



EL FUTURO DE LA RENTA VARIABLE EUROPEA ESTRUCTURA DEL MERCADO

ANÁLISIS DE LA DINÁMICA DE CAMBIOS Y AUMENTO

COMPETENCIA EN LOS MERCADOS DE VALORES PÚBLICOS EN EL REINO UNIDO Y LA UE
Y SUIZA

Octubre de 2025

por William Wright y Sean Tuffy

En colaboración con:

**Goldman
Sachs**

Este informe destaca que los mercados de valores europeos son más líquidos y funcionan mejor de lo que sugiere la compleja red de bolsas e infraestructuras posnegociación a nivel nacional. Argumenta que los inversores se han beneficiado de una mayor competencia y mayor variedad de opciones durante la última década, y advierte que intentar copiar y pegar la estructura del mercado estadounidense en los mercados europeos o retrasar las reformas regulatorias sería contraproducente.

INTRODUCCIÓN

El futuro de la estructura del mercado de valores europeo

El punto de partida de este informe es que unos mercados de capitales más profundos y dinámicos son un factor vital para impulsar el crecimiento y la competitividad en Europa. Unos mercados de valores públicos dinámicos y competitivos son un componente esencial de unos mercados de capitales europeos eficaces y un bien público valioso en sí mismos (en este informe, definimos Europa como la UE más el Reino Unido, Suiza, Noruega e Islandia).

A primera vista, podría parecer que los mercados de valores europeos no están en condiciones de desempeñar esta importante función. La estructura de los mercados de valores europeos es un complejo mosaico de bolsas e infraestructura de mercado post-negociación según criterios nacionales, que resulta provinciano en comparación con el estadounidense. El mercado de valores estadounidense es cuatro veces mayor en valor, tres veces mayor en relación con el PIB y el doble de líquido. Esta fragmentación se ha combinado con una mayor competencia en cómo y dónde se negocian las acciones, lo que genera preocupación por la posible pérdida de visibilidad de los mercados de valores europeos, con una mayor proporción de operaciones fuera de las bolsas tradicionales, fuera de los centros de negociación o en forma de swaps de acciones.

Pero cuanto más se analizan los mercados de valores europeos, más evidente resulta que funcionan mejor de lo que se cree. En las últimas décadas, se han consolidado y vuelto más competitivos, aumentando la oferta y reduciendo los costes para los inversores. La evolución de los diferentes tipos de negociación en Europa ha reflejado en gran medida la de otros mercados. La percepción de falta de liquidez en Europa —un remanente de la época en que la mayor parte de la negociación se realizaba en las bolsas nacionales— es quizás un problema mayor que la realidad. Los participantes del mercado se han adaptado a la proliferación de plataformas de negociación aplicando tecnología para replicar un mercado operativo mucho más fluido de lo que sugeriría la estructura general del mercado.

Este informe se centra en tres ejes principales de este debate y alimenta el debate en torno a la consulta de la UE sobre la estructura del mercado y el reciente informe de la FCA sobre los mercados de valores. En primer lugar, el equilibrio entre la fragmentación de la infraestructura de mercado en Europa en comparación con el modelo más simplificado de EE. UU. En segundo lugar, el cambio en los patrones de negociación con la disminución de la participación en las bolsas primarias y el aumento de la participación de mecanismos de negociación alternativos, como los «internalizadores sistemáticos» gestionados por bancos y empresas de inversión. Y, en tercer lugar, el equilibrio entre el corto plazo (cómo funcionan los mercados hoy) y el largo plazo (cómo podrían funcionar en el futuro si se mantienen las tendencias actuales).

Uno de los grandes retos de este debate reside en que muchos participantes del mercado suelen ser clientes, competidores o contrapartes entre sí al mismo tiempo. Cada uno desempeña un papel importante en el ecosistema, pero cada uno tiene perspectivas diferentes e incentivos económicos a menudo opuestos. Durante la última década, a medida que la estructura de los mercados de valores europeos ha evolucionado, todos se han comportado racionalmente ante el marco regulatorio que los rodea y los incentivos que tienen ante sí. Como afirmó un participante del mercado: «Todos saben que deben ceder en este debate, pero nadie quiere ser el primero». Este informe intenta captar estas diferentes perspectivas y elaborar un plan de reforma que, en nuestra opinión, redunde en el mejor interés de los mercados de valores europeos, más que en el de participantes específicos del mercado.

La primera parte de este documento es una versión abreviada del informe en 10 páginas. La segunda parte, para lectores más motivados, explora la situación actual de los mercados de valores europeos y cómo hemos llegado hasta aquí; cuestiona algunas de las narrativas predominantes (en particular, en torno a la liquidez); y describe algunas ideas generales sobre qué podemos hacer al respecto.

Gracias a Sean Tuffy por la gran parte del trabajo duro de este proyecto y a más de 40 personas del sector por compartir su experiencia. Gracias a Goldman Sachs por colaborar con nosotros en este importante y oportuno proyecto, y a nuestros miembros por apoyar nuestra labor para construir mercados de capitales más grandes y mejores en Europa. Como siempre, las opiniones expresadas en este informe y cualquier error que pueda contener son exclusivamente mías.

William Wright

Director gerente

william.wright@newfinancial.org

A continuación se presenta un breve resumen del informe:

1. Un modelo fragmentado: a primera vista, los mercados de valores europeos están profundamente fragmentados según líneas nacionales.

En 31 países europeos existe una compleja red de 20 grupos bursátiles que operan 35 bolsas distintas para la cotización y 42 bolsas para la negociación, alimentando a 17 contrapartes centrales para la compensación y 28 depositarios centrales de valores para la liquidación. Estados Unidos parece un modelo de simplicidad en comparación, con ocho grupos bursátiles que operan dos bolsas principales para la cotización y 17 bolsas para la negociación, alimentando a una única CCP y un único CSD. Esta fragmentación es una de las muchas razones por las que los mercados de valores europeos son más pequeños y menos líquidos que los estadounidenses.

2. Un consenso sorprendente: a pesar de esta fragmentación, hay un sorprendente grado de acuerdo entre los

Industria - desde bolsas y bancos de inversión, hasta gestores de activos y firmas de trading - que los mercados de valores europeos están funcionando bien, que la competencia ha llevado a mejores resultados para los inversores y que son más líquidos de lo que se podría pensar. Los mercados de valores públicos han evolucionado en las últimas décadas para abordar los desafíos geográficos de operar e invertir en más de 30 mercados nacionales. Si bien más del 90% de las empresas que cotizan en bolsa eligen cotizar en su mercado local, la bolsa de valores más grande de Europa por volumen es Cboe Europe, una plataforma transfronteriza. Euronext y Nasdaq poseen y operan 15 bolsas de valores nacionales entre ellos con un 70% del valor de mercado combinado de la UE. Los sistemas inteligentes de enrutamiento de órdenes dirigen automáticamente la negociación a qué plataforma o mecanismo ofrece el mejor resultado para cada operación en particular.

3. El mundo ha cambiado: el panorama de los mercados bursátiles públicos ha cambiado fundamentalmente en cuanto a dónde y cómo se negocian las acciones.

Los principales cambios han sido el declive de la negociación en las bolsas primarias (que ahora representan menos de un tercio del volumen total de negociación), el abandono de la «negociación continua iluminada» (a menudo considerada la forma más pública y transparente de negociación) y el auge de mecanismos alternativos como los internalizadores sistemáticos (sistemas de negociación operados por bancos y empresas de inversión con capital propio). Sin embargo, el equilibrio general entre la negociación «en el lugar» y la «fuera del lugar» se ha mantenido sin cambios desde 2019, y los cambios en los patrones de negociación se deben, en gran medida, a una transición entre los diferentes tipos de negociación en el lugar. Se ha producido un cambio drástico en los participantes del mercado, con un gran aumento de las empresas de negociación principales que aportan liquidez con capital propio y despliegan una enorme capacidad de procesamiento para detectar patrones de negociación y operar a la velocidad de la luz.

4. Percepción vs realidad: la creciente competencia en los mercados europeos y el cambio en los patrones comerciales han

traído muchos beneficios (como más opciones, mejores resultados y un menor costo de negociación), pero ha ayudado a alimentar una percepción de falta de liquidez en los mercados de valores europeos. Esta percepción es más un problema que la realidad. Los niveles generales de liquidez están en línea con lo que se esperaría que estuvieran según el tamaño de los diferentes mercados en Europa y en línea con otros mercados desarrollados (el mercado estadounidense puede ser la excepción en lugar de la regla). El aumento de la competencia entre las bolsas y otros tipos de mecanismos de negociación puede hacer que parezca que la liquidez ha disminuido si solo se observa la negociación en las bolsas primarias, pero los inversores pueden acceder a más del doble de liquidez que la disponible en las bolsas primarias mediante el uso de otros mecanismos de negociación como MTF, subastas periódicas y SI.

5. Términos de referencia: es importante establecer los términos de referencia adecuados para el debate y, en particular,

Divida el debate en corto y largo plazo. A corto plazo, la mayor competencia introducida en los mercados de valores europeos en las últimas décadas ha tenido un efecto positivo neto: los mercados con mayor competencia en Europa tienden también a ser los más líquidos. Los cambios en los patrones de negociación, que se alejan de las bolsas y la negociación continua no son exclusivos de Europa y (al menos hasta ahora) no han afectado la formación de precios. Existe un debate más interesante e importante sobre la dirección a largo plazo: ¿qué sucedería con la liquidez y la formación de precios si las tendencias actuales se mantienen y, por ejemplo, si la negociación continua se redujera a cero y fuera reemplazada por subastas, swaps de acciones o negociación fuera de mercado?

Resumen (continuación):

- 6. Mejora de los resultados:** Los cambios en los patrones de negociación han sido una respuesta racional de los participantes del mercado al cambio en el marco regulatorio, los incentivos económicos, las mejoras tecnológicas y las estrategias de negociación más sofisticadas. Si bien la negociación en libros centrales de órdenes limitadas desempeña un papel importante en las estrategias de negociación de muchos inversores, no es adecuada para todas las operaciones (en particular, para órdenes de mayor volumen o menos líquidas). Otros mecanismos de negociación fuera de la sede, como los internalizadores sistemáticos o los OTC, ofrecen mayor flexibilidad a los participantes del mercado, adaptándose mejor a sus necesidades y ayudándoles a cumplir con sus obligaciones de mejor ejecución, a menudo con menores costes de impacto en el mercado, menor fuga de información y un mejor rendimiento general de la negociación. Las decisiones sobre dónde comerciar se basan en un análisis del rendimiento comercial cada vez más sofisticado.
- 7. ¿Un modelo atractivo?** El modelo estadounidense puede resultar seductor para los responsables políticos europeos. ¿Qué pasaría si...? Las bolsas europeas estaban conectadas entre sí, competían entre sí por la negociación y debían transferir una orden a otra bolsa si esta ofrecía un mejor precio (lo que se conoce como la regla de protección de órdenes u OPR). Pero una estructura de mercado que ha evolucionado durante décadas para adaptarse al mercado estadounidense no es algo que se pueda copiar y pegar en el mercado europeo. Además, la geografía de Europa implica que la lógica de enviar órdenes desde una bolsa en Estocolmo a una en Madrid no cuadra.
- La norma OPR en EE. UU. ha tenido consecuencias previsibles, pero imprevistas (como una mayor reducción del volumen de las operaciones) y los reguladores estadounidenses la están revisando. Transponer elementos del modelo estadounidense —que se planteó en la última consulta de la UE— añadiría costes significativos a un mercado con beneficios limitados.
- 8. Principales barreras:** Las mayores barreras para una mayor liquidez van mucho más allá de la propia estructura del mercado. Las principales barreras ascendentes incluyen la fragmentación de los marcos jurídicos y regulatorios nacionales, las diferencias en la implementación del código normativo único europeo y los distintos regímenes fiscales. Las principales barreras descendentes son el alto nivel de fragmentación y la baja competencia en la infraestructura post-negociación (compensación y liquidación). Los costes post-negociación son entre un 50% y un 100% superiores a los del mercado estadounidense, y el enfoque silo en muchos mercados añade complejidad y reduce el atractivo de la inversión transfronteriza.
- Otros costos friccionales que actúan como un lastre para la liquidez son el costo de los datos del mercado, el mayor costo de negociar en subastas de cierre y el costo para el mercado más amplio de que algunos lugares ofrezcan descuentos o reembolsos a algunos participantes del mercado.
- 9. Reforma de la estructura del mercado:** Si bien se pueden realizar diversas mejoras en la estructura del mercado en Europa, no se trata de una varita mágica que transforme los mercados de capitales europeos. La introducción de una información consolidada en la UE y el Reino Unido (probablemente en 2026 y 2027, respectivamente) proporcionará una visión más completa y transparente de la liquidez en los diferentes mecanismos, y será fundamental lograrlo antes de emprender reformas estructurales más profundas. Otras áreas que se pueden abordar a corto plazo incluyen el perfeccionamiento de las definiciones y los estándares de información para comprender mejor los niveles reales de liquidez, la revisión del tratamiento de las órdenes minoristas y la revisión de la evolución del marco regulatorio para garantizar que funcione de forma justa y conforme a lo previsto en todos los tipos de negociación, tanto dentro como fuera de los centros de negociación.
- 10. Panorama general:** La principal prioridad dentro de la estructura del mercado debería ser la introducción de una mayor competencia en la post-negociación, por ejemplo, exigiendo mayor interoperabilidad en la compensación y un acceso más abierto y una mayor competencia entre los DCV. Más de 20 años después de que las barreras que la infraestructura post-negociación plantea a la inversión transfronteriza se codificaran por primera vez en los informes Giovannini, el progreso para abordarlas ha sido lento.
- Reformar la estructura del mercado es solo una pequeña parte del rompecabezas. Los responsables políticos europeos deben traducir su compromiso público con los mercados de capitales en acciones concretas y tomar las decisiones políticas, a veces difíciles, para impulsar la demanda mediante la reforma de las pensiones y la inversión minorista, simplificar el complejo marco regulatorio, optimizar la supervisión (y, potencialmente, poner las plataformas de negociación y la infraestructura del mercado post-negociación bajo un único supervisor) e implementar reformas tanto a nivel descendente (de la UE) como a nivel ascendente (nacional). Sobre todo, deben infundir mayor urgencia al debate.



