediadas por intermediarios suecos, con una migración observada de operaciones fuera del país.
(Umlauf, 1993[30]).

Referencias

Banco de España (2023), Iberclear, https://www.bde.es/wbe/en/areas-actuacion/sistemas-pago/sistemas-liquidacion-compensacion-valores/iberclear/ (consultado el 23 de noviembre de 2023). [7]

BdE (2023), Evolución del ahorro en España desde la pandemia, https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/29781/2/IIPP-2023-02-01-delgado-es.pdf. [23]

BME (2023), Sobre IBERCLEAR, https://www.iberclear.es/ing/Quienes-somos/Sobre-Iberclear. [5]

BME (2023), Acerca de Latibex, https://www.latibex.com/esp/Acerca-De-Latibex/Informacion-General. [17]

BME (2023), Sistema ARCO, https://www.iberclear.es/ing/Who-we-are/ARCO-System (consultado el 23 de abril de 2023). el 23 de noviembre de 2023). [6]

BME (2023), BME lanza BME Scaleup, la bolsa para scale-ups, https://www.bmegrowth.es/ing/BME-Growth/NotasPrensa/20230706/nota_20230706_2/BME_lanza_BME_Scale__the_exchange_for_ge_para_ampliaciones.aspx. [10]

BME (2023), BME Scaleup, https://www.bolsasymercados.es/bme-Bolsa/es/Listado/Renta variable/BME-Scaleup. [11]

Machine Translated by Google

BME (2023), Cómo unirse, https://www.bmegrowth.es/ing/BME-Growth/How-to-unirse.aspx#ss_requirements. [15]

BME (2023), Informe de Mercado 2023, https://www.bolsasymercados.es/docs/infmercado/2023/esp/Informe-Mercado-BME-2023.pdf. [1]

BME (2023), Requisitos y procedimiento de admisión a cotización, https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/es/Cotización/Renta Variable/BME-Scaleup-Requisitos-Y-Procedimientos-De-Admisión-A-Cotización. [16]

BME (2023), Descripción del modelo de mercado, https://www.bolsasymercados.es/MTF_Equity/docs/docsSubidos/SICAVS/Market_model_BME_MTF_Patrimonio.pdf. [12]

BME (2023), Estructura y organización de los mercados españoles, https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Investigacion/Estructura-del-Mercado-de-Valores-Espanol. [8]

BME (2022), Guía para cotizar en bolsa, https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/docs/docsSubidos/Listado/Guia-Como-cotizar-BME-Exchange.pdf. [9]

BME (2022), Informe BME sobre la propiedad de las acciones cotizadas españolas, https://www.bolsasymercados.es/docs/BME/docsSubidos/Informe-De-Propiedad-De-Valores-Espanoles-Cotizados.pdf. [22]

BME (2020), MAB se convierte en BME Growth, https://www.bolsasymercados.es/ing/Media/Press-Versión/20200903/nota_20200903_2/MAB_pasa_a_BME_Growth. [2]

BNY Mellon (2018), Una visión global de los impuestos a las transacciones financieras (ITF), https://www.bnymellon.com/content/dam/bnymellon/documents/pdf/emea/global-view-of-financial-transaction-taxes.pdf.coredownload.pdf. [28]

Clifford Chance (2020), Impuesto sobre las Transacciones Financieras en España, https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2020/10/Spanish-Financial-Transactions-Tax-FTT.pdf. [27]

Clifford Chance (2013), Hoja informativa sobre el impuesto a las transacciones financieras en Italia, https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2013/01/la-hoja-de-factsheet-del-impuesto-a-las-transacciones-financieras-italianas.pdf. [29]

CNMV (2023), Funciones de la CNMV, https://www.cnmv.es/portal/quees/Funciones/Funciones.aspx?lang=es (consultado el 23 de noviembre de 2023). [4]

CNMV (2022), Nuevo sistema multilateral de negociación de carteras de bolsa, https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7bb63ec59c-03e0-4424-809e-4cec993753f5%7d. [14]

CNMV (2019), Nuevo sistema multilateral de negociación en España, https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7Ba4a22b33-6fa0-43d4-8678-aea0fe28eb3f%7D. [13]

De La Cruz, A., A. Medina y Y. Tang (2019), "Propietarios de las empresas que cotizan en bolsa en el mundo", Serie de mercados de capitales de la OCDE, París, http://www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm. [21]

Machine Translated by Google

FMI (2016), Liquidez del mercado bursátil en Chile, http://www.imf.org/es/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Liquidez-del-mercado-bursátil-en-Chile-44405. [20]

Cartera de Bolsa (2023), Folleto de Tarifas, https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?e=ysEkNonry2ynRktxmn6%2Fg%2FIF7 1VpOYbB8%2BHnd3PZlcYmm%2B55B77Y%2Fq4xE3y7RAPB. [19]

Bolsa de Valores de Cartera (2023), Cartera, https://portfolio.exchange/docs/Portfolio-Reglamento_Reglamento_VF28072023_firmado.pdf. [18]

PwC (2024), Ganancias de capital, https://taxsummaries.pwc.com/spain/individual/income-determinación#:~:texto=Un régimen fiscal transitorio puede ser adquirido antes del 31 de mayo %20Diciembre%201994. [26]

PwC (2023), Resúmenes Fiscales, España: Corporativo - Créditos e incentivos fiscales, https://taxsummaries.pwc.com/spain/corporate/tax-credits-and-incentives. [25]

PwC (2023), Resúmenes fiscales mundiales: España, https://taxsummaries.pwc.com/spain/. [24]

Ley 24/1988 del Mercado de Valores (1988), Parlamento Español, https://www.cnmv.es/docportal/legislacion/leymercado/LMV_May2012_ES.pdf. [3]

Umlauf, S. (1993), “Impuestos a las transacciones y el comportamiento del mercado bursátil sueco”, Journal of Financial Economics, vol. 33/2, págs. 227-240, https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90005-V. [30]

Notas

1 La tasa de rotación del mercado de valores se define como el volumen anual negociado sobre la capitalización total del mercado.

Los tipos impositivos progresivos del impuesto sobre la renta de las personas físicas son del 19% para los primeros 6.000 EUR de ingresos, del 21% para los ingresos de 6.000 a 50.000 EUR, del 23% para los ingresos de 50.000 a 200.000 EUR, del 27% para los ingresos de 200.000 a 300.000 EUR y del 28% para los ingresos restantes superiores a 300.000 EUR .

Machine Translated by Google

Machine Translated by Google

5 El mercado de bonos corporativos español

Este capítulo ofrece una visión general de las tendencias clave en los mercados de bonos corporativos españoles, como la estructura de vencimientos, la composición monetaria y el mercado de cotización. También ofrece comparaciones internacionales con países europeos de referencia seleccionados. Además, ofrece una visión general de los inversores en bonos corporativos no financieros y su tributación en España.

Machine Translated by Google

5.1. Introducción

Los mercados de bonos corporativos se han convertido en una fuente de financiación cada vez más importante para las empresas no financieras de todo el mundo durante los últimos quince años. Estos mercados proporcionaron una financiación significativa a estas empresas cuando los bancos endurecieron las condiciones crediticias tras la crisis financiera mundial de 2008 y durante la contracción del mercado en 2020, durante la pandemia de COVID-19. Durante estos dos períodos, muchas empresas de todo el mundo pudieron recurrir al mercado de bonos corporativos para refinanciar su deuda existente, obtener financiación adicional y crear un colchón financiero para superar la recesión económica, o utilizar inmediatamente los fondos para cumplir con sus obligaciones con empleados, proveedores y clientes. Al mismo tiempo, dado que los bonos corporativos suelen permitir al prestatario emitir deuda con vencimientos más largos en comparación con los préstamos bancarios, también son adecuados para financiar inversiones a largo plazo que requieren capital paciente.

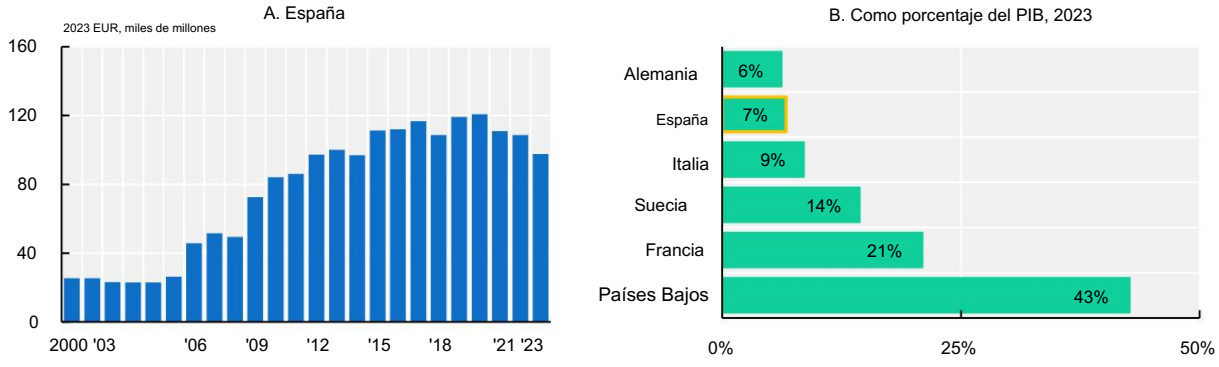
Este capítulo ofrece una visión general de las tendencias clave en los mercados de bonos corporativos españoles, como la estructura de vencimientos, la composición por divisas y el mercado de cotización. También ofrece comparaciones internacionales con países europeos de referencia seleccionados y con la UE en su conjunto. Además, ofrece una visión general de los inversores en bonos corporativos no financieros, bonos sostenibles y su tributación en España. Finalmente, ofrece un resumen de los segmentos del mercado de bonos corporativos cotizados, concretamente el mercado regulado de renta fija (AIAF) y el mercado alternativo de renta fija (MARF).

5.2. Tendencias en los mercados de bonos corporativos

En las últimas dos décadas, el uso global de bonos corporativos ha aumentado significativamente, especialmente entre las empresas no financieras, y España no es una excepción a esta tendencia. En el año 2000, el valor en circulación de bonos corporativos no financieros en España era de 25 000 millones de euros. Esta cantidad había aumentado hasta los 121 000 millones de euros en 2020. A finales de 2023, el valor en circulación de estos bonos había descendido hasta los 98 000 millones de euros, el nivel más bajo desde 2014 (Gráfico 5.1, Panel A). Además, en 2023, los bonos corporativos no financieros en España representaron el 7 % del PIB, una cifra sustancialmente inferior a la de la mayoría de países de nuestro entorno, como Países Bajos (43 %), Francia (21 %) y Suecia (14 %) (Gráfico 5.1, Panel B).

Aunque el aumento del uso de bonos no financieros en España ha sido significativo, las empresas financieras siguen dominando el mercado. Entre 2012 y 2023, las empresas no financieras representaron una media del 23% del total de bonos en circulación. Si bien esto representa un aumento con respecto al 11% registrado entre 2000 y 2011, sigue siendo una proporción pequeña en comparación con la media del 34% en la UE durante el mismo período (2012-2023).
2023).

Figura 5.1. Montos en circulación de bonos corporativos no financieros



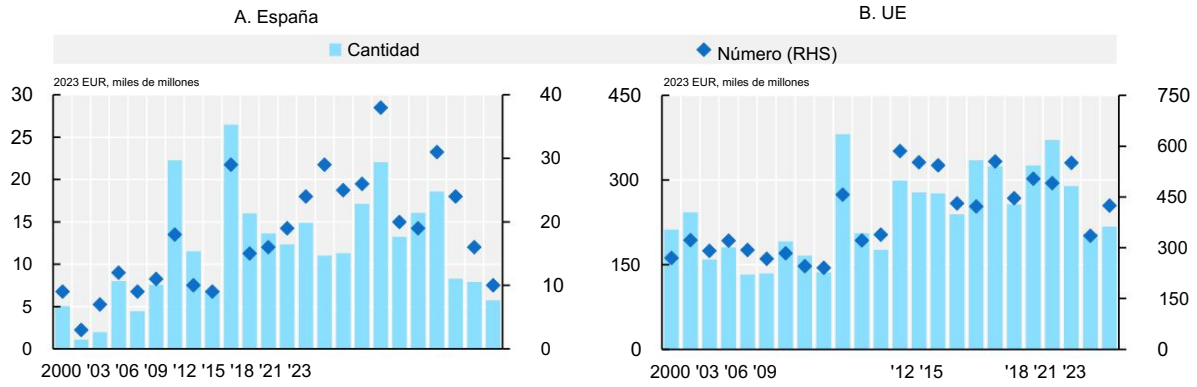
Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE; véase el Anexo A para obtener más detalles.

Machine Translated by Google

En España, la emisión de bonos corporativos no financieros alcanzó su máximo en 2009, recaudando un total de 26 000 millones de euros en términos de 2023. El volumen de emisión de bonos corporativos después de 2009 se ha mantenido, en general, por encima de las cifras anteriores a la crisis financiera de 2008, pero ha fluctuado significativamente sin mostrar una tendencia clara. Si bien el número de emisiones anuales aumentó en general hasta 2016, lo que indica la entrada de nuevos actores de menor tamaño en el mercado, esta tendencia al alza no se mantuvo. En 2023, solo se produjeron 10 emisiones en el mercado español, el nivel más bajo desde 2008 (Figura 5.2, Panel A).

El importe emitido mediante bonos corporativos no financieros también ha aumentado en la UE en términos agregados, especialmente desde la crisis financiera mundial. Entre 2000 y 2011, las empresas no financieras de la UE emitieron una media de 193 000 millones de euros anuales, cifra que ascendió a 285 000 millones de euros entre 2012 y 2023.
De manera similar, el número promedio de emisiones por año aumentó de 305 durante el período 2000-2011 a 487 en los 12 años siguientes.

Figura 5.2. Emisiones de bonos corporativos no financieros



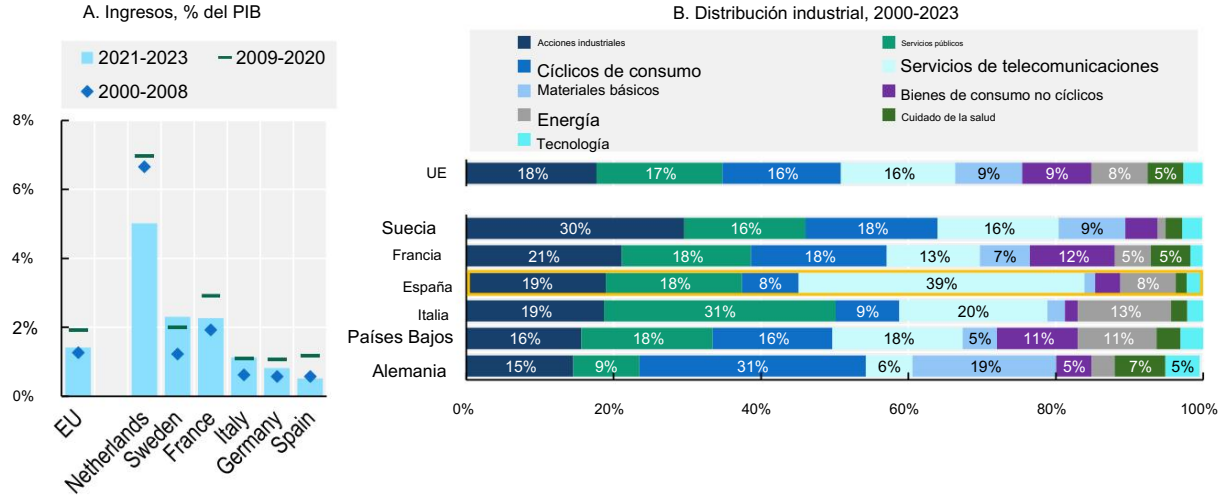
Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE; véase el Anexo A para obtener más detalles.