Russell Horwitz
Goldman Sachs

El futuro de la estructura del mercado de valores europeo

Los mercados de valores del Reino Unido y la UE se encuentran en una etapa crucial de su evolución. Durante la última década, ambas jurisdicciones han desarrollado mercados de valores más dinámicos y competitivos. Este progreso ha generado importantes beneficios para los inversores: mayor variedad de opciones para operar, fondos de liquidez más sólidos y resilientes, y una mayor competencia que impulsa la eficiencia y reduce los costes. Las empresas también se han beneficiado de un acceso más fácil al capital, lo que facilita el crecimiento, la innovación y la creación de empleo en toda la región.

La tarea ahora consiste en construir sobre esta sólida base. El Reino Unido y la UE tienen la oportunidad de fortalecer aún más sus mercados de valores y potenciar sus respectivos roles en el sistema financiero global. Lograrlo requerirá un delicado equilibrio: preservar el dinamismo y la diversidad que han hecho a sus mercados tan competitivos, y al mismo tiempo proporcionar la estabilidad y la claridad que brindan a los inversores la confianza para invertir capital a largo plazo. La estabilidad regulatoria no es simplemente un objetivo político, sino un requisito previo para el crecimiento sostenible, que garantiza que los inversores, las empresas y los intermediarios puedan planificar e invertir con confianza.

En la UE, la agenda de la Unión de Ahorros e Inversiones (SIU) demuestra cómo las reformas bien pensadas tienen el potencial de generar nuevas oportunidades. Al profundizar la integración y garantizar estándares más uniformes en todos los Estados miembros, la SIU puede contribuir a crear un mercado más fluido y eficiente. En el Reino Unido, el compromiso del gobierno de profundizar sus mercados de capitales, con el objetivo de ayudar a más empresas británicas a cotizar en Londres y garantizar que los inversores obtengan los mejores resultados en mercados competitivos, ha sido ampliamente acogido por el sector.

En el Reino Unido y la UE, la urgencia de una reforma es más evidente en el desarrollo de una información consolidada. Una información sólida y fiable transformaría la transparencia en estos mercados, ofreciendo a los inversores una visión clara y coherente de los precios y la liquidez. Esto mejoraría significativamente la formación de precios y brindaría a los inversores, tanto minoristas como institucionales, una mayor confianza en la equidad y la eficiencia de los mercados de capitales. Es importante destacar que también ayudaría a ambas jurisdicciones a mantener su competitividad en un panorama de capital cada vez más globalizado.

Goldman Sachs se enorgullece de colaborar con New Financial en este informe, que analiza el futuro de los mercados de renta variable del Reino Unido y la UE en este momento crucial. Los resultados subrayan las oportunidades que ambas jurisdicciones tienen para seguir construyendo mercados que benefician a todos los interesados. Con la combinación adecuada de innovación, competencia y estabilidad, ambas jurisdicciones pueden crear una estructura de mercado de renta variable que no solo beneficie a los inversores y empresas actuales, sino que también impulse el crecimiento y la prosperidad a largo plazo en las próximas décadas.

Russell Horwitz
Jefe de estado mayor
Goldman Sachs

RESUMEN - LA ESTRUCTURA DEL MERCADO EUROPEO HOY

Una comparación de titulares

La estructura del mercado de valores europeo es un tema complejo, con una gama desconcertante de mecanismos de negociación, a lo que se suma un aluvión de reformas regulatorias en las últimas décadas y cifras confusas que pueden dar una impresión muy diferente de la evolución de los mercados. Este es un resumen general de la situación actual:

35

El número de diferentes Bolsas en las que las empresas pueden cotizar en bolsa Europa

1) Un mosaico complejo: Los mercados de valores europeos presentan una profunda fragmentación nacional. En 31 países europeos existen 20 grupos bursátiles que operan 35 bolsas diferentes para la cotización y 42 bolsas para la negociación, las cuales alimentan a 17 contrapartes centrales para la compensación y 31 depositarios centrales de valores para la liquidación. Si bien se han logrado avances en la consolidación de las bolsas y la apertura de la competencia en la post-negociación, esta fragmentación constituye un obstáculo para unos mercados de valores más profundos y líquidos.

1

Número de entidades de contraparte central y depositarios centrales de valores en el mercado de valores de EE. UU.

2) Un modelo de simplicidad: el mercado estadounidense es mucho más ágil en comparación con Europa, especialmente en la posnegociación. Ocho grupos bursátiles operan dos bolsas principales para la cotización (Nasdaq y NYSE) y 17 bolsas para la negociación (que compiten entre sí por la negociación de todas las acciones estadounidenses cotizadas). Esto alimenta a una sola CCP para la compensación y una CSD para la liquidación. Este modelo puede resultar atractivo dado que el mercado bursátil estadounidense es cuatro veces mayor que el europeo en valor, tres veces mayor en relación con el PIB y el doble de líquido a nivel general.

31%

Porcentaje de operaciones de capital realizadas en carteras de órdenes gestionadas por bolsas primarias

3) Una participación cada vez menor: la proporción del total de operaciones en Europa que se negocia en bolsas primarias (como Euronext o la Bolsa de Londres) se ha reducido a menos de un tercio (alrededor del 33 % en la UE y el 28 % en el Reino Unido). La negociación continua en los libros centrales de órdenes limitadas de las bolsas primarias ha caído al 17 % de toda la negociación en Europa y a tan solo el 12 % en el Reino Unido. Esto ha suscitado preocupación en algunos sectores sobre la fragmentación y la visibilidad de la liquidez. Otras formas de negociación, principalmente los MTF y las subastas, elevan la participación total de la negociación en los mercados de valores al 54 % del volumen total.

46%

Participación en el comercio total de Europa se llevó a cabo evento

4) Una participación consistente: el 46% restante de la negociación se realiza fuera de la sede, mediante operaciones fuera de libro en bolsa, internalizadores sistemáticos o en el mercado OTC. Esto es menos visible para el mercado en su conjunto desde una perspectiva prenegociación, pero ofrece a los participantes más opciones y, a menudo, menores costes de negociación.

Las transacciones a través de SI han aumentado significativamente en el mercado del Reino Unido hasta representar el 14 % de todas las transacciones, pero el equilibrio entre las transacciones dentro y fuera de los lugares de negociación se ha mantenido constante en Europa desde 2019 y es el mismo que la división en el mercado estadounidense.

159%

Volúmenes totales de comercio en Europa como porcentaje de la capitalización de mercado

5) Expectativas poco realistas: a nivel general, el mercado de valores estadounidense es aproximadamente el doble de líquido que el europeo, con una facturación del 295 % del capital de mercado el año pasado, en comparación con el 159 % en Europa. Sin embargo, la liquidez en Europa es similar o superior a la de otros mercados desarrollados (142 % en Japón, o tan solo el 75 % en Australia y Canadá). Esto probablemente subestima el nivel real de liquidez en Europa, dado que una parte significativa de la negociación en Europa se realiza mediante swaps de acciones, en parte para evitar impuestos sobre las operaciones y la complejidad de operar en tantas bolsas o mantener acciones en tantos CSD.

RESUMEN - PERCEPCIÓN vs REALIDAD

Un paisaje cambiante

Los mercados de valores y los fondos de liquidez están mejor integrados en Europa de lo que sugiere la estructura fragmentada del mercado. Los participantes del mercado han adaptado sus modelos operativos a las reformas regulatorias y al aumento de la competencia. Esta página ofrece una visión más matizada de los mercados de valores europeos que una simple comparación con los de EE. UU.

2,2x

Aumento de la accesibilidad
Liquidez si los inversores miran más
allá de las bolsas
primarias

1) Percepción vs. realidad: La creciente competencia en cómo y dónde se negocian las acciones y la fragmentación nacional han alimentado una narrativa de baja liquidez en Europa. Pero la percepción es un problema mayor que la realidad. Si solo se observa la negociación en las bolsas primarias, la liquidez parece baja. Sin embargo, los inversores pueden acceder a más del doble de liquidez de formación de precios que la disponible únicamente en las bolsas primarias si utilizan otros mecanismos como los MTF y las subastas periódicas.
y SIs.

35%

Capitalización bursátil de los '7
magníficos' como porcentaje del
mercado de valores de EE. UU.

2) Comparaciones entre peras y manzanas: muchas de las comparaciones principales con EE. UU. son engañosas. Las acciones tecnológicas de las «7 Magníficas» representan alrededor del 35 % del mercado bursátil estadounidense (con un valor combinado de 21 billones de dólares, superan a todo el mercado europeo) y una mayor proporción del volumen de negociación. Esto distorsiona las comparaciones de tamaño y liquidez. Fuera de estas acciones, el diferencial de liquidez se reduce de aproximadamente 1,9 a aproximadamente 1,5 veces, y se reduce aún más si se ajustan los volúmenes de negociación al capital flotante.

-0,51

Spreads promedio en
Stoxx 600 comparado con el
S&P 500
los últimos cinco años

3) Un mercado ajustado: durante los últimos cinco años, el diferencial entre el precio de compra y el de venta en los mercados regulados europeos ha sido consistentemente menor que en EE. UU. Estimamos que el diferencial promedio de las acciones del Stoxx 600 ha promediado 4,47 puntos básicos desde agosto de 2020, en comparación con los 4,98 puntos básicos del S&P 500, y que los diferenciales en Europa han sido más ajustados que en EE. UU. en más del 70 % de los días de negociación.

2

Mejora del rendimiento comercial de
las acciones con una mayor
participación en el volumen de cartera
sin órdenes

4) Una opción alternativa: si bien la negociación en carteras de órdenes con contratos de inversión desempeña un papel importante en los mercados bursátiles públicos y constituye una parte esencial de la estrategia de negociación de muchos inversores, los costes de impacto en el mercado y la fuga de información pueden restarle atractivo, especialmente para operaciones de mayor volumen o menor liquidez. Un estudio de Goldman Sachs ha demostrado que cuanto mayor liquidez haya disponible en una acción específica fuera de las carteras de órdenes con contratos de inversión, mejor será su rendimiento. La negociación fuera de los mercados bursátiles ofrece a los inversores flexibilidad y opciones, y puede ayudar a las empresas a cumplir mejor con sus obligaciones de mejor ejecución.