En las dos últimas décadas, con la excepción de 2006, el volumen de bonos corporativos emitidos por empresas no financieras en España en relación con el PIB se ha mantenido consistentemente por debajo de la media de la UE. En concreto, durante los periodos 2000-2008 y 2009-2020, la financiación captada por las empresas españolas representó una media anual del 0,6% y el 1,2% del PIB, respectivamente. Estas cifras son mucho menores que las de la mayoría de sus homólogos, en particular Francia, Países Bajos y Suecia. Además, entre 2021 y 2023, los ingresos por bonos de España representaron tan solo el 0,6% de su PIB, la proporción más baja entre sus homólogos europeos (Gráfico 5.3, Panel A).

En cuanto a la distribución sectorial de la actividad de bonos corporativos, se observan algunos patrones comunes entre países. Cabe destacar que, entre 2000 y 2023, más del 40 % de los fondos captados tanto en la UE como en los países homólogos utilizados en el análisis provienen de tres sectores: industrial, servicios públicos y consumo cíclico.
No obstante, también existen algunas diferencias. En España, destaca el sector de servicios de telecomunicaciones , que aportó el 39 % de los ingresos totales, una proporción mayor que en países de nuestro entorno. Por otro lado, en España, la financiación captada por los sectores de consumo no cíclico, salud y materiales básicos representó el 3,5 %, el 1,5 % y el 1,5 %, respectivamente. Estas cifras son muy inferiores a las de la UE y a las de la mayoría de los países de nuestro entorno (Figura 5.3, Panel B).

Machine Translated by Google

Figura 5.3. Bonos corporativos emitidos por empresas no financieras en España y países europeos seleccionados.



Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE; véase el Anexo A para obtener más detalles.

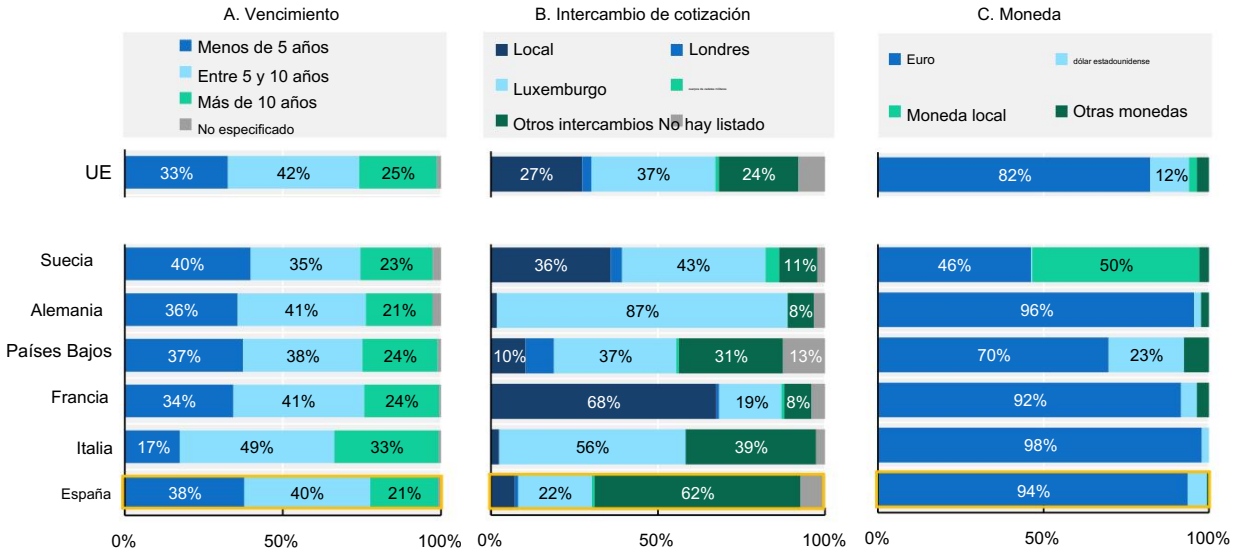
Una de las principales ventajas de los bonos corporativos es que pueden ofrecer al emisor vencimientos más largos que otros tipos de financiación de deuda. Está documentado que los bonos corporativos tienen un vencimiento aproximadamente 4-5 años más largo que los préstamos sindicados en países desarrollados y 1-2 años más largo en países en desarrollo (Cortina-Lorente, JJ, T. Didier y SL Schmukler, 2016[1]). Durante los últimos cinco años, el 47% del volumen emitido por empresas de la UE tenía un vencimiento entre cinco y diez años. En España, este porcentaje fue del 54%, mientras que los bonos con un vencimiento inferior a cinco años representan solo el 14% del total. Esto representa la proporción más baja entre sus pares europeos. Ha habido una tendencia hacia el aumento de los vencimientos a lo largo del tiempo. Por ejemplo, entre 2000 y 2011, el volumen de emisiones españolas con un vencimiento inferior a 5 años promedió el 38%, mientras que en el período 2012-2023 esta cifra se situó en el 16%. Esto ha venido acompañado de un aumento en la proporción de los ingresos provenientes de bonos corporativos con un vencimiento de entre cinco y diez años, así como de aquellos con un vencimiento superior a diez años (Gráfico 5.4, Panel A). Entre los mismos dos períodos, el vencimiento promedio ponderado por valor ha aumentado de 7,1 a 8,5 años.

En cuanto a la bolsa donde cotizan los bonos, solo el 7% de los fondos captados por empresas españolas en los últimos cinco años corresponden a bonos cotizados en una bolsa local, una cifra considerablemente inferior a la media de la UE (27%) y a la de países comparables como Suecia y Francia. El principal lugar de cotización de bonos de empresas de la UE es Luxemburgo, con un 37% del total. En España, este porcentaje es menor, representando el 22%. Por el contrario, España presenta una mayor proporción de cotizaciones en bolsas distintas a las de Londres, Luxemburgo y las bolsas locales, representando el 62% del volumen de bonos emitidos en el país desde 2019. Entre estos, los mercados más comunes donde las empresas españolas emiten bonos corporativos son Dublín, Nueva York y Fráncfort (Figura 5.4, Panel B).

El volumen de bonos emitidos en euros en España durante los últimos cinco años representa el 94% del total. En otros países de nuestro entorno (excluyendo Suecia, donde la mayoría de las emisiones se realizan en moneda local), el euro también es la moneda de emisión predominante. Las emisiones en monedas distintas del dólar estadounidense y el euro representan un porcentaje muy pequeño en los países analizados. Sin embargo, España destaca como uno de los... los países con menor participación de dichas emisiones, representando apenas el 0,6% del total.

Machine Translated by Google

Figura 5.4. Características de los bonos corporativos según ingresos totales, 2019-23



Fuente: Conjunto de datos de la serie de mercados de capitales de la OCDE; véase el Anexo A para obtener más detalles.

5.3. Inversores en bonos corporativos no financieros

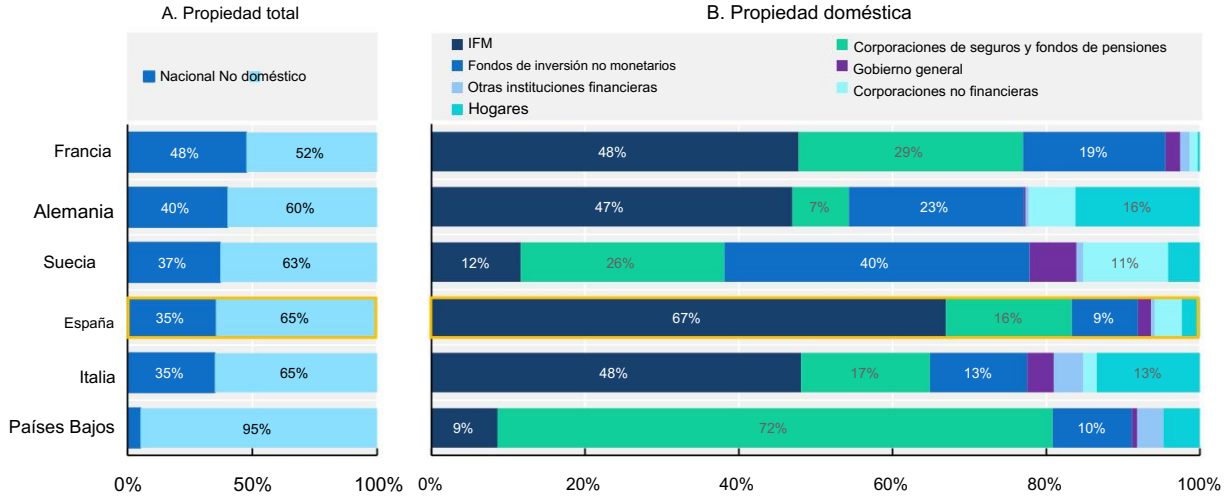
La entrada de nuevos actores en el mercado europeo de bonos también ha influido en la composición de los inversores. Por ejemplo, los bancos tradicionales suelen adquirir una parte significativa de los bonos emitidos por emisores pequeños y sin calificación crediticia, características comúnmente asociadas a los nuevos participantes. Por otro lado, los bancos centrales, los fondos de pensiones y las aseguradoras invierten una mayor proporción en empresas de mayor tamaño (BCE, 2022[2]).

En España y países similares, menos de la mitad de la inversión en bonos corporativos corresponde a inversores nacionales (Figura 5.5, Panel A). Los Países Bajos destacan por la limitada participación de los inversores nacionales, representando solo el 5% del total. Las participaciones en otros países son relativamente comparables, oscilando entre el 35% y el 48%. No obstante, un análisis más detallado de la propiedad nacional de bonos corporativos emitidos por empresas no financieras revela diferencias regionales significativas. Las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) son las propietarias predominantes en varios de los países considerados. Sin embargo, en España, su participación en la propiedad supera a la de sus homólogos europeos, situándose en el 67% del total (Figura 5.5, Panel B). Esto pone de manifiesto que, si bien los bonos corporativos suelen considerarse una alternativa a las fuentes de financiación convencionales, como la financiación bancaria, la dependencia de las IFM españolas

La participación de las empresas en las instituciones financieras también es visible en el mercado de bonos. Las compañías de seguros y los fondos de pensiones no invierten en bonos corporativos nacionales como en países similares como Francia, Suecia y los Países Bajos. Además, la participación de los hogares en España es menor que en la mayoría de sus homólogos europeos y representa tan solo el 2,3% del volumen total de inversión en manos de inversores nacionales.

Machine Translated by Google

Figura 5.5. Tenencia de bonos corporativos no financieros en circulación, 4T-2023



Fuente: Cuentas Sectoriales del BCE.

5.4. Segmentos de mercado para la cotización de bonos corporativos en España

En España, existen dos segmentos donde pueden cotizar bonos corporativos, ambos operados por BME. AIAF es el único mercado regulado de renta fija del país. Además de deuda privada, este mercado también negocia deuda pública emitida por el Estado, así como por las administraciones autonómicas y locales. Asimismo, desde 2013, existe un mercado alternativo de renta fija, el MARF. Este mercado se dirige específicamente a entidades de mediana capitalización que no suelen cotizar en los mercados de renta variable, y se caracteriza por ofrecer requisitos más flexibles y procedimientos de emisión más sencillos que el mercado regulado estándar.

Un folleto para la emisión y negociación de valores de deuda en mercados regulados es también uno de los requisitos más importantes. Dicho documento debe ser elaborado por el emisor y publicado antes de comenzar a vender valores al público o admitirlos a cotización. Los valores emitidos mediante ofertas privadas (por ejemplo, a inversores cualificados, a menos de 150 inversores o cuando el valor unitario de los valores sea de al menos 100.000 EUR) no están obligados a publicar un folleto. El folleto debe ser aprobado por la CNMV antes de su publicación. Por lo tanto, los valores de renta fija que deseen cotizar y negociarse en AIAF deben publicar un folleto. Sin embargo, cuando no se requiere la aprobación de un folleto por la CNMV u otra autoridad, normalmente se requieren estados financieros e informes anuales auditados que cubran los dos últimos años (BME, 2018[3]) (BME, 2019[4]).

Machine Translated by Google

Tabla 5.1. Requisitos y tarifas de admisión y post-listado de AIAF

Requisitos principales de admisión	
Características del emisor	El emisor deberá haberse constituido de conformidad con las disposiciones legales aplicables.
Características de los valores	Los valores deberán ser emitidos por entidades públicas o privadas, españolas o extranjeras, y no podrán estar sujetos a restricciones legales o reglamentarias que impidan su libre negociación y transmisibilidad.
	Los bonos y otros valores que reconocen o crean deuda son valores que pueden cotizarse en la AIAF.
	Los valores deberán estar registrados en un depositario central de valores y representados mediante anotaciones en cuenta.
	Cualquier valor negociable ya admitido a negociación en otro mercado regulado de la Unión Europea, a solicitud de una entidad distinta del emisor, podrá ser admitido a negociación en el AIAF sin necesidad de consentimiento del emisor.
Documentación. El emisor debe presentar una solicitud por escrito para la admisión a negociación de valores, acreditando el cumplimiento de todas las disposiciones legales aplicables a la admisión a negociación de valores negociables. La Circular 1/2023 contiene un modelo de solicitud de admisión y una lista de la documentación requerida.	
	El emisor deberá acreditar que se ha constituido de conformidad con las disposiciones legales aplicables.
	Documentación que acredite que el emisor está válidamente constituido, incluyendo que: el emisor está válidamente constituido, de conformidad con las normas del país donde tiene su domicilio; el emisor está operando de conformidad con su escritura pública de constitución y estatutos o documentos equivalentes; los tenedores de los valores admitidos, que sean fungibles entre sí, reciben el mismo tratamiento respecto de todos los derechos inherentes a esos valores.
	Requisitos de idoneidad relativos a los valores: que el importe total de los valores sea al menos de 200.000 euros (calculado, cuando exista, como valor nominal de la emisión, salvo que los valores de la misma clase ya estén admitidos a negociación, en cuyo caso se referirá a todo el programa); estar representados mediante anotaciones en cuenta; ser libremente negociables.
	Cuando no se requiere la aprobación de un folleto por la CNMV u otra autoridad, entonces se requieren estados financieros e informes anuales auditados que cubran los dos últimos años (con algunas excepciones).
	El Mercado AIAF podrá solicitar al emisor documentación adicional, incluyendo opiniones legales independientes sobre aspectos relevantes de la emisión o del emisor, cuando sea necesario para llevar a cabo la verificación de los requisitos de admisión.
Cumplir con las normas y obligaciones vigentes y notificar cualquier cambio en la información contenida en la documentación presentada.	
Obligaciones de transparencia comercial.	
El informe anual y el informe de auditoría deben incluir las cuentas anuales auditadas y el informe de gestión, con algunas excepciones.	
Informes financieros semestrales relativos a los seis primeros meses del año, que incluyen las cuentas anuales resumidas, un informe de gestión intermedio y la declaración de responsabilidad sobre su contenido, con algunas excepciones.	

Fuente: BME (2019[4]), Reglamento AIAF, https://www.bolsasymercados.es/bme- exchange/docs/regula/RF/ing/circulares/2019/Reglamento_Renta_Fija-_AIAF-_Reglamento.pd; (2023[5]), Circular 1/2023, https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/docs/regula/RF/esp/circulares/2023/Circular-1_2023-sobre-admision-y-exclusion-de-valores-en-el-Mercado-AIAF.pdf .

Machine Translated by Google

Tabla 5.2. Tarifas de la AIAF

		Honorarios		
Cuotas anuales para miembros del mercado*	6.500 euros			
Problema a corto plazo (pagarés y similares)	Tramitación y registro de programas de emisión a corto plazo prospectos	0,05 EUR por mil del volumen máximo del programa (entre 2.500 y 55.000 EUR)		
	Registro en el sistema comercial	0,01 EUR por mil por pago (máximo de 55 000 EUR)		
Prospecto del programa de emisión a medio y largo plazo	Tramitación del documento de solicitud de prospecto	2.500 EUR (pago único)		
	Para cada actualización, ampliación o modificación del prospecto del programa	2 000 euros		
	Registro y control	0,05 EUR por mil del volumen máximo del prospecto del programa (entre 6.000 y 25.000 EUR)		
	Para los pagos, registro y mantenimiento de cada ISIN (código que identifica la emisión) o tramo de negociación	0,01 EUR por mil (500-1 000 EUR)		
	Mantenimiento	De	A	Por año
		1 euro	50 000 000 euros	200 euros (200-2 000)
		500 00 001 euros	100 000 000 EUR 250 EUR (250-2 500)	
		100 000 001 EUR 500 000 000 EUR 500 EUR (500-5 000)		
		500 000 001 EUR y en adelante		600 euros (600-6 000)
Cuestiones individuales / puesta en seguridad	Tramitación del documento de administración para cada ISIN/tramo	400 euros		
	Registro de cada ISIN/tramo en el sistema de negociación	0,01 EUR por mil (2 500-10 000 EUR)		
	Mantenimiento	De	A	Por año
		1 euro	50 000 000 euros	200 euros (1 000-4 000)
		50 000 001 euros	100 000 000 EUR 250 EUR (1 250-5 000)	
		100 000 001 EUR 500 000 000 EUR 500 EUR (2 500-10 000)		
		500 000 001 euros	y después de eso	600 euros (3 000-12 000)

Nota: * Reducción del 50% para creadores de mercado en al menos cinco activos y reducción del 100% para creadores de mercado en al menos quince activos.

Fuente: BME (2018[3]), Circular 2/2018, https://www.bolsasymercados.es/bme- exchange/docs/regula/RF/ing/circulares/2018/Circular_2_2018_OF_21_Dec__sobre_Tarifas_Mercados_de_Renta_Fija.pdf.

En general, al estar dirigido únicamente a inversores cualificados, los requisitos de admisión a cotización en el MARF son menos estrictos, lo que permite una mayor flexibilidad. El importe mínimo de emisión permitido en el MARF es la mitad que el del AIAIF, lo que permite a los emisores más pequeños acceder a financiación mediante bonos corporativos. Los requisitos de admisión al MARF, los requisitos posteriores a la cotización y las comisiones se establecen reglamentariamente y se resumen en la Tabla 5.3 (BME, 2022[6]; BME, 2018[7]).

Machine Translated by Google

Tabla 5.3. Requisitos y tarifas de admisión y post-listado del MARF

Requisitos principales de admisión		
Características del emisor	Instituciones que buscan un canal único o alternativo a los mercados regulados.	
	Debe designar un asesor registrado (que garantice que el emisor cumple con los requisitos para la admisión al mercado).	
Características de los valores	Debe estar dirigido únicamente a inversores calificados.	
	Importe nominal unitario de al menos 100.000 EUR (en la fecha de pago).	
	No sujeto a ninguna restricción legal o estatutaria que impida el libre comercio y la transferibilidad.	
	Registrado en un Depósito Central de Valores.	
Documentación	La admisión de valores negociables debe solicitarse por escrito. En el caso de los valores respaldados por activos, la sociedad gestora de fondos de titulización también podrá solicitar la admisión.	
	Información general sobre el emisor: Documento en el que conste la constitución y existencia continuada del emisor; sus estatutos sociales; las cuentas anuales individuales y, en su caso, las consolidadas de los dos últimos ejercicios, o si se trata de un emisor de reciente creación, las que haya presentado; para los bonos de titulización, el requisito de identificación del emisor se habrá cumplido con la escritura de constitución del fondo de titulización; para las emisiones realizadas por una sociedad que cuente con garantías de un tercero, la presentación de las cuentas anuales de la sociedad garante de los dos últimos ejercicios.	
	Según corresponda: documento en el que consten las condiciones regulatorias requeridas para la emisión y las características de los valores emitidos; documento de garantía; informe de evaluación del riesgo de crédito o de solvencia.	
	Para efectos comerciales: certificación de la lista de firmas autorizadas para la firma de los certificados posteriores; certificación complementaria de la emisión y certificado del resultado de la colocación, acreditativo del desembolso de cada emisión.	
	Para valores de renta fija: condiciones finales de cada emisión; certificado del resultado de la colocación, que acredite el desembolso de cada emisión.	
	Para determinados valores de renta fija a medio y largo plazo: certificado del resultado de la colocación, que acredite el desembolso de cada emisión.	
	Para valores respaldados por activos de un fondo de titulización de pasivos cerrado: copia autorizada de la escritura de constitución, transmisión de activos y emisión de los valores y acta de su desembolso; certificado del resultado de la colocación, que acredite el desembolso de cada emisión.	
	Para valores respaldados por activos de un fondo de titulización de pasivos abierto: copia autorizada de la escritura de constitución, transmisión de activos y emisión de los valores; términos y condiciones de cada emisión; copia autorizada de la escritura de emisión de los valores y acta de su desembolso; certificado del resultado de la colocación, que acredite el desembolso de cada emisión.	
A propósito	Presentar al mercado para su divulgación información relevante que pueda afectar la negociación de sus valores.	
Redención anticipada	Si el Emisor decide rescatar los valores antes de su vencimiento final, deberá preparar una comunicación.	

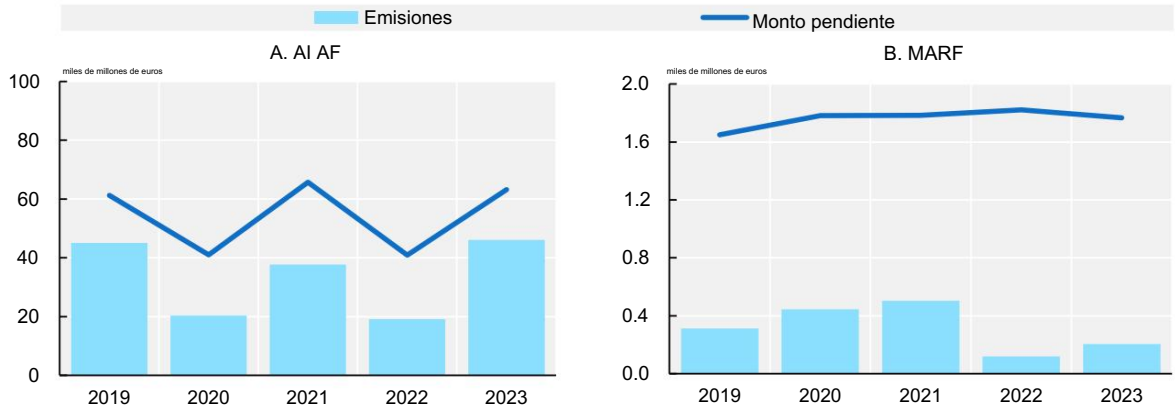
Cuota anual de mercado miembros y asesores	6.000 euros	
Tarifa por la evaluación de documentación de adición/ de eliminación de garantías	Pagaré	0,0025% del saldo vivo máximo establecido (3.000-20.000 EUR) 0,0025% del
	Emisión única distinta del pagaré	importe nominal de los valores a emitir (4.000-20.000 EUR) 0,0005% del importe
Tarifa por incorporación de valores al mercado	Vencimiento menor a 12 meses	nominal de los valores añadidos (100-20 000)
	Vencimiento igual o mayor a 12 meses	0,0025% del importe nominal de los valores añadidos (2 000-20 000) - el mínimo para desembolsos de pagarés con vencimientos de 12 meses o más será de 100 EUR

Fuente: https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/docs/regula/RF/ing/circulares/2018/Circular_2_2018_de_4_diciembre,_sobre_admisión_y_exclusión_de_Valores_i.pdf; (2022[6]). Circular 1/2022, https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/docs/regula/RF/ing/circulares/2022/MARF_Circular_on_fees_2022_v_DEF-EN.pdf .

Machine Translated by Google

En los últimos cinco años, la emisión en el mercado AIAF ha sido volátil. En 2020 y 2022, los niveles rondaron los 20 millones de euros, menos de la mitad de los importes emitidos en 2019 y 2023. El saldo vivo en este mercado ha seguido una tendencia similar. En el MARF, la emisión de bonos corporativos se ha mantenido baja, con un notable descenso desde 2022, cuando la emisión total ascendió a tan solo 119 millones de euros, aumentando moderadamente hasta los 205 millones de euros en 2023. El saldo vivo de bonos corporativos en el MARF se ha mantenido relativamente estable por debajo de los 2.000 millones de euros.

Figura 5.6. Emisión de bonos corporativos y saldos en circulación en el mercado español, 2019-23

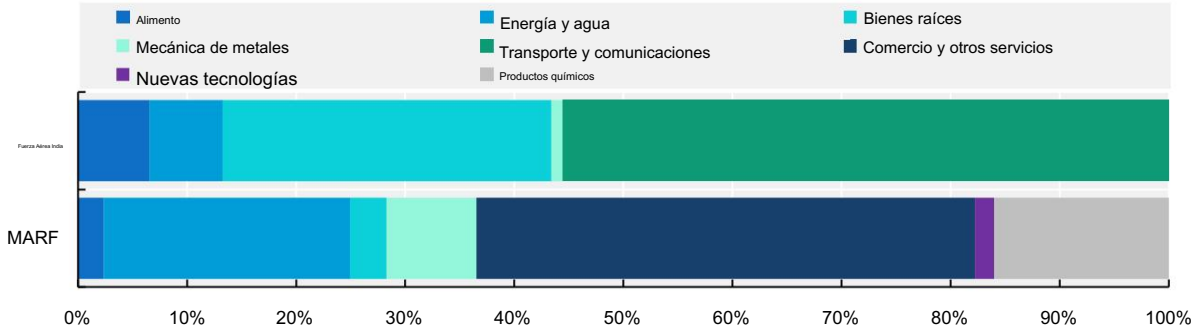


Nota: Excluye pagarés, cédulas hipotecarias , bonos de titulización y participaciones preferentes.

Fuente: BME.

A finales de 2023, existían diferencias significativas en la distribución sectorial de los saldos pendientes entre el mercado principal (AIAF) y el mercado alternativo (MARF). En AIAF, el sector del transporte y las comunicaciones domina, representando el 69% del total de saldos pendientes. El sector inmobiliario ocupa el segundo lugar, con un 21%, mientras que la energía y el agua, así como la industria alimentaria , representan cada uno el 5% del total. Por el contrario, en el MARF, el sector de comercio y otros servicios tiene el mayor peso, representando Casi la mitad del importe pendiente a finales de 2023. La industria energética y del agua (23%) y la industria química (16%) también desempeñan un papel importante en el mercado alternativo.

Figura 5.7. Distribución por industria de bonos corporativos no financieros, finales de 2023



Fuente: BME.

Machine Translated by Google

5.5. Bonos sostenibles

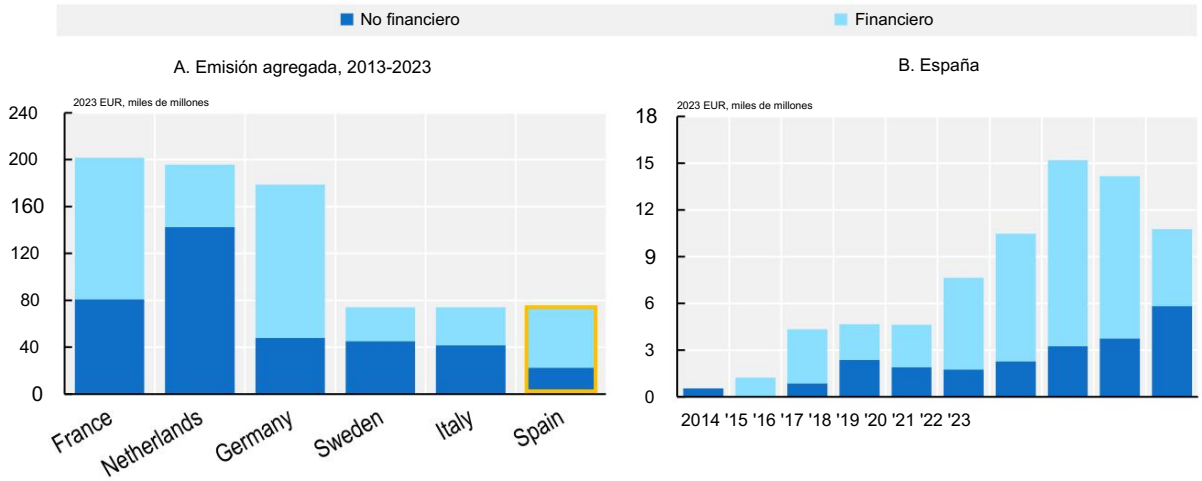
El uso de instrumentos financieros sostenibles ha aumentado a nivel mundial y en España, especialmente durante la última década. Estos instrumentos están diseñados para apoyar la transición hacia una economía con menor intensidad de carbono. Los principales instrumentos financieros sostenibles son los bonos verdes, sociales, de sostenibilidad y vinculados a la sostenibilidad, término que abarca los instrumentos de deuda que incluyen aspectos ambientales y/o sociales (en adelante, «bonos corporativos sostenibles»). Los bonos corporativos sostenibles se dividen en dos categorías principales: «bonos con uso de fondos» y «bonos vinculados a la sostenibilidad». Los bonos con uso de fondos se destinan a financiar o refinanciar proyectos verdes, sociales o sostenibles elegibles.

Esta categoría incluye los bonos verdes, sociales y de sostenibilidad (BSS). Los bonos verdes son instrumentos cuyos fondos se destinan a proyectos o actividades medioambientales, como la mitigación y adaptación al cambio climático, e incluyen categorías como los «bonos azules» (diseñados específicamente para financiar proyectos que protegen y gestionan de forma sostenible los recursos oceánicos y hídricos) y los «bonos climáticos» (destinados a proyectos que contribuyen a la mitigación o adaptación al cambio climático). Los bonos sociales se dirigen a proyectos que abordan cuestiones sociales, como la vivienda asequible o la seguridad alimentaria. Los bonos de sostenibilidad financian una combinación de proyectos verdes y sociales. Los bonos vinculados a la sostenibilidad, una categoría diferente de bonos, están diseñados, en cambio, para tener un coste de financiación variable en función del cumplimiento de objetivos de sostenibilidad específicos por parte del emisor, pero los fondos no tienen que asignarse necesariamente a proyectos específicos (OCDE, 2024[8]). Los préstamos de sostenibilidad son otro tipo de financiación de deuda sostenible. Esta subsección ofrece una visión general de las tendencias de todos estos instrumentos en España y países de nuestro entorno.

5.5.1. Bonos corporativos sostenibles

En los últimos años, la emisión de bonos corporativos sostenibles ha experimentado un fuerte crecimiento a nivel mundial. El total de los montos en circulación alcanzó los 2,3 billones de dólares en 2023, frente a los insignificantes montos de tan solo diez años antes. Los bonos verdes representan, con diferencia, la mayor parte de esta emisión, representando el 75 % de la emisión en 2023. Las empresas europeas son, con un amplio margen, los emisores más importantes a nivel mundial, representando aproximadamente la mitad del volumen global de bonos verdes (OCDE, 2024[8]). Como se muestra en la Figura 5.8, al igual que en el mercado de renta variable, en España el sector financiero representa una mayor cuota del mercado de bonos corporativos sostenibles que el sector no financiero. La misma tendencia se observa en Alemania y Francia (Figura 5.8, Panel A). En España, el aumento de los ingresos por bonos sostenibles a lo largo del tiempo se ha debido principalmente a un aumento de los ingresos de las empresas financieras (Panel B).

Figura 5.8. Emisión de bonos corporativos sostenibles en España y en países europeos seleccionados.