70%

Cuota de mercado de la UE
capitalización que se negocia
en Euronext y
Plataformas de negociación del Nasdaq

5) Una solución tecnológica: Si bien los mercados de valores europeos pueden parecer absurdamente fragmentados, la tecnología ha abordado muchos de los desafíos. Desde una perspectiva comercial, los mercados europeos están mejor integrados de lo que parecen gracias a la aparición de soluciones basadas en el mercado y tecnología para integrar los diversos fondos de liquidez en toda Europa. Por ejemplo, las plataformas de negociación únicas en las bolsas operadas por Euronext y Nasdaq cubren el 70 % de la capitalización bursátil de la UE; los MTF ofrecen una cobertura cercana al 100 % del mercado europeo; y el enrutamiento inteligente de órdenes ayuda a dirigir automáticamente las operaciones al mejor mecanismo de negociación.

RESUMEN - ENMARCANDO EL DEBATE

Las cuestiones clave

Existe una fuerte sensación, presente en la consulta de la UE durante el verano y en el reciente documento de debate de la FCA, de que los cambios en la estructura del mercado, provocados en parte por la reforma regulatoria de las últimas décadas, han provocado una fragmentación de la liquidez y un ecosistema comercial desigual que necesita ser recalibrado. Esta sección destaca algunas de las afirmaciones clave de este debate y nuestra respuesta principal:

1) 'La competencia en el mercado de valores ha ido demasiado lejos y la fragmentación está minando la liquidez y la formación de precios': si bien la competencia ha traído muchos beneficios al mercado de valores europeo, la disminución de la participación en las transacciones en bolsas primarias y, en particular, en las transacciones continuas está reduciendo la visibilidad de la liquidez direccionable, minando la formación de precios y haciendo que los mercados de valores sean menos atractivos.

>>> Creemos que la percepción de baja liquidez es un problema mayor que la realidad, ya que muchos participantes del mercado (y responsables políticos) aún consideran la liquidez únicamente en términos de negociación en bolsas tradicionales o en la negociación continua de libros de órdenes. Los inversores pueden acceder a más del doble de liquidez que la disponible únicamente en las bolsas primarias si utilizan otros tipos de negociación, como MTF, subastas periódicas, libros oscuros y sistemas de intercambio. No hemos observado ninguna evidencia de que la formación de precios existente en Europa se haya visto socavada por el aumento de la competencia en la negociación.

2) «El marco regulatorio entre las bolsas y otros lugares no es equitativo»: muchas bolsas argumentan que la mayor competencia que enfrentan por parte de los MTF y los SI es injusta. Argumentan que estos mecanismos realizan cada vez más el mismo tipo de operaciones que las bolsas, pero que enfrentan una menor carga en términos de vigilancia del mercado, acceso abierto, resiliencia operativa y transparencia prenegociación.

>>> Creemos que es conveniente recalibrar algunos de los requisitos regulatorios introducidos por MiFID II para reflejar la evolución del mercado y garantizar que todos los tipos de negociación (tanto en centros de negociación como fuera de ellos) se realicen dentro de los objetivos del marco, pero esto no debería ir en detrimento del fomento de la competencia y la variedad en la negociación. Los bancos ya están sujetos a un alto grado de supervisión y regulación consolidadas en todas sus actividades.

3) 'Conectar las bolsas europeas entre sí y emular el modelo estadounidense aumentará la liquidez y mejorará los resultados para los inversores': el sello distintivo del modelo de mercado estadounidense es que todas las bolsas están conectadas entre sí y tienen que transmitir órdenes a otras bolsas bajo la 'regla de protección de órdenes' si otra bolsa ofrece un mejor precio.

>>> El problema de intentar emular esta estructura es que a) el sistema estadounidense fue diseñado para el mercado estadounidense y no puede transponerse a Europa, b) la distribución geográfica de las bolsas nacionales en Europa significa que la conexión de bolsas no funcionaría de la misma manera y c) las consecuencias no deseadas de la OPR (de reducir el tamaño de las transacciones y obligar a las empresas a centrarse únicamente en el precio para lograr la mejor ejecución) significan que está siendo revisada.

4) «La estructura del mercado de valores es injusta para los inversores minoristas y obstaculiza una mayor participación minorista»: un hilo conductor común en el pensamiento de muchos responsables políticos europeos es que la evolución de la estructura del mercado y la negociación perjudica a los inversores minoristas en términos de precios y resultados. >>> Si bien ampliar la participación minorista y garantizar una protección adecuada a los inversores es importante, no creemos que la estructura del mercado sea injusta para los inversores minoristas ni que constituya un obstáculo significativo para una participación más amplia. Los inversores minoristas tienen un acceso a la inversión más fácil que nunca a un coste mucho menor gracias a una gama cada vez mayor de brókeres especializados, bolsas dirigidas a minoristas y mecanismos de acceso minorista en las bolsas. Una cuestión más importante es si los brókeres centrados en el mercado minorista tienen una visión suficientemente amplia de la liquidez disponible en todo el ecosistema de negociación.

>>> Afirmación: 'La fragmentación de la estructura del mercado post-negociación y la competencia limitada actúan como una barrera para la actividad transfronteriza y una mayor liquidez en los mercados de valores'.

>>> El nivel de competencia en la negociación es mucho mayor que en la compensación y liquidación, ya que muchos operadores se han resistido a la presión del mercado y de la regulación durante los últimos 20 años para lograr un mayor acceso e interoperabilidad entre proveedores. Si bien la infraestructura del mercado es un tema político delicado, la existencia de 28 depositarios centrales de valores nacionales y la relativa falta de opciones para los participantes del mercado constituyen un importante obstáculo para un auténtico mercado único de valores.

RESUMEN DE RECOMENDACIONES

Tiempo de decisión

Si bien existe un consenso generalizado en el sector sobre el buen funcionamiento de los mercados de renta variable europeos, existe un amplio margen de mejora. Sin embargo, no existen soluciones milagrosas ni reformas drásticas en la estructura del mercado que transformen los mercados de renta variable europeos. A continuación, se presenta un resumen de algunas recomendaciones direccionales para reformas específicas y principalmente incrementales en la estructura del mercado, la fase post-negociación y el mercado en general, con el fin de impulsar los mercados de renta variable europeos (véase la página 32 para un análisis más detallado):

- **Obtener la información correcta:** la introducción de información consolidada en la UE y el Reino Unido será clave para mejorar Mercados europeos, ya que ofrecen una imagen más realista de la liquidez europea y una mejor comprensión de los patrones de negociación. Para ser eficaces, las cintas consolidadas deben tener suficiente profundidad y una latencia mínima. Para garantizar que la información contenida en las cintas contribuya realmente al descubrimiento de precios y proporcione a los inversores información significativa, será fundamental considerar cuidadosamente qué se incluye y qué no se incluye en ellas, y que el mercado en general consensúe los datos y las definiciones. Será crucial esperar a que se implementen las cintas consolidadas antes de realizar cambios importantes para abordar cualquier problema de liquidez percibido.
- **Tómese su tiempo:** puede resultar tentador para los responsables políticos lanzarse a reformas radicales, como la transposición de elementos del modelo estadounidense a Europa, la reescritura de gran parte de MiFID II o la adopción de un modelo de supervisión única para las bolsas, los centros de negociación y la infraestructura posnegociación. Los responsables políticos ya disponen de las herramientas regulatorias necesarias para abordar la mayoría de los problemas de los mercados. Estas herramientas pueden utilizarse para impulsar reformas más específicas e incrementales que reajusten el marco existente sin imponer costes masivos al sector, los emisores ni los inversores. Un aspecto clave para aumentar el atractivo de los mercados europeos, especialmente para los inversores internacionales, es mantener la estabilidad regulatoria, en lugar de otra década de importantes cambios regulatorios.
- **Apertura posterior a la negociación:** los inversores europeos tienen muchas opciones sobre dónde y cómo comerciar, con con quién negocian y, en cierta medida, dónde se compensan dichas operaciones. Sin embargo, no pueden elegir dónde se liquidan finalmente sus operaciones. Esto genera ineficiencia, incrementa los costos y fomenta la negociación mediante swaps de acciones en lugar de acciones subyacentes. En todo el sector existe consenso en que la post-negociación sigue siendo el mayor obstáculo para una mayor eficiencia y conectividad, y que una mayor competencia beneficiaría al mercado en general. Es importante comprender por qué los esfuerzos regulatorios de los últimos 20 años para fomentar una mayor competencia transfronteriza y la consolidación en la post-negociación han fracasado, y considerar qué medidas deberían tomarse para corregir esto.
- **Revitalizar T2S:** hasta la fecha, la plataforma T2S del BCE no ha logrado ofrecer el soporte transfronterizo prometido. Eficiencias en la liquidación y reducción de costes. Dada la importancia de mejorar la poscontratación, es fundamental mejorar y revitalizar T2S. Se deben tomar medidas para aumentar la conectividad de los CSD con T2S y mejorar su funcionalidad para hacerlo más atractivo. Esto incluye ampliar el número de divisas admitidas y optimizar su funcionalidad para eliminar el procesamiento a nivel de CSD. Entre la SIU y la inminente transición a la liquidación T+1, nunca ha sido tan necesaria una mayor armonización en la poscontratación europea, y T2S debería desempeñar un papel fundamental en este esfuerzo.
- **Panorama general:** las reformas a la estructura del mercado contribuirán a la creación de mercados de valores más grandes y eficaces en Europa, pero no serán eficaces sin reformas más amplias en todo el sector, tanto en el Reino Unido (con las reformas de Edimburgo y Leeds) como en la UE (a través de la unión de ahorros e inversiones). Las medidas prioritarias incluyen: simplificar el complejo marco regulatorio y el proceso legislativo; que los Estados miembros adopten medidas más rigurosas para desarrollar sus propios mercados de capitales (como en el caso de Suecia); optimizar la supervisión en toda la UE (posiblemente adoptando un modelo de supervisión única para la infraestructura del mercado, las bolsas y los centros de negociación, o añadiendo un mandato de competitividad a la supervisión de la UE); impulsar la demanda mediante la reforma de las pensiones y fomentar una cultura de inversión incentivando la inversión minorista; e infundir un renovado sentido de urgencia en el debate para animar a los gobiernos europeos a tomar medidas más concretas.

GLOSARIO - NEGOCIACIÓN DE ACCIONES 101

Un tema complejo

La negociación de acciones es mucho más compleja que antes y, como en muchas áreas financieras, ha desarrollado un lenguaje y una terminología propios que pueden resultar impenetrables para un profano. Es difícil redactar un informe sobre el futuro de la estructura del mercado de valores sin utilizar parte de esta jerga, por lo que a continuación se presenta un glosario de algunos de los términos clave en este debate (nota: a lo largo de este informe, hemos utilizado las mismas definiciones para los diferentes mecanismos de negociación que el proveedor de datos BMLL Technologies, fuente de muchos de los gráficos).

- CLOB (Libro Central de Órdenes Limitadas): mecanismo de negociación utilizado por las bolsas y los MTF para conciliar las órdenes de los clientes según la prioridad de precio. La negociación CLOB es totalmente transparente y permite a los clientes ver las órdenes de compra y venta agregadas.

- Libro oscuro: libro de órdenes de negociación donde los precios de oferta y demanda no se muestran antes de la operación, sino que se informan después de ella.

Swaps de acciones: contratos derivados en los que el inversor recibe el rendimiento de una acción individual o una cesta de valores sin poseer los activos subyacentes. Esto evita el pago del impuesto de timbre en el Reino Unido y otros mercados que aún lo tienen. En el mercado minorista, los swaps de acciones se conocen comúnmente como contratos por diferencia (CFD).

- Lit continua: negociación en un libro de órdenes (CLOB) durante todo el día de negociación organizado por una bolsa o un MTF, con precios de oferta y demanda y tamaños mostrados, con total transparencia previa y posterior a la negociación.

- MTF (sistema multilateral de negociación): lugar de negociación que ofrece una alternativa a las bolsas primarias/tradicionales para negociar acciones en diferentes mercados (como Cboe Europe, Turquoise o Aquis).

- OBOE (fuera de libro en bolsa): operaciones negociadas o grandes fuera del libro de órdenes según las reglas de un bolsa o lugar de negociación y se informa a través de una bolsa o lugar de negociación (nota: en este informe tratamos esto como negociación "fuera de lugar").

- Negociación en el mercado: la negociación realizada en el libro de órdenes de una bolsa principal o MTF (incluye negociación continua iluminada, subastas y negociación oscura). La negociación fuera del mercado es la que se realiza fuera de una bolsa principal o MTF (incluye negociación fuera del libro de órdenes en bolsa, intermediarios de valores y operaciones extrabursátiles).