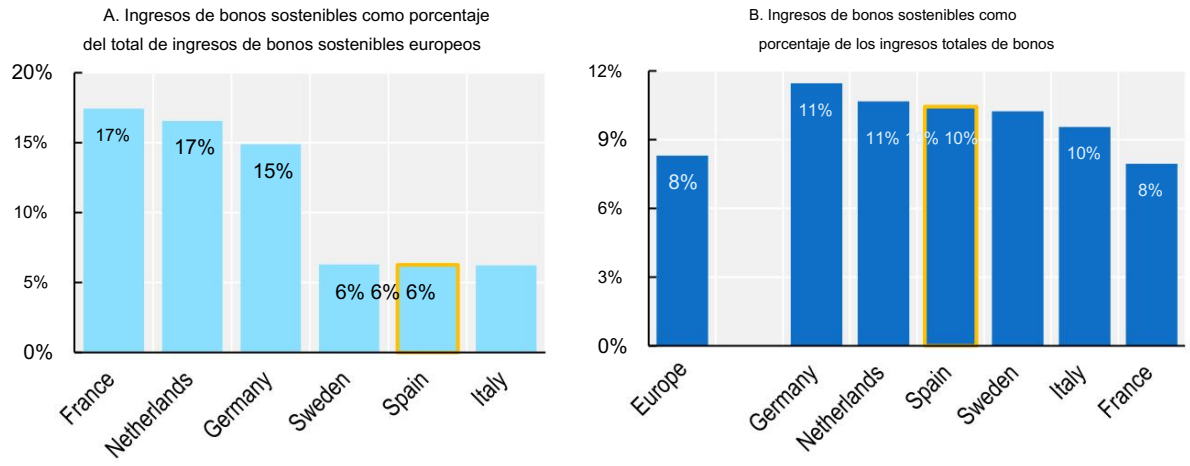


Fuente: Conjunto de datos de sostenibilidad corporativa de la OCDE, LSEG, Bloomberg. Véase el Anexo A para más detalles.

Machine Translated by Google

Dentro del grupo de pares, España, Suecia e Italia representan las proporciones más pequeñas del total de los ingresos por bonos corporativos sostenibles europeos (Figura 5.9, Panel A). Sin embargo, al analizar la proporción de bonos sostenibles
En cambio, en la emisión total de bonos de cada país, la variación es escasa, ya que los bonos sostenibles representan entre el 10 % y el 11 % de los ingresos totales en la mayoría de los mercados. Cabe destacar que Francia, que se encuentra entre los mayores contribuyentes al total de los ingresos de bonos sostenibles europeos (17 %), presenta la menor participación de bonos sostenibles en su mercado total de bonos corporativos, con un 8 % (Panel B).

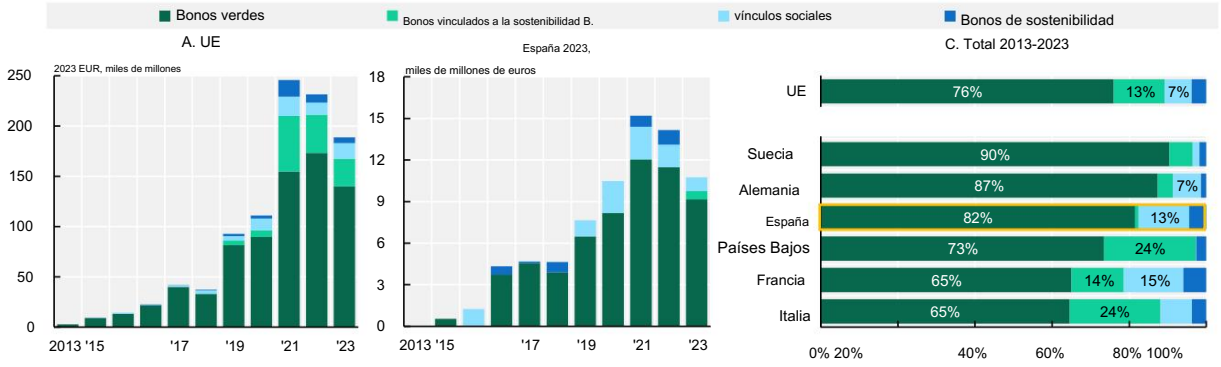
Figura 5.9. Ingresos de bonos corporativos sostenibles en distintos países, 2013-23



Fuente: Conjunto de datos de sostenibilidad corporativa de la OCDE, LSEG, Bloomberg. Véase el Anexo A para más detalles.

Los bonos verdes son la categoría dominante en términos de volumen emitido en todos los países mencionados, así como en Europa en su conjunto. En España, los bonos verdes representaron el 82 % del total de los ingresos por bonos sostenibles entre 2013 y 2019. 23. Los bonos sociales y de sostenibilidad representan una pequeña proporción, pero han crecido en los últimos años. Una diferencia con la mayoría de los países de su entorno radica en que los bonos vinculados a la sostenibilidad, que constituyen la segunda categoría más común en Europa en términos agregados y representan casi una cuarta parte de la emisión total en Italia y los Países Bajos, representan una proporción insignificante en España (Figura 5.10). Se observan tendencias similares en España y Europa al analizar los montos reales de los fondos recaudados (Figura 5.10). En ambos mercados, predominan los bonos verdes, con una presencia reducida, pero creciente, de los bonos sociales y de sostenibilidad en los últimos años.

Figura 5.10. Emisión de bonos corporativos sostenibles por tipo, 2013-23

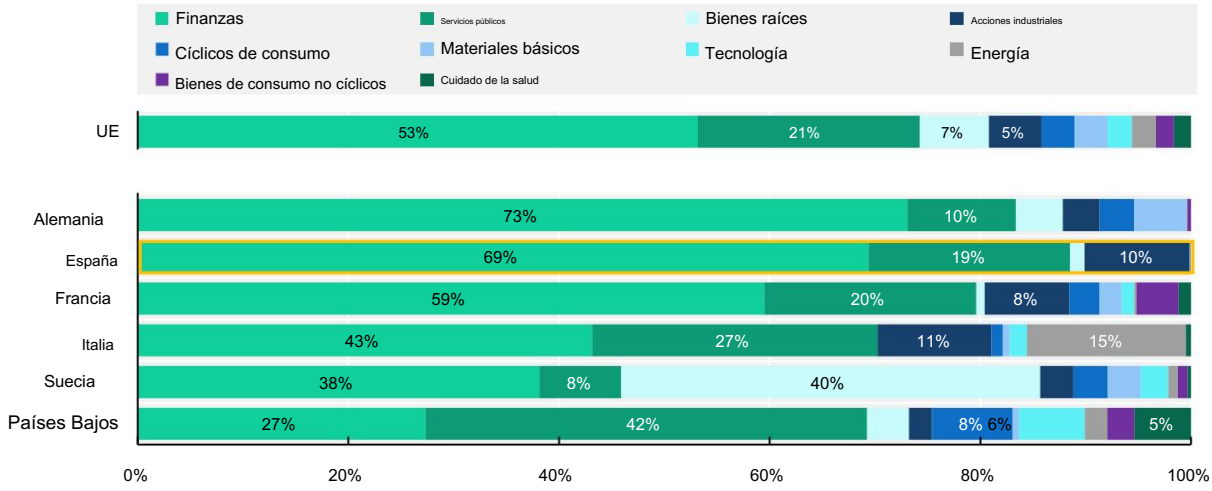


Fuente: Conjunto de datos de sostenibilidad corporativa de la OCDE, LSEG, Bloomberg. Véase el Anexo A para más detalles.

Machine Translated by Google

Los bonos corporativos sostenibles no son comunes en todas las industrias y unos pocos sectores dominan la emisión. El sector financiero domina la emisión tanto en Europa (53%) como en España (69%), así como en muchos países de su entorno (Alemania 73%, Francia 59% e Italia 43%). En España, el sector de servicios públicos es el segundo mayor emisor de instrumentos financieros sostenibles (19%), seguido del sector industrial (10%) (Figura 5.11).

Figura 5.11. Composición industrial de la emisión de bonos corporativos sostenibles, 2013-23



Fuente: Conjunto de datos de sostenibilidad corporativa de la OCDE, LSEG, Bloomberg. Véase el Anexo A para más detalles.

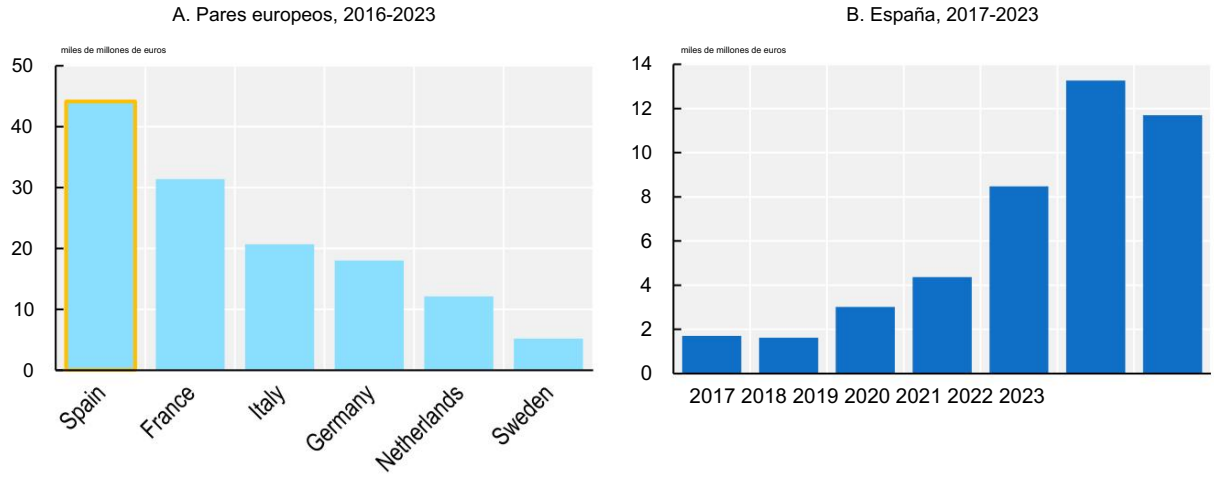
5.5.2. Préstamos de sostenibilidad

Al igual que los bonos verdes, los préstamos verdes son instrumentos financieros cuyos fondos se destinan exclusivamente a proyectos verdes que abordan problemas ambientales. Esto puede incluir el cambio climático, la pérdida de biodiversidad y la contaminación. Una característica clave de un préstamo verde es que el prestatario debe informar periódicamente al prestamista sobre el uso real de los fondos. Esto puede incluir informes sobre medidas cualitativas o cuantitativas, por ejemplo, las emisiones de gases de efecto invernadero evitadas (Parlamento Europeo, 2021[9]).

Los préstamos verdes son más populares en España que en otros países europeos. Entre 2016 y 2023, la financiación total de préstamos verdes ascendió a 44 000 millones de euros en España, una cifra significativamente superior a la de sus homólogos europeos (Figura 5.12, Panel A). La financiación de préstamos verdes en España ha aumentado de 2 000 millones de euros en 2017 a 12 000 millones de euros en 2023 (Panel B). Entre los ejemplos recientes más destacados de préstamos verdes en España se incluyen la empresa de renovables Acciona Energía, que obtuvo un préstamo de 750 millones de euros para proyectos de energías renovables (Renewables Now, 2023[10]), y la multinacional eléctrica Iberdrola, que firmó un préstamo verde de 550 millones de euros con el Banco Europeo de Inversiones para impulsar las energías renovables (BEI, 2022[11]).

Machine Translated by Google

Figura 5.12. Importes de emisión de préstamos verdes en España y países europeos seleccionados



Nota: La serie de datos española comienza en 2017.

Fuente: LSEG; ver Anexo A para más detalles.

Al igual que con los bonos, también existen préstamos vinculados a la sostenibilidad que buscan incentivar modelos de negocio sostenibles mediante la adopción de medidas por parte del prestatario para alcanzar objetivos de rendimiento específicos. Sin embargo, se ha observado que los criterios de elegibilidad para los préstamos vinculados a la sostenibilidad podrían ser más claros y que las diferencias entre los préstamos verdes y los vinculados a la sostenibilidad no siempre son evidentes (International Bar Association, 2022[12]).

5.5.3. Desarrollos regulatorios y estándares de bonos sostenibles

La CNMV desempeña un papel activo en el fomento de la sostenibilidad en los mercados financieros españoles, señalando que «los mercados de valores desempeñan un papel importante en la transición hacia un crecimiento más sostenible e inclusivo». Reconoce que «es necesario fomentar la reorientación de los flujos de capital para facilitar un crecimiento más sostenible e inclusivo, gestionar los riesgos financieros del cambio climático y promover la transparencia y la visión a largo plazo en las actividades financieras y económicas». Por ello, un enfoque estratégico de la CNMV es «facilitar el papel del mercado de valores en esta transición, garantizando la fiabilidad de la información al inversor» (CNMV, 2023[13]). España también cuenta con un marco regulatorio detallado para requisitos más amplios de sostenibilidad corporativa, establecido en el artículo 49 del Código de Comercio (1886[14]). Esto incluye la divulgación de información no financiera, con requisitos de verificación de la información por parte de un proveedor de servicios de verificación independiente y su puesta a disposición del público gratuita. Los cambios relevantes relacionados con la sostenibilidad se informan en el sitio web de la CNMV. Por ejemplo, en julio de 2022, la CNMV publicó una guía actualizada de preguntas y respuestas sobre la normativa de sostenibilidad aplicable a los productos financieros, en relación con el Reglamento de la UE sobre la Divulgación de Información sobre Finanzas Sostenibles (Reglamento 2019/2088) y la Taxonomía de la UE (Reglamento 2020/852). En octubre de 2023, la CNMV adoptó las directrices de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) sobre los requisitos de gobernanza de productos de MiFID II para reforzar la protección del inversor, que incluyen requisitos relacionados con los objetivos de sostenibilidad del producto (CNMV, 2023[13]).

La atención de la CNMV a los mercados financieros como parte de la transición hacia una economía más sostenible se alinea con el Plan de Acción de 2018 de la Comisión Europea sobre la Financiación del Crecimiento Sostenible y su estrategia para una economía sostenible, que también se basa en estos mercados para financiar la transición. El Plan de Acción establece una estrategia que incluye, entre otros aspectos: el desarrollo de un sistema unificado de clasificación de actividades económicas sostenibles; un Estándar Europeo de Bonos Verdes; criterios de referencia para estrategias de inversión bajas en carbono; y directrices para mejorar la divulgación corporativa de información relacionada con el clima (CE, 2020[15]).

Machine Translated by Google

El Estándar de Bonos Verdes (EUGBS, por sus siglas en inglés), desarrollado recientemente por la UE, establece un estándar voluntario para los bonos verdes europeos y su verificación externa, basado en la Taxonomía de la UE (Consejo de la UE, 2023[16]; Reglamento (UE) 2023/2631, 2023[17]; OCDE, 2024[18]). El mismo reglamento que estableció el EUGBS también proporciona información opcional para los bonos vinculados a la sostenibilidad y los bonos comercializados como ambientalmente sostenibles, con el fin de prevenir el lavado de imagen verde en el mercado de bonos verdes en general (Reglamento (UE) 2023/2631, 2023[17]; Consejo de la UE, 2023[16]). Para obtener la etiqueta EUGB, los emisores deben demostrar que financian proyectos verdes alineados con la Taxonomía de la UE. El EUGBS también establece un marco relacionado con la supervisión externa de estos bonos. Actualmente hay 145 emisores de bonos verdes de la UE, que representan un tercio de los emisores globales. El mercado ha crecido rápidamente de 7 emisores en 2018 a 48 emisores en 2023, aportando más de 34 000 millones de euros al mercado durante este período (UE, 2023[19]).

En cuanto a los estándares del sector, la Asociación Internacional del Mercado de Capitales (ICMA) ha desarrollado una serie de principios y directrices para impulsar las finanzas sostenibles: Principios de Bonos Verdes, Sociales, de Sostenibilidad y Vinculados a la Sostenibilidad. Se estima que estos estándares se incluyeron en el 97 % de la documentación de bonos corporativos sostenibles emitidos internacionalmente en 2023 (ICMA, 2023[20]). Algunas empresas, tanto en España como a nivel mundial, han utilizado los Principios y directrices de la ICMA para orientar el desarrollo de sus marcos de financiación sostenible (Forética, 2018[21]; Amundi, 2021[22]).