Subasta de apertura y cierre: subastas celebradas al inicio y al final de la jornada bursátil en las bolsas principales, que agregan órdenes de compra y venta. Representan hasta el 40 % del volumen diario de negociación en las bolsas principales.

- OTC (over the counter): operaciones ejecutadas fuera de un lugar de negociación pero informadas después de la operación.

- Subastas periódicas: subastas frecuentes de formación de precios cortos organizadas por el intercambio principal y los MTF a lo largo del día de negociación.

- Formación de precios: el proceso mediante el cual se determinan los precios de los activos en los mercados financieros. Ocurre cuando el mercado... Los participantes responden a diversas fuentes de información, como precios, informes posteriores a la negociación, flujo de órdenes y sentimiento del mercado para tomar decisiones comerciales.

Operaciones que forman precios: transacciones que contribuyen a la formación de precios. Esto incluye la negociación continua y las subastas, y aproximadamente un tercio de la negociación fuera de recinto, como las SI, las OBOE y las OTC. Las operaciones sin formación de precios son transacciones, como las negociadas o las técnicas, que no influyen significativamente en el precio de mercado de un valor. Las operaciones que forman precios se suelen denominar coloquialmente liquidez "direccionable", aunque no existe una definición regulatoria clara de "direccionable".

- Bolsa primaria: bolsas nacionales tradicionales o existentes donde se emiten y cotizan acciones por primera vez (como Deutsche Boerse, Euronext, la Bolsa de Valores de Londres o Nasdaq y NYSE en los EE. UU.).

- Internalizadores sistemáticos: bancos y empresas de inversión que operan con su propio capital de forma frecuente, organizada y sistemática. Los internalizadores sistemáticos son un subconjunto de los instrumentos extrabursátiles (OTC) y están sujetos a transparencia pre y post-negociación para la negociación de acciones.

CONTENIDO Y SECCIONES

1) Introducción y resumen del informe

Introducción	2
Resumen ejecutivo	3
Prólogo de Goldman Sachs	5
Resumen: La estructura del mercado de valores europeo en la actualidad	6
Resumen: percepción vs realidad	7
Resumen: enmarcando el debate	8
Resumen: algunas recomendaciones para la reforma	9
Glosario: conceptos básicos sobre el comercio de acciones	10

2) La estructura del mercado de valores europeo en la actualidad

Una comparación de los mercados de capitales europeos y estadounidenses	12
Una comparación de la estructura del mercado de valores europeo y estadounidense	14
Competencia y fragmentación en el mercado de valores europeo	17
Cómo y por qué han cambiado los mercados de valores europeos	18
Ajustando los números	20

3) Cuestionando la narrativa sobre la estructura del mercado de valores europeo

La percepción de falta de liquidez	22
¿Qué podemos aprender del modelo estadounidense?	24
El futuro del comercio minorista en los mercados de valores europeos	26
Las barreras más amplias en los mercados de valores europeos	27

4) La agenda de reformas

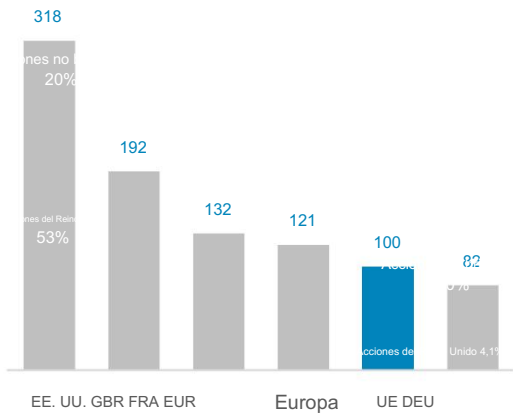
Áreas clave de debate	30
Recomendaciones para la reforma	33
Acerca de New Financial	36

CONTEXTO: MERCADOS DE CAPITALES EUROPEOS vs. ESTADOUNIDENSES

Fig. 1 Jugando a recuperar el terreno perdido

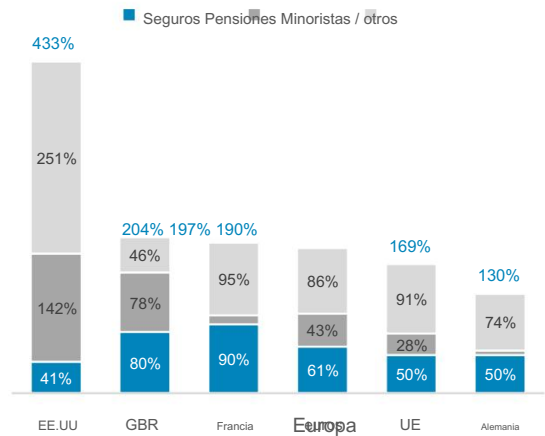
Antes de profundizar en los detalles de la estructura del mercado de valores en Europa, consideramos útil enmarcar el debate comparando el tamaño, la profundidad y el rendimiento de los mercados de capitales en EE. UU. y Europa. Los gráficos de las siguientes páginas muestran claramente que, en conjunto, los mercados de capitales son más pequeños, menos desarrollados y menos dinámicos en Europa que en EE. UU. (sobre todo si se excluyen mercados de capitales más desarrollados como el Reino Unido y Suiza). Se podría argumentar que la comparación general quizás haga que la brecha entre Europa y EE. UU. parezca mayor de lo que realmente es, pero también pone de relieve que Europa tiene muchos otros problemas, más allá de la estructura del mercado de valores, que debe abordar.

i) Profundidad general de los mercados de capital en relación con el PIB
Promedio en 27 sectores de actividad; tres años hasta finales de 2024; rebasado a UE = 100



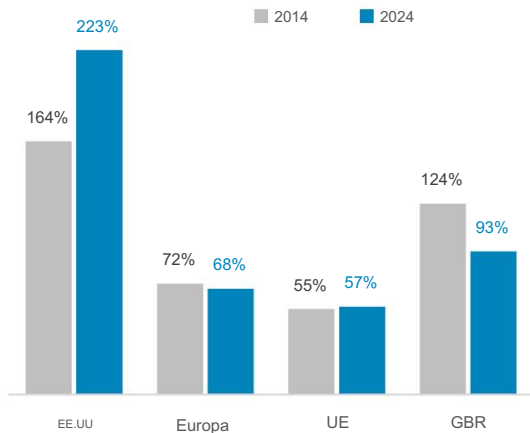
En promedio, en casi 30 sectores de actividad, los mercados de capital en los EE. UU. son más de tres veces más grandes que en la UE en relación con el PIB, y los mercados de capital en el Reino Unido son dos veces más profundos que en la UE.

ii) Fondos de capital a largo plazo como % del PIB (tres años hasta finales de 2024)



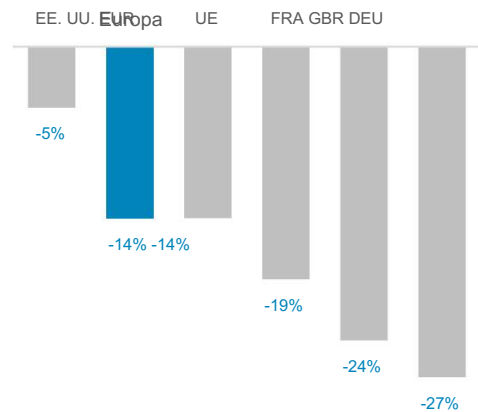
Los fondos de capital a largo plazo en Estados Unidos, en forma de pensiones, activos de seguros e inversiones minoristas, son más del doble de grandes en relación con el PIB que en Europa y la UE.

iii) Cambio en la capitalización de mercado como % del PIB 2014 a 2024



Durante la última década, el mercado bursátil estadounidense ha crecido más de un tercio en relación con el PIB. Los mercados mucho menos desarrollados de la UE se han estancado y el mercado del Reino Unido se ha contraído en relación con el PIB.

iv) Disminución del número de empresas nacionales que cotizan en bolsa % 2014 a 2024



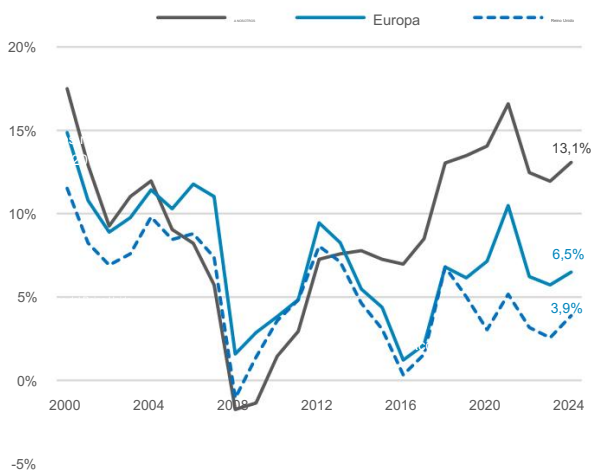
El número de empresas que cotizan en bolsa en Europa ha caído un 14% durante la última década (una pérdida neta de 1.065 empresas cotizadas), en comparación con una caída de sólo el 5% en Estados Unidos y una caída más pronunciada del 24% en el Reino Unido.

Fuente de todos los gráficos: Nuevo análisis financiero de datos de Dealogic, bolsas y fuentes públicas.

Fig.2 Quedando atrás

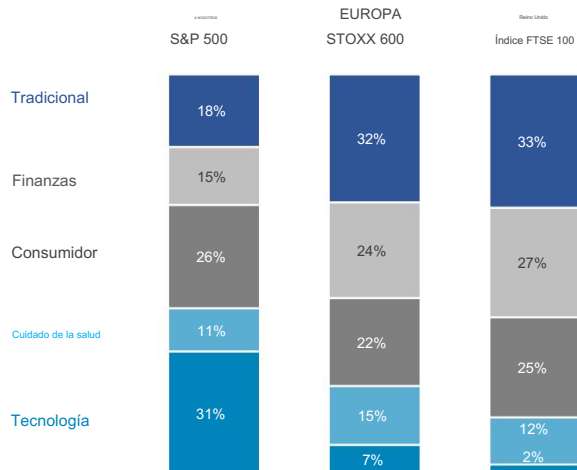
Los gráficos de esta página sugieren que, en comparación con EE. UU., los mercados de capitales europeos van en la dirección equivocada y que esta brecha se está ampliando. Una estructura de mercado de valores más eficiente y abierta que garantice una mayor competencia y fomente una mayor liquidez no es una varita mágica, pero podría contribuir a revertir la situación.

i) Rendimientos totales anualizados acumulados de 10 años sobre índices de referencia 2000 a 2024, rendimiento total en dólares estadounidenses



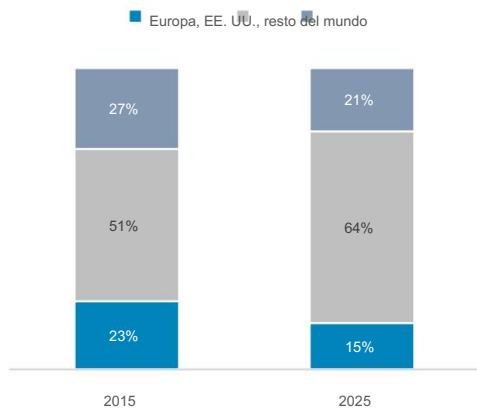
La rentabilidad anualizada a 10 años de la renta variable europea ha caído a tan solo la mitad de la de Estados Unidos (6,5 % frente al 13,1 %). El rendimiento europeo se distanció del estadounidense tras la crisis de la deuda soberana de 2011, y el del Reino Unido se distanció de Europa tras el referéndum del Brexit de 2016.

ii) Las diferencias en la composición del mercado de valores por sector principal 2024



Los mercados bursátiles europeos están dominados por empresas de sectores más tradicionales (como el energético y el industrial) y el financiero. En EE. UU., las acciones tecnológicas representan casi un tercio de la capitalización bursátil, en comparación con el 7 % en Europa y tan solo el 2 % en el Reino Unido.

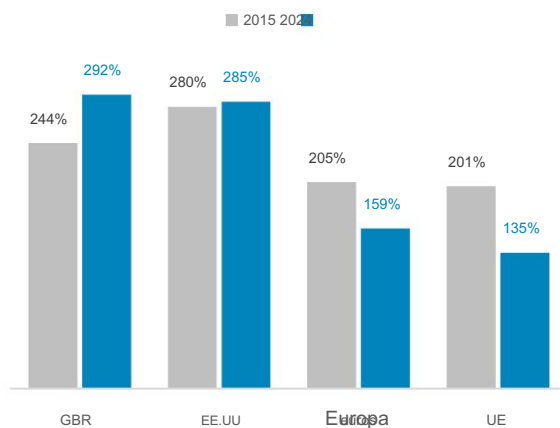
iii) El cambio en la participación regional del índice MSCI World % 2015 a 2025



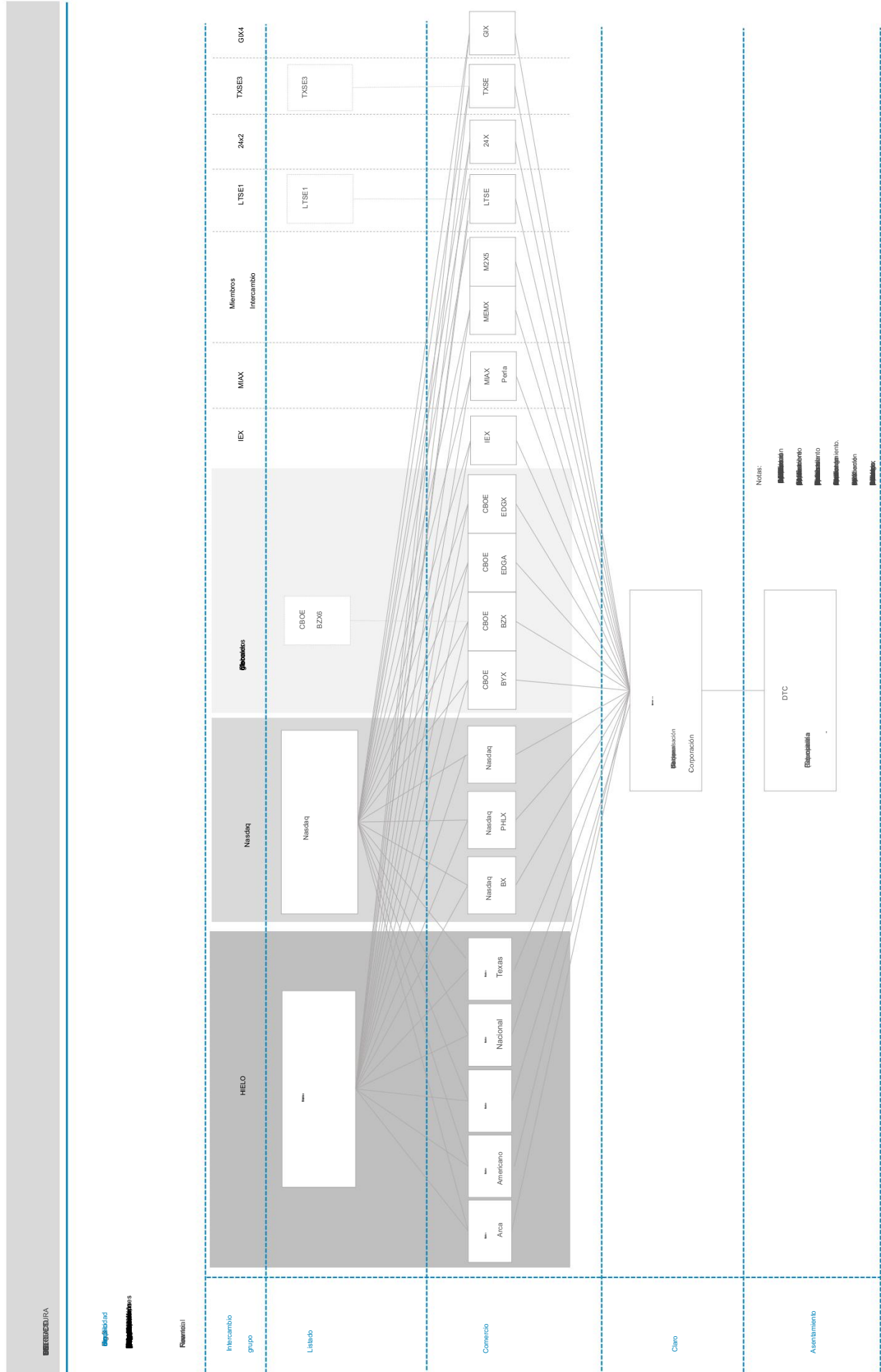
La participación del mercado estadounidense en el índice MSCI World ha aumentado con respecto a la última década, de poco más de la mitad a casi dos tercios. La cuota de mercado de Europa se ha reducido de casi una cuarta parte a solo el 15%.

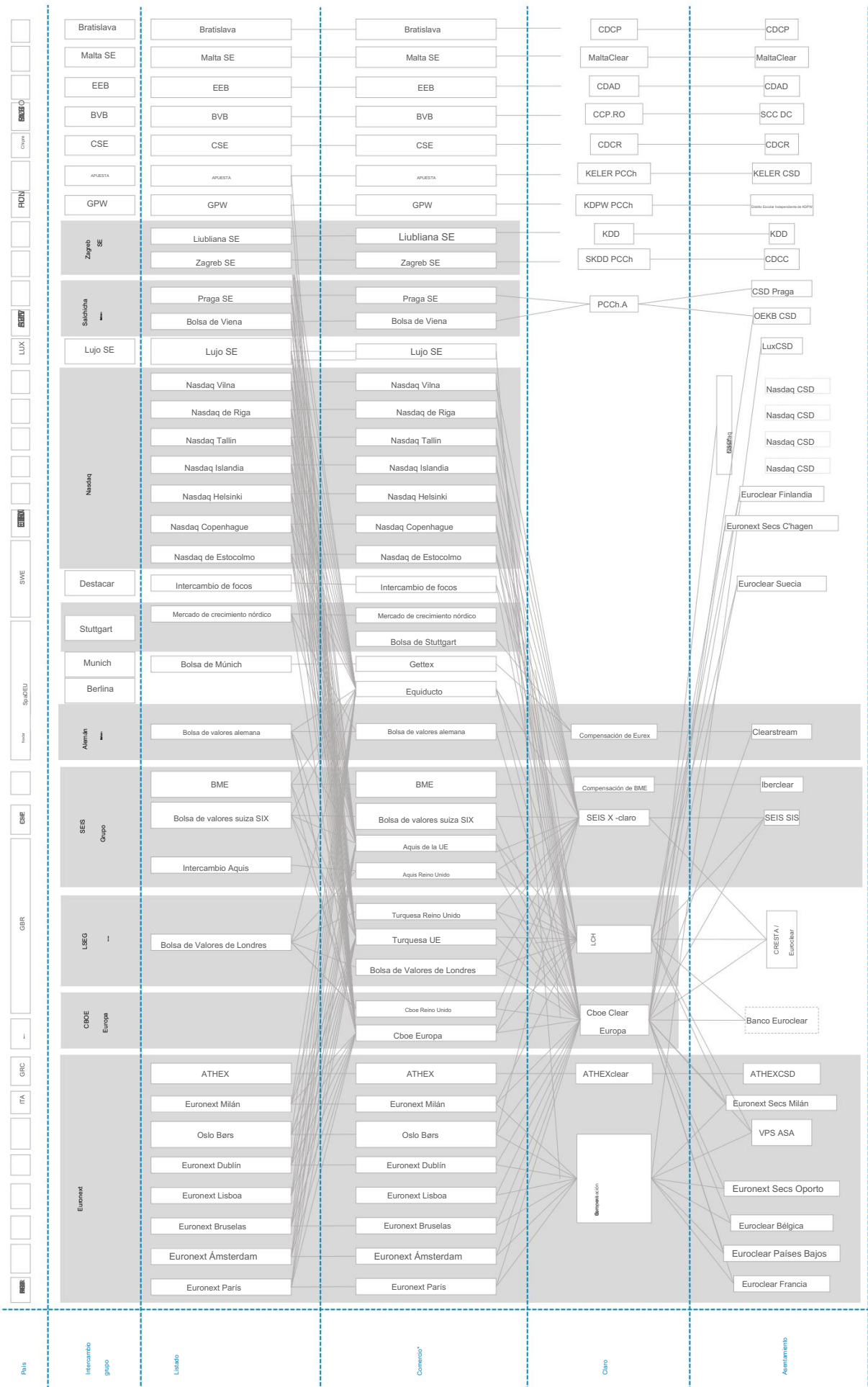
Fuente de todos los gráficos: Nuevo análisis financiero de datos de FTSE, Stoxx, MSCI, bigxyt y otras fuentes públicas

iv) Valor total de las operaciones como porcentaje de la capitalización de mercado de 2015 a 2024



Los mercados de valores de EE. UU. y el Reino Unido tienen aproximadamente el doble de liquidez a nivel general que el promedio europeo y de la UE, según el valor de las operaciones como porcentaje de la capitalización bursátil. La liquidez ha aumentado ligeramente en EE. UU. y el Reino Unido durante la última década, pero ha disminuido en la UE.





Una comparación cruda

No es novedad que Europa cuenta con una compleja red de bolsas de valores e infraestructura de mercado post-negociación, pero las infografías de las dos páginas anteriores describen este problema con especial crudeza. En el debate sobre el futuro de la estructura del mercado de valores en Europa, es evidente que probablemente no se quiera empezar desde aquí, pero las posibles soluciones no siempre son tan sencillas ni obvias como parecen.

Fig.5 ¿Un mercado único?

Estructura del mercado de valores en Europa y EE.UU. (finales de 2024)

Métrico	Europa	EE.UU.
Valor comercial	17 € billones	60 € billones
Valor como % del PIB	70%	220%
Comercio como % de la capitalización de mercado	159%	285%
# Intercambio grupos	20	8
# Intercambios de listados	35	2
# Intercambios comerciales	42	17
# PCC	17	-
# CSD	28	-

Fuente: Nuevo análisis financiero

Fragmentación de titulares: La fragmentación de titulares a nivel nacional constituye un obstáculo para las economías de escala y la eficiencia en los mercados de valores europeos, y es una de las muchas razones por las que el mercado bursátil estadounidense es casi cuatro veces mayor que el europeo en valor y tres veces mayor en relación con el PIB. Es comprensible por qué Friedrich Merz, el canciller alemán, abogó recientemente por una bolsa de valores única en Europa para competir con la estadounidense. Esta fragmentación también limita la competencia: las bolsas nacionales no compiten entre sí por la mayoría de las cotizaciones (alrededor del 90 % de las empresas europeas que cotizan en bolsa lo hacen en su mercado local) ni por la negociación de empresas que cotizan en otras bolsas (aunque sí compiten con plataformas como CBOE, Turquoise y Aquis).

Un análisis más detallado: esta fragmentación de titulares no es del todo sorprendente. Tener una infraestructura de mercado en Europa basada en criterios nacionales —donde cada país suele tener su propia bolsa de valores, normalmente su propia CCP y su propio CSD— puede parecer ineficiente, pero es un modelo ampliamente implementado en todos los mercados del mundo (la infografía equivalente para Asia Pacífico sería muy similar). Las bolsas, las CCP y los CSD se consideran a menudo símbolos de soberanía nacional, y la experiencia de la crisis financiera y las consecuencias de la invasión de Ucrania han aumentado la sensibilidad política de estas instituciones.

La dirección correcta: el mercado europeo avanza en la dirección correcta en términos de consolidación. La mayor bolsa de valores de Europa por volumen de negociación es CBOE, una plataforma transfronteriza que representa el 25 % de toda la negociación bursátil. Euronext y Nasdaq poseen y operan cada una siete bolsas nacionales (pronto serán ocho con la adquisición de Athex en Grecia por parte de Euronext), que representan el 56 % y el 14 % del valor de mercado de la UE, respectivamente. Si bien esto ha aportado algunos beneficios, como la racionalización de los sistemas de negociación, los mercados subyacentes siguen operando como mercados separados dentro de cada grupo y existe margen para una mayor consolidación dentro del grupo bursátil.