También existen estándares para préstamos. Por ejemplo, la Asociación del Mercado de Préstamos ha desarrollado una serie de principios y directrices de préstamos relacionados con la sostenibilidad, que abarcan préstamos verdes, sociales y vinculados a la sostenibilidad, como los Principios de Préstamos Verdes, cuyo objetivo es «crear un marco de alto nivel de estándares y directrices de mercado, proporcionando una metodología consistente para su uso en todo el mercado de préstamos verdes, permitiendo a la vez que el producto crediticio conserve su flexibilidad y preservando la integridad del mercado de préstamos verdes durante su desarrollo» (Asociación del Mercado de Préstamos, 2024[23]).

5.6. Tributación de los bonos corporativos

El tratamiento fiscal de los bonos corporativos, tanto desde la perspectiva de los inversores como de los emisores, es un componente importante que influye en el desarrollo de los mercados de bonos corporativos. Para una visión general del marco fiscal de las empresas y los inversores en España, véase la sección 5.6. La tributación de los inversores en bonos corporativos depende de diversos factores, como la categoría del inversor (persona física o jurídica), su situación de residencia (nacional o extranjera) y si el bono se negocia activamente en los mercados secundarios (BME, 2014[24]).

Para las personas físicas contribuyentes del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), las rentas obtenidas tanto por intereses como por la transmisión, reembolso, amortización, canje o conversión de instrumentos de renta fija se consideran rentas del capital mobiliario obtenidas de la transmisión de participaciones a terceros y tributan como IRPF (Ley 35/2006 [25]). Los tipos impositivos marginales aplicados dependerán de la renta anual del contribuyente. Para rentas de hasta 6.000 EUR, el tipo es del 19%; para rentas de entre 6.000 EUR y 50.000 EUR, el tipo es del 21%; para rentas de entre 50.000 EUR y 200.000 EUR, el tipo es del 23%; para rentas de entre 200.000 EUR y 300.000 EUR, el tipo es del 27%; y para rentas superiores a 300.000 EUR, el tipo es del 28%.

(PwC, 2023[26]).

Una empresa se considera residente fiscal en España si se constituyó con arreglo a la legislación española, tiene su domicilio social o su sede de administración efectiva en territorio español (Agencia Estatal de Administración Tributaria, 2023[27]). Para las personas jurídicas que tributan por el Impuesto sobre Sociedades en España, las rentas obtenidas tanto por intereses como por la transmisión, reembolso, amortización, canje o conversión de instrumentos de renta fija se incluirán en la base imponible de los inversores (Ley 27/2014 [28]).

El tipo impositivo general aplicado es del 25 %. Para las empresas con una facturación inferior a 1 millón de euros en el período impositivo anterior, el tipo aplicado es del 23 % (PwC, 2023[26]). Desde 2014 está en vigor un régimen fiscal para las empresas que cumplen los requisitos.

Machine Translated by Google

bonos negociados en un mercado secundario organizado, donde se prevé una exención de retención de impuestos para los inversores no residentes (Taxand, 2022[29]).

Para las entidades no residentes con establecimiento permanente en España, las rentas obtenidas en España, por ejemplo, los intereses de bonos corporativos españoles, estarán sujetas a la retención a cuenta del IRNR (Real Decreto Legislativo 5/2004 [30]). El tipo impositivo general aplicado a los contribuyentes que aplican la retención a cuenta del IRNR es del 24 %. En el caso de los residentes de la UE, Islandia, Liechtenstein y Noruega, este tipo se reduce al 19 %.
Estos inversores están exentos de pagar esta retención en los mismos casos que los contribuyentes del Impuesto sobre Sociedades (Agencia Estatal de Administración Tributaria, 2023[31]).

Para los inversores cuyas rentas no se obtienen a través de un establecimiento permanente en España, el tratamiento fiscal es diferente. Las rentas obtenidas por un inversor no residente por emisiones de bonos realizadas por una sociedad española (independientemente del mercado en el que coticen) están sujetas a la retención a cuenta del IRNR. No obstante, para evitar la doble imposición, la legislación prevé tipos impositivos reducidos y exenciones en virtud de los convenios de España con otros países. Los inversores residentes fuera de la UE cuyas rentas no se obtienen a través de un establecimiento permanente en un paraíso fiscal también están exentos de la retención a cuenta (BME, 2014[24]).

Además, la Ley de Solvencia estipula que las rentas de inversores no residentes derivadas de instrumentos de deuda elegibles están exentas de tributación en España, con independencia de la residencia fiscal del inversor.
Para poder acogerse a esta exención a los instrumentos de deuda elegibles, entre otros requisitos, la negociación de dichos instrumentos debe tener lugar en mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación u otros mercados organizados (Ley 10/2014, 2014[32]).

5.6.1. Cuestiones tributarias relacionadas con los emisores de bonos corporativos

Además de las cuestiones fiscales relacionadas con los inversores, las jurisdicciones suelen ofrecer a los emisores de bonos corporativos ciertas medidas fiscales en relación con los costes en que incurren al obtener deuda. En España, se permiten deducciones fiscales por los gastos financieros del emisor, incluidos los costes asociados al proceso de emisión de bonos corporativos y los intereses o cupones pagados a los bonistas por el emisor. Estos gastos pueden deducirse del impuesto sobre sociedades, hasta un límite del 30 % del beneficio operativo del ejercicio (artículo 16) (Ley 27/2014 [33]).

Referencias

Amundi (2021), Bonos Sociales Amundi: Informe de Impacto Anual 2021. [22]

BME (2023), BME abre nuevo procedimiento de admisión a negociación de renta fija en el Mercado AIAF, https://www.bolsasymercados.es/esp/Media/Press-Relese/20230921/nota_20230921_4/BME_abre_nuevo_procedimiento_de_cotización_de_renta_fija_en_AIAF_Mercado. [35]

BME (2023), Normas de admisión y exclusión de valores en el mercado de renta fija, AIAF, https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/docs/regula/RF/esp/circulares/2023/Circular-1_2023-sobre-admision-y-exclusion-de-valores-en-el-Mercado-AIAF.pdf. [5]

BME (2022), Circular 1/2022 - Tarifas del mercado alternativo de renta fija, https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/docs/regula/RF/ing/circulares/2022/Circular_MARF_sobre_tarifas_2022_v_DEF-ES.pdf. [6]

BME (2019), Reglamento AIAF, https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/docs/regula/RF/ing/circulares/2019/Mercado_de_Renta_Fija-_AIAF-_Regulaciones.pdf. [4]

Machine Translated by Google

BME (2018), Circular 2/2018 - Admisión y baja de valores en el Mercado Alternativo de Valores mercado de renta (MARF), https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/docs/regula/RF/ing/circulares/2018/Circular_2_2018_de_4_December,_on_admisi sobre_y_retirada_de_valores_i.pdf. [7]

BME (2018), Circular 2/2018 - Tarifas AIAF, https://www.bolsasymercados.es/bme-intercambio/docs/regula/RF/ing/circulares/2018/Circular_2_2018_OF_21_Dec__sobre_Inco_Fijo me_Mercados_Tarifas.pdf. [3]

BME (2014), Fiscalidad de los inversores en renta fija, https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5073_Fiscalidad_de_los_inversores_en_renta_fija. [24]

CNMV (2023), Finanzas Sostenibles, https://www.cnmv.es/Portal/Finanzas-Sostenibles/Indice.aspx. [13]

Código de Comercio (1886), Ministerio de Justicia, https://www.boe.es/eli/es/rd/1885/08/22/(1)/con. [14]

Cortina-Lorente, JJ, T. Didier y SL Schmukler (2016), "¿Cuánto tiempo dura el vencimiento de Corporativo, https://openknowledge.worldbank.org/entities/publication/4c3cfecc-4762-581f-92e9-f8436f650645. [1]

CE (2020), Estrategia renovada de finanzas sostenibles e implementación del plan de acción sobre Financiación del crecimiento sostenible, https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth_en. [15]

BCE (2022), La creciente liga europea de pequeños emisores de bonos corporativos: nuevos actores, dinámicas de juego diferentes, https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2022/html/ecb.rb220615~b69a5f0ce5.en.pdf. [2]

BEI (2022), España: Iberdrola y el BEI firman un préstamo verde de 550 millones de euros para impulsar las energías renovables, https://www.eib.org/es/prensa/todos/2022-334-espana-iberdrola-y-eib-firman-un-prestamo-verde-de-550-millones-de-euros-para-impulsar-las-energias-renovables. [11]

UE (2023), Bonos verdes europeos, https://www.consilium.europa.eu/en/infographics/european-bonos verdes/. [19]

Consejo de la UE (2023), Bonos Verdes Europeos: El Consejo adopta un nuevo reglamento para promover Finanzas sostenibles, https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2023/10/24/european-green-bonds-council-adopts-new-regulation-to-promote-sustainable-finance/?utm_source=dsms-auto&utm_medium=email&utm_campaign=European+Green+Bonds:+Council+adopts+new+r regulación+a. [16]

Parlamento Europeo (2021), Informe sobre finanzas verdes y sostenibles, https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2021/679081/EPRS_BRI(2021)67908 1_ES.pdf. [9]

Forética (2018), Financiación Sostenible, https://foretica.org/financiacion-sostenible/. [21]

Machine Translated by Google

ICMA (2023), Los Principios anuncian una guía actualizada para la financiación de la transición y los bonos con temática climática, y la integración de las consideraciones de los emisores soberanos en las recomendaciones y herramientas para los bonos vinculados a la sostenibilidad, https://www.icmagroup.org/News/news-in-brief/the-principles-announce-updated-guidance-for-transition-finance-and-climate-themed-bonds-and-the-integration-of-sovereign-issuer-considerations-in-the-recommendations-and-tools-for-sustainability-linked-bonds. [20]

International Bar Association (2022), ESG y préstamos vinculados a la sostenibilidad en España: una tendencia de mercado que se está convirtiendo en estándar, https://www.ibanet.org/ESG-and-sustainability-linked-loans-in-Spain. [12]

Ley 10/2014, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades de crédito, https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2014-6726. [32]

Ley 27/2014 (2014), Impuesto sobre Sociedades, https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2014-12328. [28]

Ley 27/2014 (2014), Impuesto sobre Sociedades, https://www.boe.es/buscar/pdf/2014/BOE-A-2014-12328-consolidado.pdf. [33]

Ley 35/2006 (2006), del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio, https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2006-20764. [25]

Ley 6/2023 (2023), Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2023-7053. [34]

Asociación del mercado de préstamos (2024), Recursos de préstamos sostenibles, https://www.lma.eu.com/sustainable-lending/resources. [23]

OCDE (2024), Informe mundial sobre sostenibilidad corporativa 2024, Publicaciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/8416b635-en. [18]

OCDE (2024), Informe sobre la deuda mundial, Publicaciones de la OCDE, París, https://doi.org/10.1787/91844ea2-es. [8]

PwC (2023), Resúmenes fiscales mundiales: España, https://taxsummaries.pwc.com/spain/. [26]

Reglamento (UE) 2023/2631 (2023), del Parlamento Europeo, sobre bonos verdes europeos y divulgación opcional de información para los bonos comercializados como ambientalmente sostenibles y para los bonos vinculados a la sostenibilidad, https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2023/2631/oj. [17]

Renovables Now (2023), Acciona Energía consigue un préstamo verde de 750 millones de euros, https://renewablesnow.com/noticias/acciona-energia-obtiene-un-prestamo-verde-de-750-millones-de-euros-841951/. [10]

Real Decreto Legislativo 5/2004, Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, https://www.boe.es/buscar/pdf/2004/BOE-A-2004-4527-consolidado.pdf. [30]

Agencia Estatal de Administración Tributaria (2023), Residencia de personas físicas y jurídicas, https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/es_gb/no-residentes/residencia-personas-fisicas-juridicas.html. [27]

Machine Translated by Google

Agencia Estatal de Administración Tributaria (2023), Tipos de gravamen en el IRNR sin establecimiento permanente, https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/no-residentes/irnr-sin-establecimiento-permanente/tipos-gravamen-irnr-sin-establecimiento-permanente.html. [31]

Taxand (2022), GUÍA GLOBAL SOBRE IMPUESTO SOBRE M&A 2022: España, https://www.taxand.com/wp-content/uploads/2022/07/Spain.pdf. [29]

Notas

1 El IRNR es el Impuesto sobre la Renta de no Residentes (Impuesto sobre la Renta de no Residentes).

Machine Translated by Google

Machine Translated by Google

6 El mercado de capitales privado español

Este capítulo ofrece una visión general de las tendencias del capital privado en España y una comparación con países europeos de su entorno. Presenta un análisis detallado de las tres etapas principales de la actividad del capital privado: captación de fondos, inversión y desinversión. El análisis aborda cuestiones clave relacionadas con el origen geográfico e institucional de la captación de fondos, la distribución sectorial de las inversiones y las modalidades de desinversión.

Machine Translated by Google

6.1. Introducción

A nivel mundial, los mercados de capital privado han crecido significativamente en los últimos años, impulsados por las bajas tasas de interés, la alta disponibilidad de crédito y el aumento de las valoraciones. Los mercados de capital privado se mostraron resilientes durante la pandemia: la actividad se vio afectada negativamente en el primer semestre de 2020, pero repuntó en el segundo semestre y se mantuvo alta. A lo largo de 2021. En 2022, a medida que los bancos centrales subían las tasas de interés para contrarrestar la creciente inflación, las valoraciones en los mercados públicos cayeron y la actividad de negociación en el mercado privado disminuyó sustancialmente. A pesar de una desaceleración en 2022 y 2023, el total de activos bajo gestión (AUM) en los mercados de capitales privados alcanzó los 13,1 millones de dólares. billones para finales de junio de 2023. El capital privado (PE) es, con diferencia, la clase de activo más importante en los mercados globales de capital privado, con un total de 8,2 billones de dólares en activos bajo gestión (McKinsey & Company, 2024[1]). El capital privado y el capital riesgo sirven como fuente alternativa de financiación para empresas no financieras, especialmente para empresas emergentes, medianas empresas privadas, empresas en dificultades financieras y empresas públicas que buscan financiación para adquisiciones.

Este capítulo ofrece una visión general de las tendencias del capital privado en España y una comparación con países europeos de su entorno. Presenta un análisis detallado de las tres etapas principales de la actividad del capital privado: captación de fondos, inversión y desinversión. El análisis aborda cuestiones clave relacionadas con el origen geográfico e institucional de la captación de fondos, la distribución sectorial de las inversiones y las modalidades de desinversión.

6.2. Etapas del proceso de inversión en capital privado

Hay tres etapas principales en el proceso de inversión en capital privado. La etapa inicial es la recaudación de fondos, donde los socios generales de las firmas de capital privado recaudan fondos de inversores, incluyendo inversores institucionales y de alto nivel. Personas con un alto valor. En la segunda etapa del proceso, los fondos se invierten en empresas en diferentes etapas de su ciclo de vida. Los fondos de capital privado generalmente tienen un horizonte de inversión definido dentro del cual se espera que desinviertan. La desinversión, la tercera etapa del proceso, ocurre cuando las firmas de capital privado venden su participación en las empresas en las que invierten. Existen varias opciones para que los fondos de capital privado desinviertan sus participaciones, incluyendo ofertas públicas iniciales, ventas a un comprador estratégico del sector o a otras firmas de capital privado.

6.3. Panorama de la actividad del capital privado en España

A pesar de las condiciones macroeconómicas inciertas, la recaudación total de fondos en Europa en 2022 alcanzó la cantidad más alta jamás registrada de 195 000 millones de euros y la cantidad de capital invertido en empresas europeas fue de 133 000 millones de euros, el segundo nivel más alto registrado y un 30 % superior a la media de los cinco años anteriores. En 2023, la recaudación total de fondos y la inversión disminuyeron a 132 000 millones de euros y 100 000 millones de euros respectivamente. En cambio, la etapa de desinversión del capital privado fue la más afectada por la baja liquidez y la caída de las valoraciones en 2022, con una caída de aproximadamente el 27 % en volumen y del 17 % en el número de empresas desinvertidas. El volumen se redujo un 16 % adicional en 2023 (Figura 6.1, Panel A).