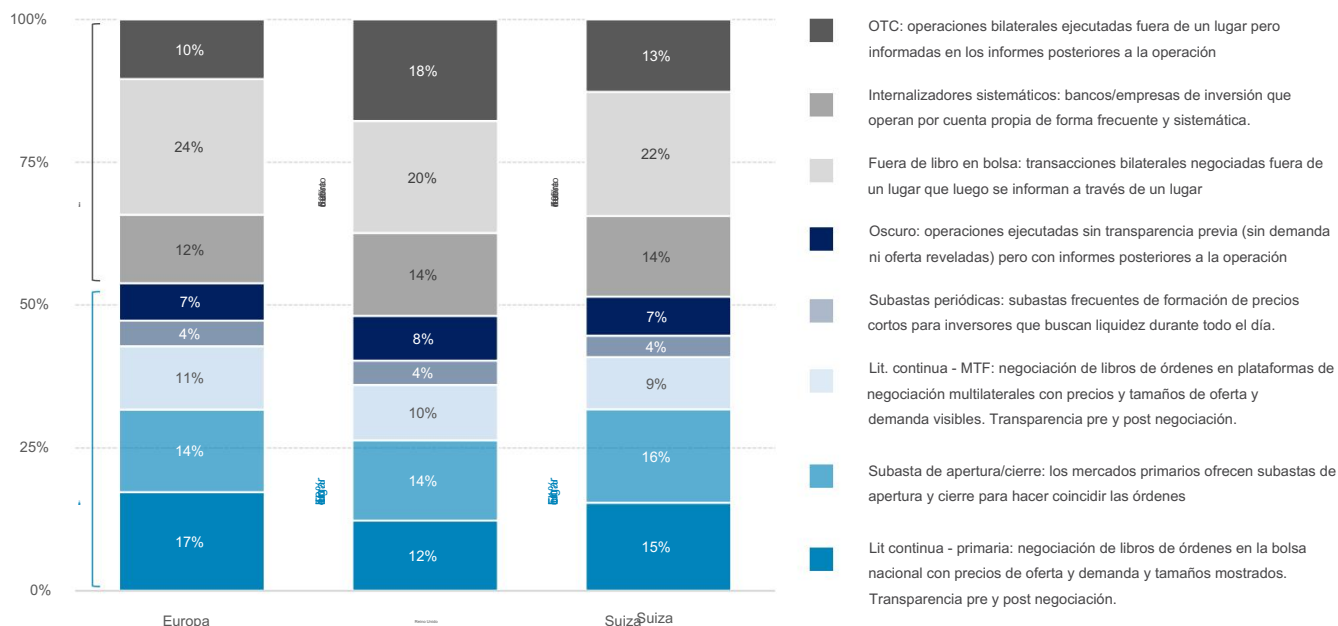
Un problema más amplio: la mayoría de las barreras restantes para una mayor consolidación en la cotización y la negociación se encuentran en la fase inicial (en forma de diferentes marcos legales y regulatorios) o en la fase final (con infraestructura posnegociación). Es en la fase posnegociación donde la comparación con EE. UU. es más marcada: la competencia solo ha logrado avances limitados en compensación en los últimos 20 años y prácticamente nulos en liquidación. Si bien una única CCP y una única CSD europeas es una quimera, existe una necesidad urgente de mayor competencia y consolidación entre CCP y CSD para impulsar la actividad transfronteriza y reducir los costos (que suelen ser al menos un 50 % más altos que en EE. UU.).

Cuidado con lo que deseas: si bien avanzar hacia un modelo más cercano al estadounidense parece atractivo a primera vista, en este informe argumentamos que transponer un modelo que ha evolucionado durante doscientos años en una gran economía única no funcionaría ni para Europa en su conjunto ni para la UE. Además, se podría argumentar que la estructura bursátil en EE. UU. está aún más fragmentada que en Europa, con 17 bolsas (pronto serán 20) compitiendo por prácticamente todas las operaciones en prácticamente todos los valores.

COMPETENCIA Y FRAGMENTACIÓN EN EL NEGOCIO DE ACCIONES

Fig.6 Un mercado competitivo

Porcentaje del valor total de las transacciones de acciones declaradas en Europa, el Reino Unido y Suiza por tipo de mecanismo de negociación
Enero a julio de 2025



Fuente: BMLL y nuevo análisis financiero

Suma de partes

La fragmentación nacional de la mayoría de las bolsas europeas se refleja en la fragmentación en la forma y el lugar de negociación de las acciones europeas, con diferentes plataformas y tipos de negociación que compiten directamente entre sí. El gráfico anterior muestra un desglose simplificado de la cuota de mercado de los principales mecanismos de negociación en la renta variable europea este año para Europa en su conjunto, el Reino Unido y Suiza.

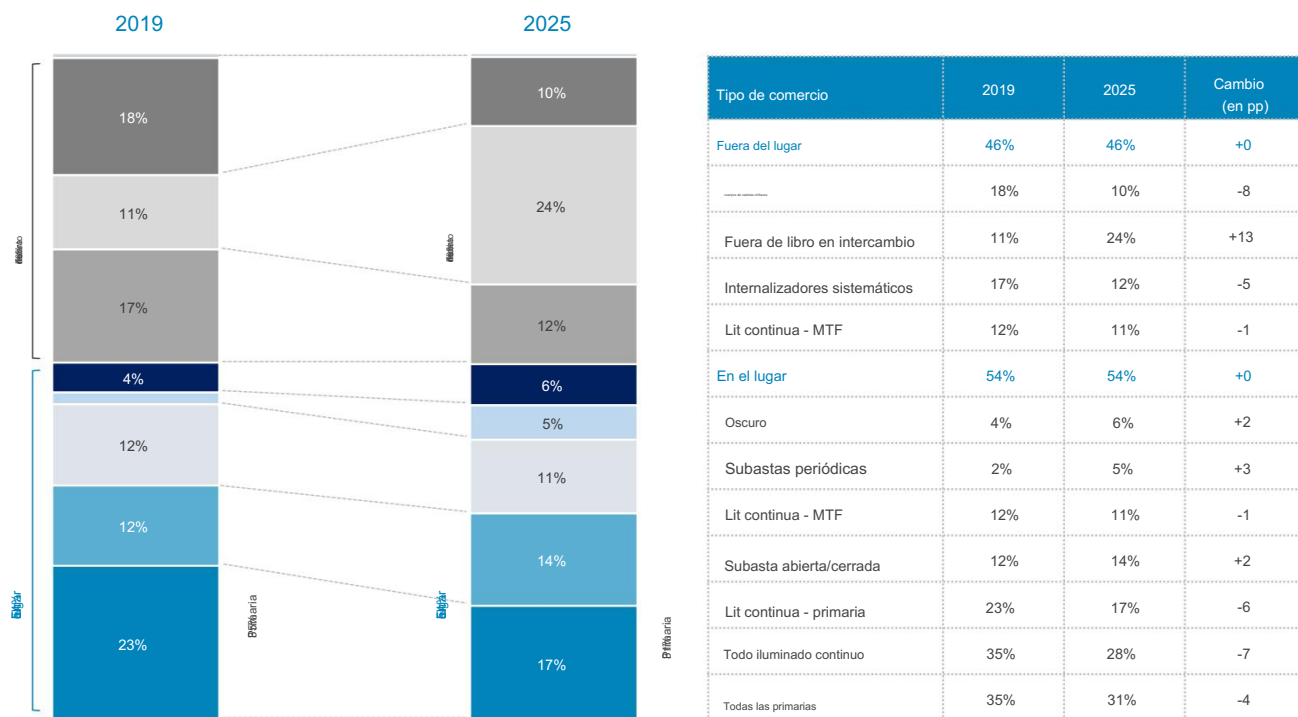
La principal división se da entre la negociación en el mercado (en los diferentes tonos de azul), con una participación combinada del 54% en toda Europa del volumen total de negociación reportado, y la negociación fuera del mercado (en los diferentes tonos de gris), con una participación combinada del 46%. Uno de los aspectos más llamativos de la negociación de acciones en Europa es lo poco que se realiza como negociación continua en los libros de órdenes electrónicos de las principales bolsas (las columnas azul oscuro en la parte inferior); ahora representa solo el 17% de la negociación total en Europa (y solo el 12% en el Reino Unido). Esta ha sido la base de la negociación de acciones en Europa durante gran parte de los últimos 25 años y los reguladores la consideran la forma más abierta, pública y transparente de negociación, con precios de oferta y demanda mostrados junto con el tamaño de las operaciones. Otro 14% de la negociación en Europa se ejecuta en subastas de cierre (principalmente organizadas por las bolsas primarias), lo que significa que las bolsas primarias representan menos de un tercio de la negociación (31% en toda Europa, 33% en la UE y 26% en el Reino Unido). Un 11% adicional de las transacciones se lleva a cabo de manera continua a través de plataformas de negociación como Cboe y Aquis y otro 4% mediante subastas periódicas a lo largo del día.

El resto se realiza fuera de la sede, donde los participantes del mercado negocian directamente entre sí y negocian el precio, en lugar de que sus operaciones se casen automáticamente en subastas o libros de órdenes. Este es un área compleja y existe un amplio debate dentro del sector y entre los reguladores sobre las definiciones precisas de parte de esta negociación y su grado de contribución a la formación de precios, además de ser accesible para la mayoría de los participantes del mercado. Sin embargo, resulta sorprendente que los internalizadores sistemáticos representen ahora dos tercios de la negociación en Europa que la negociación continua en las bolsas primarias (12% frente al 17%) y tengan una mayor participación en el total de la negociación declarada en el Reino Unido (14% frente al 12%).

CÓMO HA CAMBIADO EL MUNDO

Fig.7 Un cambio sorprendente

El cambio en cómo y dónde se negocian las acciones en Europa de 2019 a 2025 (valor total de las transacciones informadas)



Fuente: BMLL y nuevo análisis financiero

Un paisaje en evolución

El panorama de la negociación de acciones en Europa ha cambiado radicalmente en la última década, con tres tendencias claras: la disminución de la cuota general de negociación continua; la disminución de la cuota de las bolsas tradicionales o principales; y la aparición y el auge de nuevos mecanismos de negociación, como las subastas, los libros oscuros y los internalizadores sistemáticos. Muchos de estos cambios son resultado de decisiones deliberadas para aumentar la competencia en la negociación de acciones europeas. Esta mayor competencia ha traído consigo numerosos beneficios, como una mayor variedad de opciones, mayor innovación y menores costes de negociación, pero ha suscitado preocupación entre algunos reguladores y responsables políticos europeos.

El gráfico anterior muestra la variación de la cuota de mercado de los diferentes mecanismos de negociación entre 2019 y 2025. Quizás lo más llamativo sea que la división principal entre la negociación en el mercado (en diferentes tonos de azul) y la negociación fuera del mercado (en gris) se ha mantenido en un 54 % y un 46 % respectivamente. Esto sugiere que la mayor parte del cambio en la negociación en el mercado que ha dominado el debate durante los últimos años (como la disminución de la negociación continua en las bolsas primarias del 23 % al 17 %) se ha debido a los cambios entre los diferentes tipos de negociación en los mercados (como el crecimiento de las subastas periódicas, las subastas de apertura y cierre, y los libros oscuros), no al auge de la negociación fuera de los mercados.

La tendencia se complica con la negociación fuera de sede, en parte debido a los cambios en los requisitos regulatorios (gran parte del aumento de las operaciones fuera de registro en bolsa y la caída de las operaciones OTC se debe a la modificación por parte de la FCA de la información sobre las operaciones OTC en 2024). Si bien las cifras de internalizadores sistemáticos varían según el punto de partida o el mercado, su participación ha crecido desde prácticamente cero cuando se introdujeron con la MIFID 1 en 2007 hasta el 12 % de toda la negociación de acciones en Europa en la actualidad (y una cuota de mercado de aproximadamente el 15 % en el Reino Unido). La mayor parte de la negociación fuera de sede no contribuye a la formación de precios, pero casi un tercio de ella es potencialmente accesible al mercado en general (para más detalles, véase la página 20).

Un paisaje cambiante

No cabe duda de que el panorama europeo de liquidez ha cambiado en las últimas décadas. Estos cambios se han visto impulsados por una combinación de factores, entre ellos la regulación, las mejoras tecnológicas y los cambios en la dinámica del mercado.