Entre 2013 y 2023, las firmas españolas de capital privado captaron 22 000 millones de euros, lo que representa el 2 % del total de capital de capital privado captado en Europa. Esta cifra es la más baja entre sus países homólogos. Sin embargo, Italia y los Países Bajos... Las acciones de Alemania se sitúan justo por encima de las de España, representando entre el 3% y el 5% del capital privado europeo. Por otro lado, las empresas suecas y francesas de capital privado han contribuido significativamente al capital privado europeo, representando el 9% y el 17%, respectivamente, del capital total captado por las firmas europeas de capital privado (Panel A).

Durante el mismo período, la inversión de capital privado en empresas españolas promedió 5.000 millones de euros anuales, lo que representa el 6% de la inversión total en empresas europeas (Panel A). Desde 2007, esta cifra osciló entre el 4% en 2015 y el 9% en 2019 (Panel B).

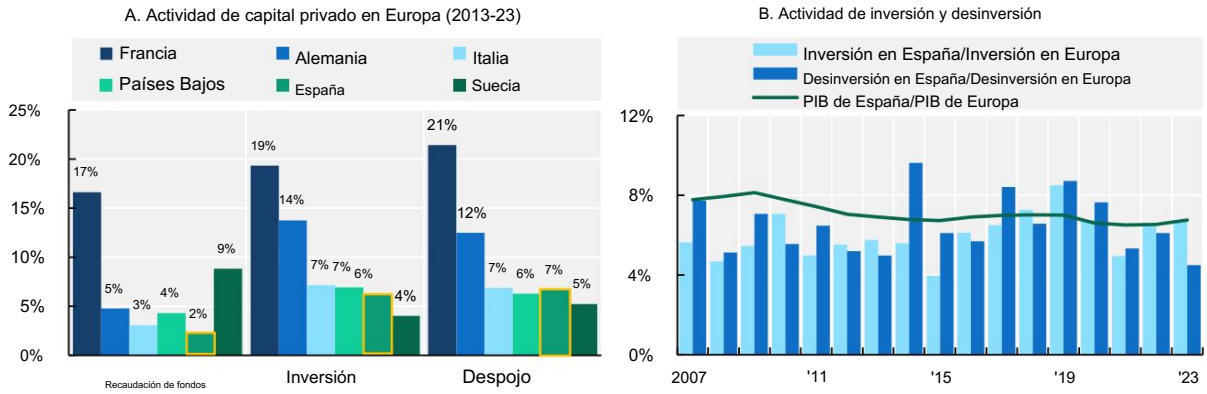
Las desinversiones de España entre 2013 y 2023 ascendieron a 29.000 millones de euros, lo que representa el 7% del total de desinversiones en empresas europeas. La comparación con países de su entorno muestra un panorama similar.

Machine Translated by Google

De la inversión en PE: Francia (21%) y Alemania (12%) representan la mayor participación; Suecia (5%) muestra la cifra más baja; e Italia, los Países Bajos y España se sitúan justo por encima de Suecia, oscilando entre el 6% y el 7% del total de desinversiones europeas (Panel A).

Para contextualizar estas cifras, desde 2007, la participación de la inversión y la desinversión de capital privado en España en el total de valores europeos ha sido, en general, inferior a la contribución de España al PIB europeo. La inversión en empresas españolas, como porcentaje de la inversión europea total, solo superó la participación de España en el PIB europeo en 2018 y 2019. Cabe destacar que, mientras que en 2022, debido a la incertidumbre económica, la inversión total de capital privado en Europa disminuyó un 11 % en comparación con 2021, la inversión de capital privado en empresas españolas aumentó un 24 %, lo que situó la participación de España en las inversiones europeas en el 7 % (Figura 6.1, Panel B). En 2023, la inversión total de capital privado en Europa disminuyó un 25 %. La inversión de capital privado en empresas españolas disminuyó ligeramente menos (22 %).

Figura 6.1. Actividad de capital privado en España y países europeos seleccionados



Nota: La actividad de capital privado en el Panel A se calcula como la relación entre el país seleccionado y los montos totales de actividad europea.

Fuente: Invest Europe.

6.4. Tendencias en captación de fondos, inversión y desinversión

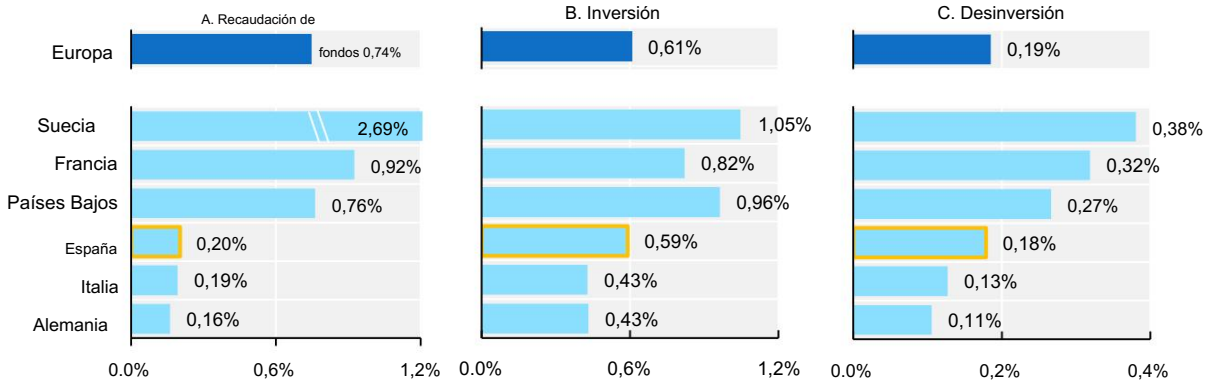
Al comparar la actividad de capital privado como porcentaje del PIB, en lugar de como porcentaje de la actividad europea, se obtiene un panorama similar. La captación de fondos de capital privado se encuentra por debajo de los niveles europeos: en los últimos cinco años, la captación de fondos en Europa representó, de media, el 0,74 % del PIB, mientras que las firmas españolas de capital privado captaron tan solo el 0,20 % del PIB (Figura 6.2, Panel A). La inversión y la desinversión se sitúan más en línea con los niveles europeos (Paneles B y C).

Sin embargo, en una comparación entre países, las actividades de captación de fondos, inversión y desinversión de capital privado en España se sitúan por detrás de las de Francia, Países Bajos y Suecia.¹ La captación de fondos de capital privado en Países Bajos y Francia representa una proporción del PIB cercana al agregado europeo (0,74%), mientras que la cifra correspondiente en Suecia alcanza el 2,7% del PIB. No obstante, la actividad de captación de fondos de capital privado en España es mayor que en Alemania e Italia.

Si bien la inversión y desinversión en capital privado en Alemania entre 2019 y 2023 representaron el 14% y el 11% de los totales europeos, respectivamente, al aplicar la escala al PIB del país, la inversión y desinversión en capital privado en el país son las más bajas, con un 0,43% y un 0,11% del PIB, respectivamente. En Suecia, durante el mismo período, ocurre lo contrario: a pesar de que la inversión y desinversión en capital privado suecas representan la menor proporción del total europeo (4% y 5%, respectivamente) (Figura 6.1, Panel A), las actividades de inversión y desinversión en capital privado en Suecia, como porcentaje del PIB, se encuentran entre las más altas, con un 1,05% y un 0,38%, respectivamente (Paneles B y C).

Machine Translated by Google

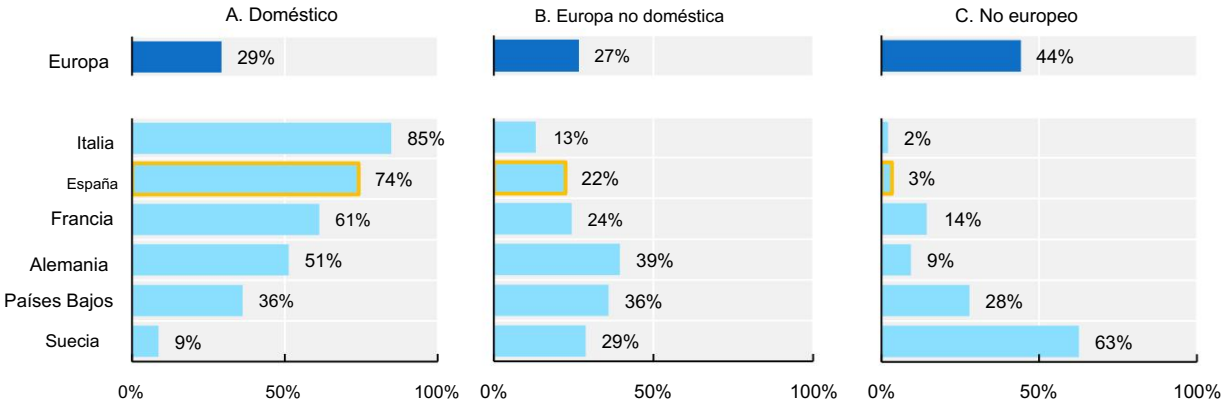
Figura 6.2. Actividad de capital privado en España y países europeos seleccionados, % del PIB, 2019-23



Nota: Las acciones representan promedios de cinco años entre 2019 y 2023.
Fuente: Invest Europe.

Las firmas españolas de capital privado dependen principalmente de inversores nacionales para captar fondos. Entre 2019 y 2023, el 74% del capital comprometido en España provino de inversores españoles, más del doble que la participación nacional del 29% en Europa (Figura 6.3, Panel A). Los inversores no nacionales, tanto europeos como no europeos, muestran una participación modesta en la captación de fondos en España. Los inversores no europeos representaron solo el 3% de los fondos comprometidos en España, frente al 44% de participación europea (Panel C). El predominio de los inversores nacionales y la baja participación de los inversores no europeos es común en todos los países, con la excepción de Suecia, donde ocurre lo contrario: el 9% de los fondos provinieron de inversores nacionales y el 63% de inversores no europeos (Paneles A y C). En relación con los inversores europeos no nacionales, los países muestran una menor variación, representando esta clase de inversores la mayor participación en Alemania (39%) y la menor en Italia (13%), mientras que representan el 22% del capital captado en España (Panel B).

Figura 6.3. Captación de fondos de capital privado según el origen de los inversores en España y países europeos seleccionados, 2019-23



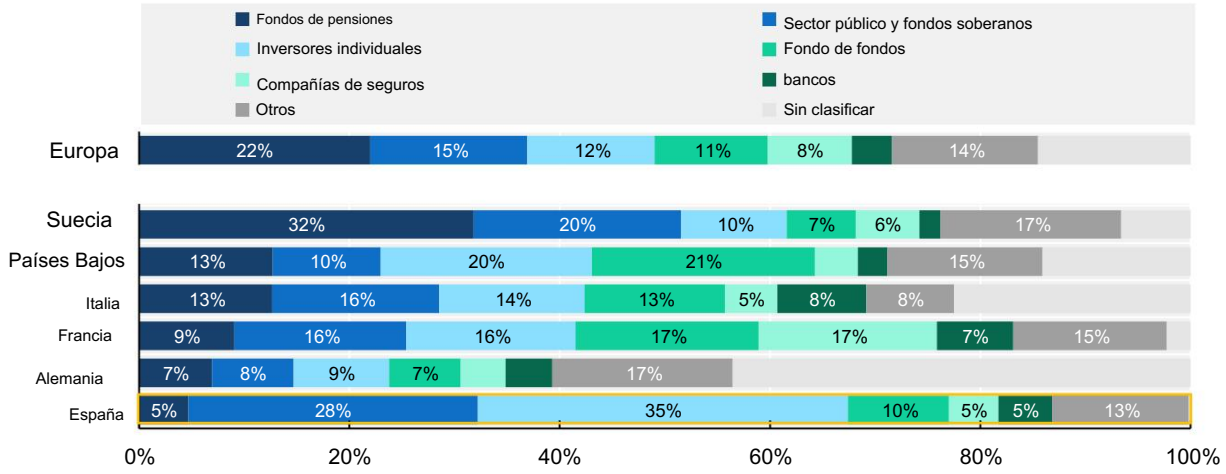
Nota: El análisis sólo incluye aquellas captaciones en las que se especifica el origen del inversor.
Fuente: Invest Europe.

Entre 2019 y 2023, los inversores individuales fueron los mayores inversores en España, aportando el 35% del total de fondos captados, seguidos del sector público y los fondos soberanos (28%) y los fondos de fondos (10%). En cambio, en Europa, los inversores individuales representaron solo el 12% del capital captado en los últimos cinco años, mientras que los fondos de pensiones fueron la mayor fuente de financiación, aportando el 22% del total de fondos de capital privado captados. En comparación con

Machine Translated by Google

En el resto de países europeos de referencia, así como en Europa en su conjunto, España muestra la menor participación de los fondos de pensiones en los fondos captados y la mayor participación de los inversores individuales (gráfico 6.4).

Figura 6.4. Captación de fondos de capital privado por tipo de inversor, 2019-23



Fuente: Invest Europe.

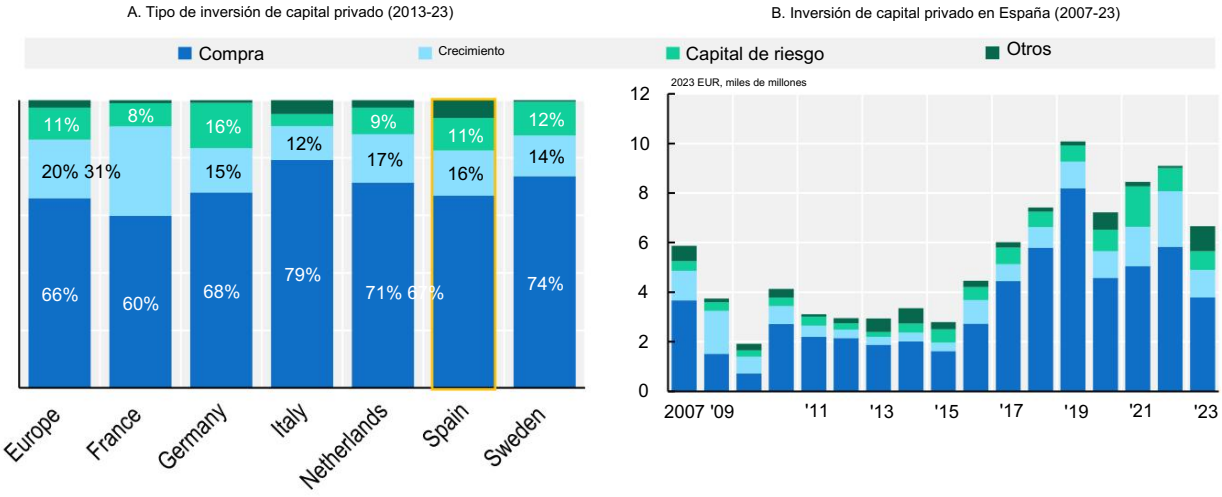
Las firmas de capital privado generalmente se especializan en adquisiciones, capital de riesgo o inversión de crecimiento. A junio de 2023, la actividad de adquisiciones representó el 47% de los activos bajo gestión (AUM) globales, mientras que el capital de riesgo y el crecimiento representaron el 33% y el 17%, respectivamente (McKinsey & Company, 2024[1]). El segmento de adquisiciones de los mercados de capital privado proporciona fondos para la adquisición de empresas más consolidadas con el fin de mejorar sus operaciones, mejorando así la eficiencia y aumentando la valoración de la empresa. Generalmente, el segmento de adquisiciones de la inversión de capital privado se centra en empresas con bajo rendimiento, con el objetivo de impulsar la reestructuración corporativa y mejorar la productividad (Blundell-Wignall, 2007[2]). Las transacciones de adquisiciones suelen implicar altos niveles de financiación de deuda, con el objetivo de adquirir una participación de control en la empresa para facilitar el proceso de reestructuración. Los inversores de capital riesgo suelen centrarse en empresas en fase inicial, como las de sectores con uso intensivo de tecnología, que pueden tener dificultades para captar fondos del sector bancario o de los mercados financieros primarios debido a la falta de garantías tangibles o historial financiero. Un mercado de capital riesgo eficiente contribuye al crecimiento económico, la creación de empleo y la competitividad a largo plazo al facilitar el acceso a financiación a empresas de alto crecimiento (ECB, 2005[3]). El segmento de crecimiento del capital riesgo se refiere a la inversión en empresas relativamente maduras que requieren capital para sus objetivos de crecimiento.