A continuación se presenta un resumen de cinco de los principales impulsores (interconectados) de estos cambios:

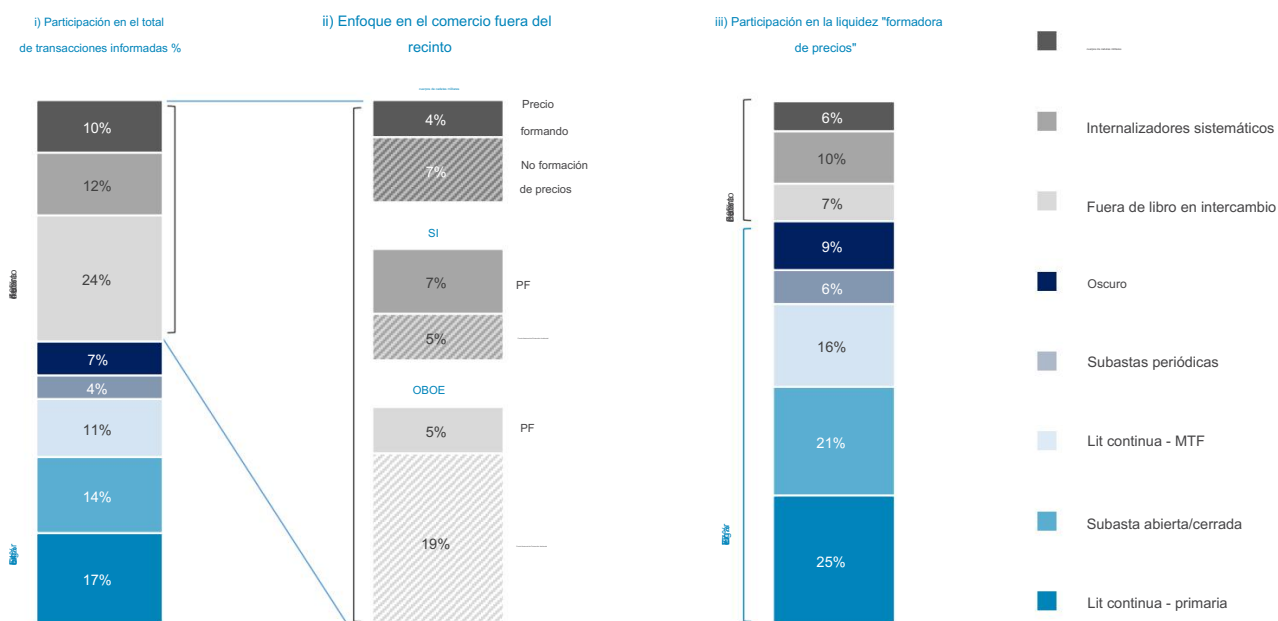
- **Una decisión deliberada:** la evolución del entorno comercial europeo no ha sido casual. Es consecuencia de una serie de decisiones políticas deliberadas, iniciadas con Mifid I en 2007 y aceleradas por Mifid II en 2018, para aumentar la competencia y la innovación en los mercados de valores europeos. Estas medidas tuvieron un gran éxito y han brindado a los participantes del mercado más opciones para encontrar las mejores estrategias de negociación para satisfacer las necesidades de sus clientes y cumplir mejor con sus obligaciones de mejor ejecución. Si bien algunos participantes del mercado argumentan que se ha ido demasiado lejos (incluidos algunos responsables políticos europeos), la disminución de la negociación continua y en las bolsas primarias es una característica, no un defecto, de la política de los mercados europeos. La negociación en otros mecanismos también es una decisión deliberada de muchos participantes del mercado en busca de menores costos y un mejor rendimiento comercial.
- **Un cambio en los participantes del mercado:** Se ha producido un cambio drástico en los participantes del mercado que ha alterado radicalmente el perfil de los mercados de renta variable europeos. Durante la última década, se ha producido un aumento drástico en la proporción de empresas de negociación de alta frecuencia o empresas de negociación principales (como Citadel Securities, Jane Street y Optiver), que proporcionan liquidez operando con su propio capital y desplegando una enorme capacidad de procesamiento para detectar patrones de negociación y operar a la velocidad de la luz. Los fondos de cobertura sistemáticos también se han convertido en participantes más importantes del mercado, con estrategias apalancadas que crean una importante presencia en el mercado, que a menudo se implementa mediante swaps de acciones. Si bien la liquidez proporcionada por las empresas de negociación principales es vital, la ventaja informativa que han desarrollado ha disuadido a otros participantes del mercado de operar en los libros centrales de órdenes limitadas.
- **Un círculo vicioso en la negociación:** este cambio en la composición de los participantes del mercado ha contribuido a lo que algunos gestores de activos describieron como un entorno de liquidez tóxico (con un alto grado de asimetría informativa entre los participantes del mercado) y un círculo vicioso en la negociación continua. Los gestores de activos con los que hablamos afirmaron que la negociación continua era una parte importante de su estrategia, pero a menudo ocupaba el último lugar en su lista de prioridades debido a su mayor impacto en el mercado. Los altos volúmenes en las subastas de cierre (en parte impulsados por el deseo de reducir los impactos en el mercado y la fuga de información en la negociación continua) implican una menor liquidez durante el resto de la jornada; esto hace que la negociación continua sea menos atractiva, impulsando más operaciones a la subasta de cierre o a otros mecanismos, lo que reduce la negociación continua, etc.
- **El crecimiento de la gestión pasiva:** la inversión pasiva o indexada ha crecido significativamente en los últimos años. En décadas, los fondos de inversión europeos han superado el 40% de sus activos. Este crecimiento ha incrementado la demanda de un precio de referencia diario para los fondos cotizados en bolsa (ETF) y los valores individuales de los fondos pasivos, lo que ha impulsado un aumento significativo en el volumen de operaciones que se casan automáticamente en las subastas de cierre celebradas (principalmente) por las bolsas primarias. El aumento del volumen en las subastas de apertura y cierre (que ahora representa alrededor del 40% de toda la negociación primaria) absorbe liquidez del resto de la jornada de negociación en las plataformas primarias. Este cambio es global y no se limita a los mercados europeos.
- **El auge de los mercados privados:** el tamaño de estos mercados casi se ha cuadruplicado a nivel mundial durante la última década, lo que ha afectado la liquidez en los mercados de renta variable públicos de tres maneras. En primer lugar, las empresas permanecen privadas durante más tiempo o deciden no cotizar en bolsa, lo que ha provocado una disminución de nuevas emisiones. En segundo lugar, se ha producido un aumento en la privatización de empresas cotizadas, lo que ha reducido la liquidez del mercado. Por último, los inversores buscan invertir cada vez más en los mercados privados, lo que desvía fondos que tradicionalmente habrían fluyedo hacia los mercados públicos, reduciendo aún más la demanda y la liquidez. Los responsables políticos del Reino Unido y Europa están explorando maneras de incentivar a los fondos de pensiones a invertir más en activos privados, así como de ampliar el acceso minorista a ellos, lo que podría acelerar aún más el crecimiento de los mercados privados a expensas de los mercados públicos.

AJUSTANDO LOS NÚMEROS

Fig.8 Una perspectiva alternativa

Diferentes maneras de pensar sobre la participación de los distintos mecanismos comerciales en Europa

Enero a julio de 2025



Fuente: BMLL y nuevo análisis financiero

Liquidez accesible

Si aún no lo ha notado, la negociación de acciones en Europa es bastante compleja. Un problema con la fragmentación y la competencia entre los diferentes mecanismos es que los datos principales pueden ser confusos y, en ocasiones, engañosos. Una de las principales preocupaciones en este debate es hasta qué punto la competencia entre los mecanismos de negociación está reduciendo la visibilidad o la accesibilidad de la liquidez total disponible para el mercado en general. Hay al menos dos ajustes que se pueden realizar a los volúmenes totales reportados para aclarar la situación.

El primer ajuste se centra en las operaciones fuera de libro en bolsa, que representan el 24 % del volumen total reportado. Se trata de operaciones realizadas fuera del libro de órdenes, bajo las normas de una bolsa o centro de operaciones, pero reportadas en él. Alrededor del 80 % de estas operaciones (19 % del volumen total reportado) no forman precios y se basan principalmente en operaciones reportadas para fines de compensación y liquidación. Algunos participantes del mercado argumentan que debería eliminarse por completo de cualquier análisis de liquidez. Si bien esto reduciría el valor total de las operaciones en una quinta parte, la proporción de operaciones en el centro de operaciones aumenta del 54 % (sobre la base del volumen total reportado) al 66 % sobre una base ajustada.

El segundo ajuste implica adoptar el mismo enfoque para todas las operaciones sin formación de precios realizadas a través de OBOE, SIs u OTC. Estos mecanismos representan el 46 % del volumen total informado, pero al profundizar, se observa que solo un tercio (35 %) de estas operaciones son de formación de precios (véase la Fig. 8ii anterior). La parte de estas operaciones sin formación de precios (aproximadamente dos tercios) no suele considerarse visible para el mercado en general, pero la parte de formación de precios es potencialmente accesible para los participantes del mercado. Si se excluye del análisis la parte de las operaciones sin formación de precios, se obtiene una imagen más clara del valor total de la formación de precios y de las operaciones potencialmente accesibles. En general, esto es aproximadamente un 30 % menor que el volumen total informado, pero es sorprendente que las operaciones en el mercado representen más de tres cuartas partes de todas las operaciones de formación de precios, y solo una cuarta parte se realice fuera del mercado.

Un modelo imperfecto

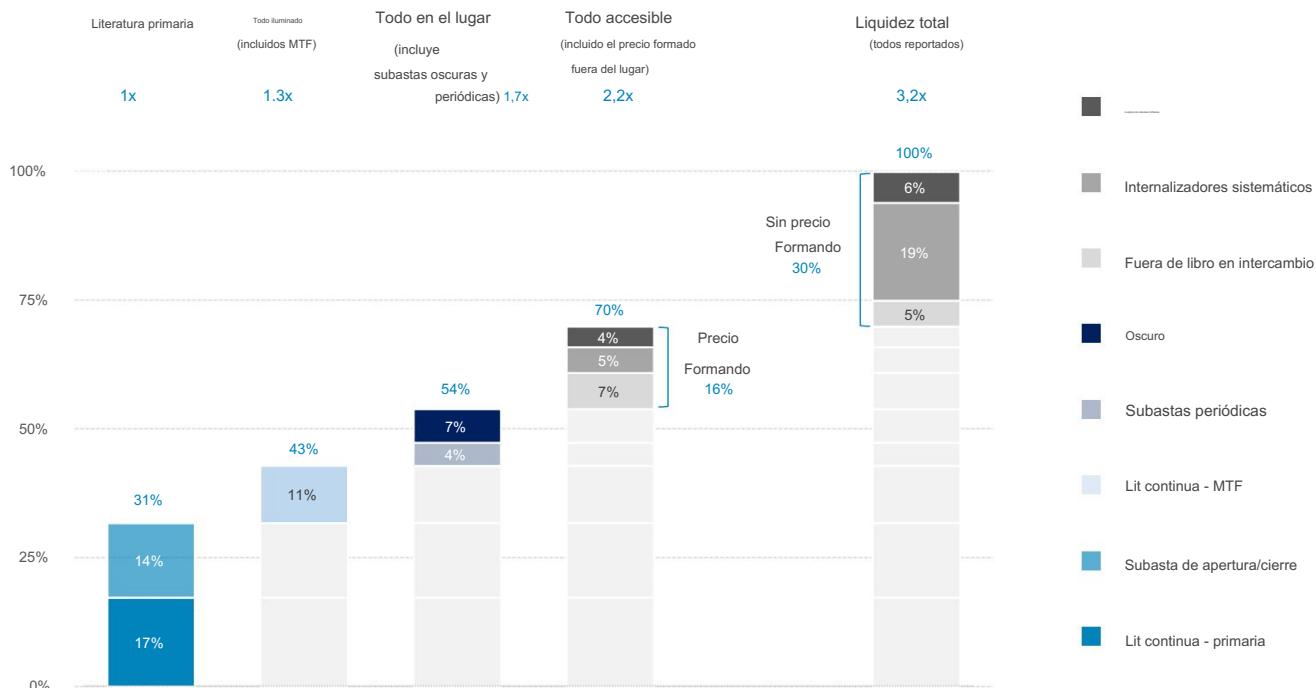
Esta sección da un paso atrás y cuestiona algunas de las narrativas predominantes en los mercados de renta variable europeos y sus alrededores. Argumenta que, a pesar de la fragmentación general de la estructura del mercado, los mercados de renta variable europeos funcionan mejor de lo esperado, son más líquidos de lo que se cree, y que las principales barreras para unos mercados de renta variable más profundos y líquidos se encuentran en la fase inicial (en forma de divergencia regulatoria y fondos de capital a largo plazo subdesarrollados) y en la fase final (en forma de infraestructura posnegociación).