Entre los diferentes tipos de inversiones de capital privado, las transacciones de compra de participaciones representan el mayor porcentaje del valor total de la inversión en todos los países analizados. En Europa, las operaciones de compra de participaciones representaron el 66% de la inversión de capital privado entre 2013 y 2023. Una comparación entre países muestra que la proporción de operaciones de compra de participaciones osciló entre el 60% de la inversión en Francia, el 79% en Italia y el 67% en España (Figura 6.5, Panel A). En Europa, la segunda forma más común de inversión es el crecimiento, representando el 20% de los montos totales de las transacciones, seguido del capital riesgo (11%). Entre los países europeos seleccionados, Francia tiene la mayor proporción de transacciones de crecimiento (31%), con participaciones en otros países que oscilan entre el 12% (Italia) y el 17% (Países Bajos) de la inversión total de capital privado. El capital riesgo es el tipo de inversión menos común, representando el 11% de las inversiones totales europeas y españolas en los últimos diez años.

Desde 2007, la inversión en buyouts ha representado la mayor parte del importe de las transacciones en España, excepto en 2008 y 2009, cuando el crecimiento fue la forma más común de inversión en capital riesgo. Sin embargo, en los últimos tres años, la proporción de inversión en buyouts disminuyó, mientras que el porcentaje de transacciones en los segmentos de crecimiento y capital riesgo aumentó, siendo el primero el que mostró un aumento más significativo (Panel B).

Machine Translated by Google

Figura 6.5. Inversión de capital privado en España y países europeos seleccionados

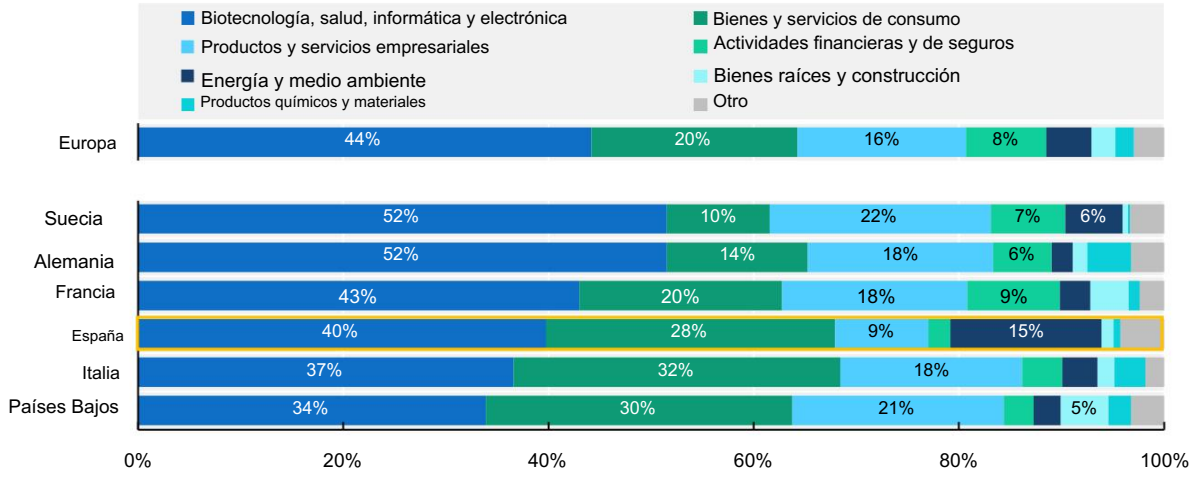


Nota: El panel A muestra las acciones por valor de la transacción.

Fuente: Invest Europe.

Durante el período 2019-23, el 80% de la inversión de capital privado en empresas europeas se concentró en tres sectores: biotecnología, salud, informática y electrónica; bienes y servicios de consumo; y negocios.
Productos y servicios. Si bien estos tres sectores fueron los mayores receptores de inversiones en todos los países europeos de referencia seleccionados, en España solo el 9% de las inversiones se destinó al sector de productos y servicios empresariales, mientras que el 15% de la inversión total de capital privado se destinó a empresas de energía y medio ambiente, la mayor cuota de mercado entre sus homólogos (Figura 6.6).

Figura 6.6. Inversión en capital privado por sector en España y países europeos seleccionados, 2019-23



Nota: Acciones por valor de transacción.

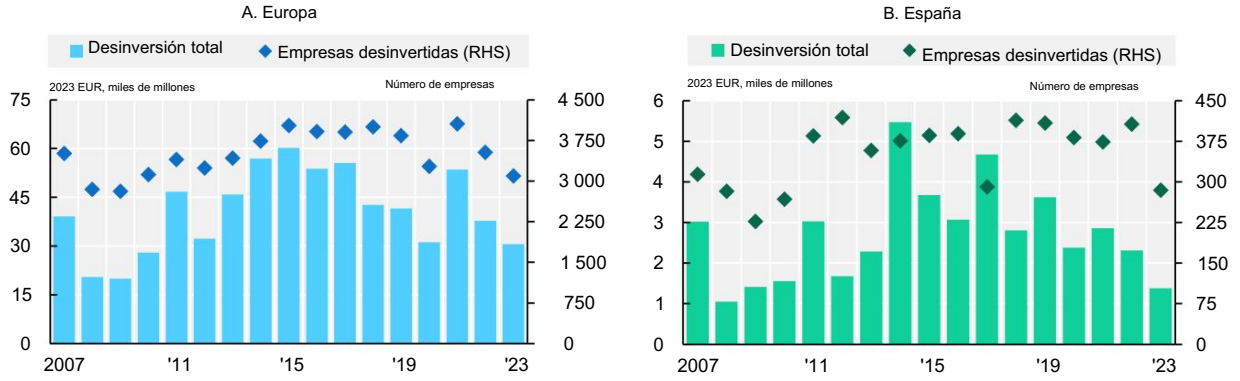
Fuente: Invest Europe.

La etapa final de la inversión en capital privado es la desinversión, en la que los fondos de capital privado se deshacen de sus inversiones al final de su ciclo de vida. Existen diversas formas de desinversión, como la venta mediante ofertas públicas de venta, la venta a otras firmas de capital privado o a otras instituciones financieras, la venta a un comprador estratégico del sector, la recompra por parte de gestores o propietarios, el reembolso de acciones/préstamos preferentes y las amortizaciones.

Machine Translated by Google

En 2023, las desinversiones en Europa ascendieron a 31.000 millones de euros, con 3.094 empresas desinvertidas, una disminución del 27% en volumen y del 12% en número respecto a 2022 y del 24% respecto a 2021 (Figura 6.7, Panel A). Aunque los efectos del entorno de baja liquidez y baja valoración pública fueron menos pronunciados en España en 2022, en 2023 las desinversiones disminuyeron un 40% con respecto al nivel de 2022, y el número de empresas pasó de 407 a 285 (Panel B). En general, los volúmenes de desinversión en Europa y España han mostrado una tendencia a la baja desde 2015 y 2014, respectivamente. La excepción a esta tendencia en Europa fue 2021, cuando se produjo un aumento repentino de las cantidades desinvertidas. Sin embargo, el número de empresas desinvertidas se ha mantenido bastante estable tanto en Europa como en España, lo que sugiere que las variaciones en los volúmenes se debieron principalmente a cambios en el entorno de valoración, más que al número de transacciones (Paneles A y B).

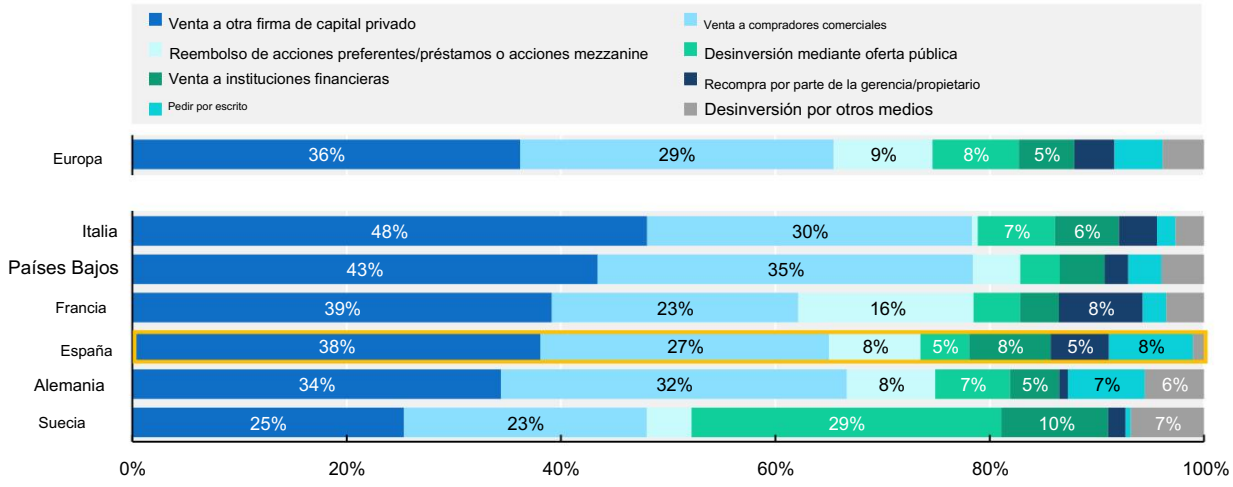
Figura 6.7. Volumen de desinversión de capital privado en Europa y España



Fuente: Invest Europe.

En Europa, las ventas a otra firma de capital privado y a compradores comerciales fueron las más comunes entre 2019 y 2023, representando el 36% y el 29% del valor total agregado de desinversión, respectivamente. Lo mismo ocurre en España y en todos los países europeos de referencia seleccionados, excepto Suecia, donde la desinversión mediante oferta pública de venta (OPA) es otra forma importante de salida para los fondos de capital privado. En España, las ventas a otra firma de capital privado y a compradores comerciales representaron el 65% de la desinversión total. En comparación con los países europeos de referencia, España se encuentra entre los países con la menor proporción de desinversiones mediante OPA, mientras que presenta una mayor proporción de desinversiones por recompra de acciones por parte de la dirección/propietario (Figura 6.8).

Figura 6.8. Desinversión en capital privado según formas de salida en España y países europeos seleccionados, 2019-23



Nota: Acciones por valor de transacción.

Fuente: Invest Europe.

Machine Translated by Google

Referencias

Blundell-Wignall, A. (2007), “El auge del capital privado: causas y cuestiones de política”, Tendencias del mercado financiero, https://doi.org/10.1787/fmt-v2007-art4-en. [2]

BCE (2005), “El desarrollo del capital privado y el capital riesgo en Europa”, Boletín Mensual del BCE , octubre de 2005, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb200510_focus02.en.pdf. [3]

McKinsey & Company (2024), Análisis de los mercados privados globales de McKinsey, https://www.mckinsey.com/~/media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/mckinseys%20private%20markets%20annual%20review/2024/mckinsey-global-private-markets-review-2024.pdf?shouldIndex=false. [1]

Notas

1 Mientras que la recaudación de fondos se refiere a los fondos de inversión de PE que se centran principalmente en inversiones en Europa, las otras dos estadísticas se refieren a la inversión en empresas europeas (independientemente del origen de la empresa de PE) y la desinversión de empresas europeas (independientemente del origen de la empresa de PE).

Machine Translated by Google

Anexo A. Metodología para la recolección y clasificación de datos

A. Información financiera y de propiedad de la empresa

La información presentada en el Capítulo 2 se basa principalmente en la base de datos ORBIS de Finanzas Corporativas de la OCDE. Incluye información sobre los estados financieros y la propiedad de empresas no financieras entre 2004 y 2022.

Categorías de empresas

El Capítulo 2 muestra las siguientes cuatro categorías de empresas no financieras: Empresas cotizadas (Categoría 1), Grandes empresas no cotizadas (Categoría 2), Pequeñas y medianas empresas que forman parte de un grupo (Categoría 3) y Pequeñas y medianas empresas independientes (Categoría 4). Las categorías de empresas se asignan en función de la propiedad, el sector, la información legal y financiera. El procedimiento comienza identificando todas las empresas, cotizadas y no cotizadas, con activos superiores a 100 millones de dólares estadounidenses en todo el universo ORBIS. Las empresas no financieras cotizadas se clasifican en la Categoría 1 y las grandes empresas no financieras no cotizadas en la Categoría 2. Para estos grupos, se da prioridad a los estados financieros consolidados cuando están disponibles.

Los pasos subsiguientes utilizan tablas de propiedad-país-año para identificar empresas de las categorías 3 y 4. ORBIS proporciona numerosos registros de propietarios en diferentes momentos y de distintas fuentes. Se utilizan dos criterios para depurar la información de propiedad y obtener un único registro para cada observación de propietario-empresa-año: se conserva el mayor propietario y se prioriza la información más reciente. El mayor propietario puede ser el propietario final global con el 50%, el propietario final global con el 25% o el mayor propietario directo con más del 25% de participación. Una vez que la muestra cuenta con un registro único de propietario-empresa-año, los propietarios se clasifican como corporaciones o personas físicas.

Utilizando los registros de propiedad generados en el paso anterior, se identifican las filiales de empresas cotizadas y grandes no cotizadas. Se identifican tres tipos de empresas: 1) filiales nacionales con una matriz local, 2) filiales nacionales con una matriz extranjera y 3) empresas controladas por una persona física. Algunas empresas que se clasifican como filiales en este paso ya estaban identificadas como grandes no cotizadas. En estos casos, dado que la filial ya estaba consolidada, se omite la segunda observación para evitar duplicaciones. Las filiales nacionales con una matriz local en la Categoría 1 o 2, o con matrices extranjeras de la Categoría 1 o 2, se clasifican como Categoría 3. Esta categoría incluye filiales nacionales no financieras de la matriz nacional financiera y la matriz extranjera; esto no implica doble contabilización incluso si las cuentas de la matriz están consolidadas, ya que las empresas financieras y domiciliadas en el extranjero no se incluyen en los análisis específicos de cada país. Las empresas donde el mayor propietario es una persona física (más del 25% de la propiedad) se clasifican como Categoría 4.

Los cálculos a nivel de toda la economía no consideran las empresas que ya están consolidadas en las cuentas de las matrices nacionales no financieras. Por lo tanto, los cálculos a nivel de toda la economía incluyen empresas de las categorías 1, 2 y 4, empresas sin información sobre la propiedad y empresas de la categoría 3 con una matriz extranjera o una matriz financiera nacional.

Machine Translated by Google

Limpieza de información financiera

La clasificación por categorías de empresas descrita en la sección anterior también incorpora diferentes tipos de informes financieros (consolidados y no consolidados). Las grandes empresas del universo suelen presentar estados financieros consolidados, así como no consolidados. Para las categorías de empresas no financieras cotizadas y grandes no cotizadas, se priorizan las cuentas consolidadas cuando están disponibles. Para las demás categorías, se utilizan estados financieros no consolidados. El conjunto de datos financieros sin procesar contiene varias observaciones anuales de la empresa cuando una empresa tiene varios códigos de consolidación o presenta informes para diferentes fines. Para construir un panel con una única observación anual de la empresa, se aplican los siguientes pasos:

1. Quedan excluidas las empresas financieras.
2. El ejercicio fiscal se registra como el año calendario anterior a la fecha de cierre siempre que la fecha de cierre del estado financiero sea anterior al 30 de junio.
3. Se priorizan los estados financieros que cubren un período de 12 meses.
4. Cuando existan múltiples observaciones dentro del mismo año, las cuentas con fechas de cierre más cercanas al año Se prefieren las cuentas con fechas de cierre más antiguas.
5. Se prefieren los informes anuales publicados a los registros locales. Se prefieren los registros locales a... tipos de archivo desconocidos
6. Las cuentas que utilizan las NIIF son preferibles a las que utilizan los PCGA, las cuentas que utilizan los PCGA son preferibles a las que utilizan los PCGA. utilizando prácticas contables desconocidas.
7. Para las empresas con múltiples códigos de consolidación, se aplican los siguientes criterios: para las empresas que publican estados financieros consolidados, se prefiere C1 cuando existen tanto C1 como C2; para las empresas que publican estados no consolidados, se prefieren las observaciones de los informes anuales sobre otras.
8. La información financiera se ajusta según los cambios anuales del índice de precios al consumidor en euros y se informa en Millones de euros constantes de 2022.
9. Se descartan las empresas con al menos una observación que muestre activos negativos o activos fijos negativos. de la muestra.
10. Se excluyen de la muestra las empresas con 10 empleados o menos. Cuando no se dispone del número de empleados, se excluyen de la muestra las empresas con activos totales inferiores a 35 000 EUR.
11. La información de los estados financieros está winsorizada al 1% para ambas colas dentro de cada categoría de empresa.
12. En caso de que existan lagunas anuales en los datos financieros, estas se rellenan mediante interpolación utilizando el valor promedio del año anterior y del siguiente para las partidas principales. Las subpartidas se calculan posteriormente utilizando identidades contables. Esta interpolación se reserva para las lagunas anuales.
13. La clasificación industrial SIC de 1 dígito de la OCDE ORBIS Corporate Finance utiliza.

Tabla A A.1. Clasificación industrial de ORBIS

Clasificación Industrial Estándar (SIC)	
Agricultura, silvicultura y pesca	Comercio al por menor
Construcción	Servicios
Fabricación	Transporte, Comunicaciones, Electricidad, Gas y Sanitarios
Minería	Servicios Comercio al por mayor

Machine Translated by Google

B. Metodología de la encuesta

Descripción sobre la construcción y cobertura de la muestra de la encuesta

A los efectos de este informe, la OCDE, en colaboración con la CNMV y con el apoyo del BME
La Bolsa de Valores, la Cámara de Comercio de España y el Círculo de Empresarios realizaron una encuesta a empresas españolas. El objetivo de la encuesta era identificar las características clave, la comprensión de las empresas sobre la financiación basada en el mercado y la percepción de las barreras de acceso a los mercados de capitales. Las empresas encuestadas se seleccionaron de un conjunto de empresas disponible en múltiples bases de datos comerciales (ORBIS, FactSet y LSEG). La encuesta se centró tanto en empresas cotizadas como en empresas privadas. Los criterios para seleccionar empresas privadas fueron los siguientes:

- Las empresas no cotizadas debían tener un mínimo de USD 50 millones en activos.
- Las empresas excluidas de cotización se incluyeron si la exclusión de la Bolsa de Valores española se había producido ocurrido en o después del año 2000.

La información de contacto de las empresas (nombres, dirección y correo electrónico) se recopiló de ORBIS, FactSet, LSEG y Bloomberg. Se utilizó información pública para complementar, verificar y corregir la información obtenida de las bases de datos comerciales. Las personas de contacto de la empresa invitadas a responder la encuesta fueron el director ejecutivo, el director financiero, el presidente del consejo de administración, miembros del consejo u otros ejecutivos clave.

Metodología de la encuesta

La encuesta en línea (capítulo 3), lanzada por la OCDE el 23 de octubre de 2023, se envió inicialmente a 1377 empresas (244 cotizadas, 1003 no cotizadas y 130 excluidas). A medida que se recopilaba nueva información de contacto, el cuestionario se envió a otras 612 empresas no cotizadas, lo que elevó el total a 1989.

Paralelamente, BME distribuyó el enlace de la encuesta a su base de datos de empresas cotizadas, así como a 70 empresas identificadas como potenciales cotizantes en mercados en expansión. La Cámara de Comercio y el Círculo de Empresarios también compartieron el enlace de la encuesta con las empresas afiliadas a sus asociaciones.

Para aumentar la tasa de respuesta, también se enviaron copias físicas del cuestionario a 1061 empresas de la lista de la OCDE. Estas empresas tenían dos opciones para responder: usar la herramienta en línea o enviar sus respuestas físicamente a la OCDE. A finales de enero de 2024, 257 empresas españolas habían participado en la encuesta.

C. Datos de equidad pública

La información sobre ofertas públicas iniciales (OPI) y ofertas públicas secundarias (OPS) presentada en el Capítulo 4 se basa en datos de transacciones y/o empresas recopilados de diversas bases de datos financieras (LSEG, FactSet y Bloomberg). Se han invertido considerables recursos para garantizar la coherencia y la calidad del conjunto de datos. Se contrastan las diferentes fuentes de datos y, cuando es necesario, la información también se compara con fuentes originales, como sitios web regulatorios, bursátiles y de empresas, así como estados financieros.

Cobertura y clasificación de países

El conjunto de datos incluye información sobre todas las ofertas públicas iniciales (OPI) y ofertas públicas secundarias (OPS u ofertas de seguimiento) de empresas financieras y no financieras en seis economías europeas (Francia, Alemania, Italia, Países Bajos, España y Suecia) durante el período de enero de 1990 a diciembre de 2023.

Machine Translated by Google

Todas las cotizaciones en bolsa tras una IPO, incluidas las primeras en una bolsa distinta a la principal, se clasifican como SPO. Si una empresa cotiza en más de una bolsa en un plazo de 180 días, dichas transacciones se consolidan en una única IPO. Salvo indicación contraria, el desglose por país se realiza según el país de domicilio del emisor.

Conversión de moneda y ajuste por inflación

Los datos de las OPV y las SPO, así como los datos de los estados financieros relacionados, como el total de activos antes de la oferta, se recopilan por operación a través de bases de datos comerciales en valores actuales en USD. La información se agrega anualmente y, en algunas tablas, se presenta a nivel de año por sector. Los importes de emisión, inicialmente recopilados en USD, se convirtieron a EUR utilizando el tipo de cambio promedio USD/EUR de cada año y posteriormente se ajustaron según el Índice de Precios al Consumidor (IPC) de la zona euro.

Tabla A A.2. Clasificación de la industria de las ofertas públicas

Sector Económico de TRBC	
Materiales básicos	Acciones industriales
Bienes y servicios de consumo cíclicos	Bienes y servicios de consumo no cíclicos
Energía	Organizaciones/servicios privados/sin fines de lucro
Finanzas	Tecnología
Servicios gubernamentales	Servicios de telecomunicaciones
Cuidado de la salud	Servicios públicos

Criterios de exclusión

Con el objetivo de excluir las IPO y SPO de fideicomisos, fondos y compañías de adquisición de propósito especial (SPAC) Se excluyen las siguientes categorías industriales:

- Sociedades financieras que realizan actividades fiduciarias, de fideicomiso y de custodia.
- Sociedades de gestión de activos como fondos de salud y bienestar, fondos de pensiones y sus terceros administración del partido, así como otros vehículos financieros
- Empresas que son fondos de inversión abiertos
- Empresas que son otros vehículos financieros
- Empresas que son fundaciones que otorgan subvenciones
- Empresas de gestión de activos que se ocupan de fideicomisos, patrimonios y cuentas de agencias • Empresas de adquisición de propósito especial (SPAC)
- Fondos cerrados
- Cotizaciones en un mercado extrabursátil (OTC) • Tipos de valores clasificados como “unidades” y “fideicomisos”
- Fideicomisos de inversión inmobiliaria (REIT)
- Transacciones con ingresos faltantes o nulos

D. Datos de propiedad

La principal fuente de información es la base de datos FactSet Ownership. Los datos se recopilaron a finales de 2023. En dólares estadounidenses actuales; por lo tanto, no se aplica ningún ajuste por moneda ni inflación. Los datos se complementan y verifican utilizando LSEG y Bloomberg. La información de mercado de cada empresa se recopila de LSEG. Para cada una de las siguientes seis economías (Francia, Alemania, Italia, Países Bajos, España y Suecia),

Machine Translated by Google

La información presentada en el Capítulo 4 corresponde a todas las empresas que cotizan en esos mercados. A continuación, se recopila la información de todos los propietarios reportados a finales de 2023 para cada empresa. Algunas empresas pueden tener hasta 5000 registros en su lista de propietarios. Cada registro contiene el nombre de la institución, el porcentaje de acciones en circulación que poseen, la clasificación del tipo de inversor, el país de origen del inversor, el nombre de la matriz última, entre otros elementos. Cada registro de propietario se clasifica en las siguientes categorías de inversores: empresas privadas, sector público, personas estratégicas, inversores institucionales y otras acciones de capital flotante. Cuando la matriz última fue reconocida como un gobierno, el registro del inversor se clasifica, por defecto, como sector público. Por ejemplo, los fondos soberanos de inversión y los fondos públicos de pensiones que están regulados por la legislación del sector público se clasifican como propietarios gubernamentales.

E. Datos de bonos corporativos

Las cifras sobre bonos corporativos que se muestran en el Capítulo 5 se basan en cálculos de la OCDE utilizando datos a nivel de operación. Información de LSEG sobre bonos corporativos suscritos por un banco de inversión. La base de datos proporciona información detallada de cada emisión, incluyendo la identidad, nacionalidad y sector del emisor; el tipo, la estructura de tipos de interés, la fecha de vencimiento y la categoría de calificación del bono, así como el importe y el destino de los fondos. Para los datos de bonos corporativos españoles, se añade información de Bolsas y Mercados Españoles (BME) para complementar el conjunto de datos original.

Se excluyen del conjunto de datos los bonos convertibles, las operaciones registradas pero no consumadas, las acciones preferentes, los bonos sukuk, los bonos con un vencimiento original inferior o igual a un año o un volumen de emisión inferior a un millón de dólares estadounidenses. Los análisis a nivel de sector se basan en la Clasificación Empresarial (TRBC) de LSEG.
A los efectos de este informe, los importes de emisión anuales inicialmente cobrados en USD se convirtieron a EUR utilizando el tipo de cambio USD/EUR promedio de cada año y luego se ajustaron según el Índice de Precios al Consumidor (IPC) de EUR.

Dado que una parte significativa de los bonos se emite internacionalmente, no es posible asignar un país de emisión específico. Por ello, el desglose por países se realiza según el país de domicilio del emisor.

F. Datos sobre instrumentos financieros sostenibles

Los datos sobre bonos corporativos sostenibles (bonos verdes, sociales, de sostenibilidad y vinculados a la sostenibilidad) que se muestran en el Capítulo 5 se basan principalmente en información de LSEG y Bloomberg. Este conjunto de datos contiene información a nivel de operación sobre más de 10 000 bonos emitidos por empresas financieras y no financieras de 73 países entre 2013 y 2023. El conjunto de datos contiene información detallada para cada bono sostenible.
emisión de bonos, incluyendo la identidad, nacionalidad e industria del emisor; el tipo, la estructura de la tasa de interés, la fecha de vencimiento y la categoría de calificación del bono, el monto y el uso de los fondos obtenidos de la emisión.
Para este informe, los importes de emisión inicialmente recaudados en USD se convirtieron a EUR utilizando el tipo de cambio promedio USD/EUR de cada año y posteriormente se ajustaron según el Índice de Precios al Consumidor (IPC) de EUR. Las diferentes fuentes de datos se contrastan para garantizar su coherencia. Los bonos se clasifican en cuatro categorías: bonos verdes, bonos sociales, bonos de sostenibilidad y bonos vinculados a la sostenibilidad. Se excluyen de este análisis los bonos sostenibles emitidos por agencias, gobiernos, tesoros, bancos centrales, universidades u otras entidades supranacionales.

Para complementar el análisis también se utilizan datos sobre préstamos verdes de LSEG para el período 2016-2023.

G. Datos de fondos de inversión

Los análisis de los fondos de inversión se basan en cálculos de la OCDE con datos a nivel de fondo obtenidos de Morningstar Direct. El conjunto de datos se divide en nueve categorías generales (Morningstar Global Broad Category

Machine Translated by Google

Grupo) en función de la orientación de la clase de activos principal del fondo: Asignación, Alternativo, Materias primas, Convertibles, Renta variable, Renta fija, Varios, Mercado monetario y Propiedad.

Los datos de series temporales se observan mensualmente. Sin embargo, no todos los fondos tienen datos disponibles todos los meses. Por lo tanto, se calcula un promedio anual (basado en las observaciones disponibles al cierre del mes) para cada fondo. Para calcular la exposición del fondo en términos absolutos, el tamaño total del fondo se multiplica por esta exposición promedio.
El análisis solo incluye las observaciones cuyo tamaño del fondo se divulga en 2023 o después. Los análisis de series temporales incluyen todos los fondos que estaban activos en un año determinado, incluso si se han liquidado posteriormente.

H. Datos de capital privado

La principal fuente de información para los datos de capital privado presentados en el Capítulo 6 es Invest Europe / EDC.
La información proporcionada por Invest Europe abarca empresas que gestionan vehículos de inversión o fondos de capital e invierten principalmente capital social en empresas que no cotizan en bolsa. Las empresas se incluyen en el análisis siempre que al menos uno de los fondos que gestionan cumpla los requisitos de inclusión; sin embargo, solo se tiene en cuenta la actividad de los fondos que cumplen los requisitos.

Los países incluidos cuando se hace referencia a las estadísticas de Europa son: Austria, países bálticos (Estonia, Letonia, Lituania), Bélgica, Bulgaria, Chequia, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Noruega, otros CEE (Bosnia y Herzegovina, Croacia, Moldavia, Montenegro, Macedonia del Norte, Serbia, Eslovenia, República Eslovaca), Polonia, Portugal, Rumania, España, Suecia, Suiza, Ucrania, Reino Unido.

Las actividades de recaudación de fondos se clasifican según el país donde se ubica el equipo asesor del fondo. Para la región de Europa Central y Oriental, la actividad de recaudación de fondos es la suma de los fondos gestionados desde la región de Europa Central y Oriental, más los fondos que han declarado a Europa Central y Oriental como su región objetivo. El importe declarado en inversiones incluye capital, cuasicapital, deuda mezzanine, deuda no garantizada y deuda garantizada. Se eliminan los importes de deuda garantizada dentro de todos los paquetes de inversión, a menos que la deuda provenga de fondos de capital privado. Las actividades de inversión se registran según la ubicación de la empresa de la cartera. Los importes de desinversión se registran al coste (es decir, el importe total desinvertido es igual al importe total invertido previamente). Las estadísticas de capital privado se recopilan en euros corrientes. Posteriormente, los importes se ajustan utilizando el IPC del euro para expresarlos en EUR constantes de 2023.

Las categorías de entidades de capital privado que están excluidas del Universo Invest Europe son: Fondos de Fondos, Fondos de Cobertura, Bienes Raíces, Financiación de Proyectos/Infraestructuras, Fondos Secundarios, Deuda en Dificultades, Crédito Riesgo, Préstamos Participativos, Incubadoras, Aceleradoras, Business Angels y Sociedades Holding.

Machine Translated by Google

Serie de Mercados de Capitales de la OCDE

Estudio de la OCDE sobre el mercado de capitales de España 2024

MERCADOS DE CAPITALES PARA UNA ESPAÑA VIBRANTE Y SOSTENIBLE ECONOMÍA Y SECTOR EMPRESARIAL

Este informe ofrece un análisis exhaustivo de los mercados de capitales españoles, basado en un profundo análisis empírico basado en datos originales, así como en una encuesta única de empresas españolas, tanto cotizadas como no cotizadas, realizada por la OCDE. Identifica áreas de reforma y ofrece recomendaciones para orientar a los responsables políticos en sus esfuerzos por promover el desarrollo del mercado de capitales español.

Funded by the European Union

ISBN 978-92-64-77318-9 IMPRESO
PDF ISBN 978-92-64-91452-0

9HSTCQE*hhdbij+