La percepción de falta de liquidez	22
¿Qué podemos aprender del modelo estadounidense?	24
El futuro del comercio minorista en los mercados de valores europeos	26
Las barreras más amplias en los mercados de valores europeos	27

LA FALTA DE LIQUIDEZ PERCIBIDA (1)

Fig.9 Una piscina más profunda

Liquidez total accesible en acciones europeas a través de diferentes tipos de mecanismos de negociación (como porcentaje del total de operaciones declaradas)
Enero a julio de 2025



Fuente: BMLL y nuevo análisis financiero

Percepción vs realidad

Quizás la mayor consecuencia imprevista del aumento de la competencia y la fragmentación en la negociación de acciones europeas es que ha contribuido a alimentar una narrativa de baja liquidez que envía una señal negativa a inversores y emisores, pero que resulta cada vez más engañosa. Uno de los mensajes clave de este informe es que los mercados europeos son mucho más líquidos de lo que los titulares podrían sugerir, y que los inversores pueden acceder a más del doble de liquidez que la disponible en las bolsas principales utilizando otros mecanismos de negociación.

El gráfico anterior muestra una escala de liquidez para la negociación de acciones europeas este año y destaca el aumento de la liquidez disponible a través de diferentes mecanismos de negociación. Muchos inversores, responsables políticos, proveedores de datos y analistas se centran en la liquidez primaria (lit primary) como principal medida de liquidez (en la columna azul de la izquierda), que incluye la negociación continua lit y las subastas en bolsas tradicionales. El declive de este tipo de negociación en la última década significa que solo representa un tercio del volumen total de negociación (31%). Si un inversor amplía su gama de operaciones para incluir MTF, la liquidez disponible es 1,3 veces mayor que la de la liquidez primaria lit (43% del volumen declarado). Si la amplía aún más para incluir libros oscuros y subastas periódicas, la liquidez disponible es 1,7 veces mayor (54% del volumen). Y conectarse con unos pocos bancos o empresas de inversión significaría que su liquidez disponible es 2,2 veces mayor que la de la liquidez primaria por sí sola, incluyendo el elemento formador de precios de las operaciones en SI, las operaciones "fuera de libro en bolsa" o las operaciones OTC (que suman hasta el 70% de los volúmenes totales informados).

Este enfoque también ayuda a cuestionar la opinión generalizada de que solo se negocia en plataformas accesibles para el mercado en general. En el gráfico anterior, la negociación en plataformas representa el 54 % del volumen total reportado: pasar del 54 % al 70 % aumenta efectivamente la liquidez potencialmente accesible en casi un tercio.

LA FALTA DE LIQUIDEZ PERCIBIDA (2)

Una verificación de la realidad

Una forma de analizar el aparente bajo nivel de liquidez en los mercados europeos es preguntarse si, en realidad, la liquidez en Europa se encuentra aproximadamente donde cabría esperar, dado el valor de mercado de las bolsas europeas. ¿Quizás Estados Unidos sea la excepción, en lugar de un modelo que cualquier otro país pueda o deba intentar emular?

El gráfico superior derecho muestra la relación entre el valor de cada mercado bursátil y los niveles de liquidez general (medidos por el volumen total de negociación como porcentaje de la capitalización bursátil, conocido como velocidad de rotación). Muestra una correlación bastante alta entre el tamaño de un mercado y la liquidez general: los mercados por encima de la línea son menos líquidos de lo que cabría esperar dado su tamaño, y los mercados por debajo son más líquidos (siendo el Reino Unido, en el tramo superior, un ejemplo destacado).

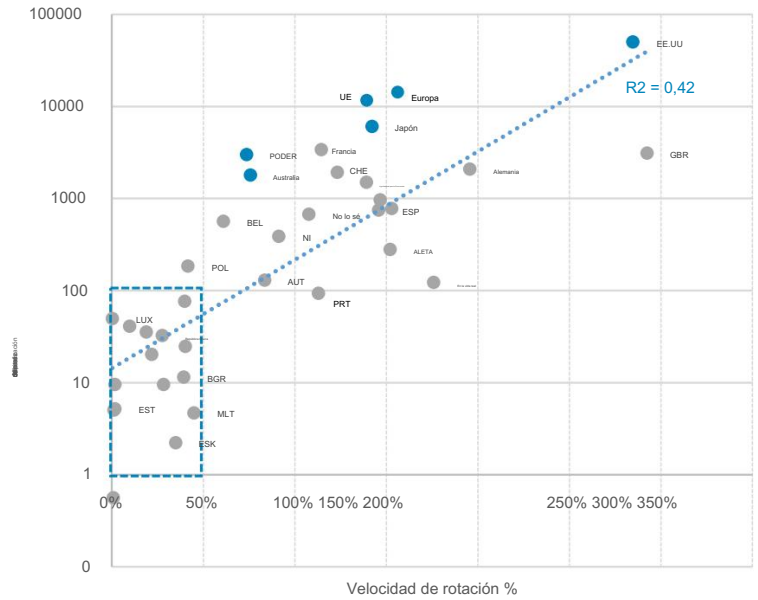
Todos los mercados europeos con una capitalización bursátil combinada inferior a 100 000 millones de dólares (excepto Portugal) tienen una facturación inferior al 50 % (véase el segmento sombreado en la esquina inferior izquierda). Y todos los mercados con un valor superior a un billón de dólares tienen una facturación superior al 100 %. La liquidez en Europa y la UE se sitúa aproximadamente en línea con la de otros grandes mercados desarrollados como Australia, Canadá y Japón.

Por otra parte, parece existir una relación inversa entre el volumen de operaciones realizadas en las bolsas primarias y la liquidez. El gráfico inferior derecho muestra que los mercados con una proporción particularmente alta de operaciones realizadas en los libros de órdenes primarios (en el segmento sombreado) son mucho menos líquidos. Y en los mercados con una participación primaria del 30% al 40%, los mercados más grandes son más líquidos. Este argumento puede ser un poco circular (los mercados más grandes atraen más interés de otros tipos de operaciones y, por lo tanto, son más líquidos), pero, a nivel general, sugiere que una mayor competencia conlleva mayores niveles de liquidez.

Fig.10 ¿Una cuestión de escala?

i) La relación entre el tamaño del mercado y la liquidez

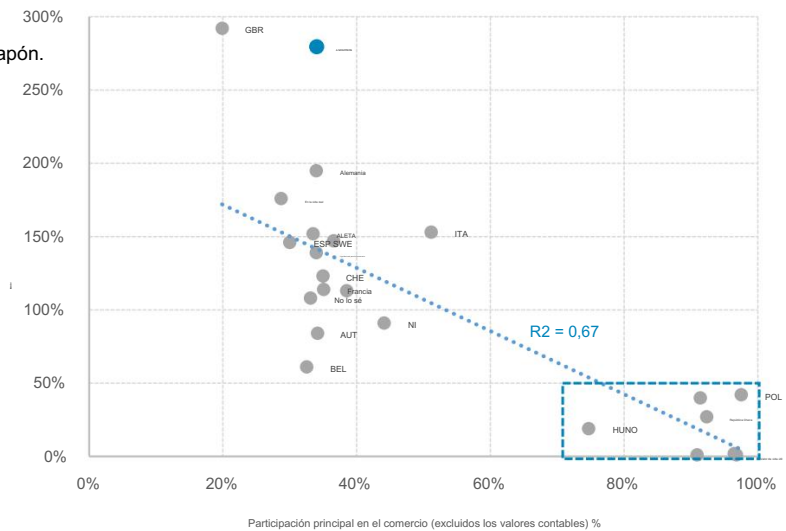
Capitalización de mercado (escala logarítmica) y valor comercial como % de la capitalización de mercado



Fuente: Nuevo análisis financiero de datos de BMLL y fuentes públicas

ii) La relación entre competencia y liquidez

Porcentaje de operaciones realizadas en valores primarios continuos y valor de las operaciones como % de la capitalización de mercado



Fuente: Nuevo análisis financiero de datos de BMLL

¿Una modelo seductora?

El mercado estadounidense, más simplificado, suele considerarse una estructura a la que Europa debería aspirar. En particular, se suele plantear como modelo emular el «sistema de mercado nacional» que conecta las bolsas estadounidenses. Sin embargo, más allá de los titulares, resulta menos claro que el modelo estadounidense ofrezca una hoja de ruta adecuada para Europa.

- **¿Un mercado único?** Cuando se piensa en Estados Unidos como un mercado único, generalmente se refieren a uno de dos...

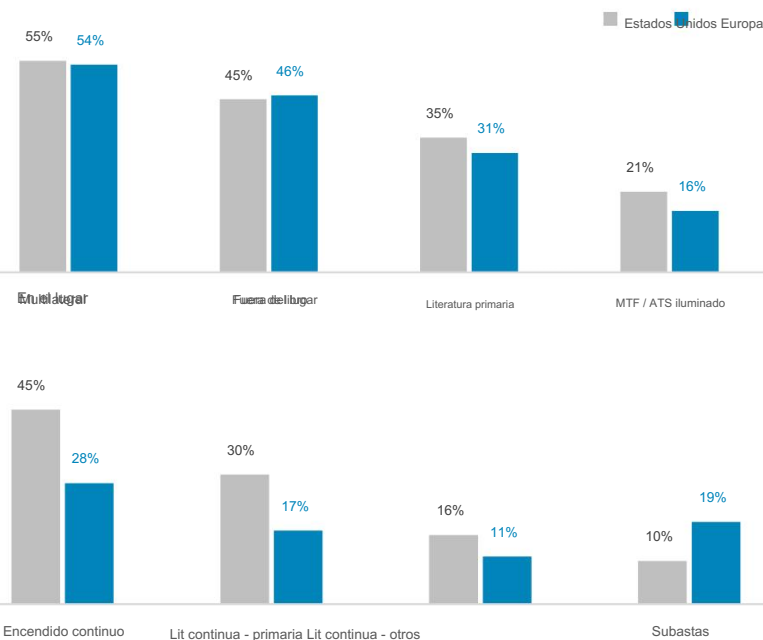
Hay varias cosas: el duopolio efectivo en las bolsas de valores entre el Nasdaq y la Bolsa de Nueva York, o la estructura única de compensación y liquidación post-negociación. Sin embargo, entre estas dos capas existe un entorno comercial fragmentado con 17 bolsas. Estas bolsas están interconectadas por el "sistema de mercado nacional" creado en 1975, que exige la conectividad obligatoria con todas ellas. Desde la introducción de la OPR (regla de protección de órdenes) en 2005, las operaciones deben dirigirse a la plataforma con el precio vigente más bajo. Si bien sería preferible que Europa se acercara al modelo estadounidense de cotización y post-negociación, no está claro que el entorno comercial estadounidense represente una mejora significativa.
 - **La OPR ha impulsado la fragmentación:** contrariamente a su objetivo, ha añadido complejidad, costes y fragmentación. En lugar de impulsar la consolidación de las bolsas, la OPR ha propiciado una proliferación de bolsas, ya que garantiza flujos para cualquier plataforma, independientemente de su tamaño (una de las razones por las que el Nasdaq y la Bolsa de Nueva York operan ocho bolsas de negociación entre sí). Esta fragmentación ha reducido el tamaño de las operaciones, lo que dificulta la negociación de órdenes de mayor tamaño. La preocupación por las consecuencias imprevistas de la OPR ha llevado a la SEC a iniciar una revisión de la norma.
 - **La geografía es el destino:** si bien Estados Unidos es una extensión territorial mayor que Europa, el comercio de acciones está altamente centralizado en la costa este, con las principales bolsas de EE. UU. alojadas en tres centros de datos ubicados en Nueva York y Nueva Jersey y sus alrededores. En cambio, en Europa, la negociación se concentra en diferentes países. Esta distancia física genera problemas de velocidad (o latencia) que dificultarían el envío de información precisa y oportuna de una bolsa a otra. El retraso en el envío de una operación de, por ejemplo, Estocolmo a Madrid, generaría una importante oportunidad de arbitraje para las empresas que operan a alta velocidad. La dispersión geográfica de las plataformas de negociación europeas constituye una barrera estructural y probablemente insalvable para un sistema eficaz de tipo OPR.
- Comparando peras y manzanas:** a diferencia de EE. UU., la mayoría de las bolsas europeas no ofrecen la negociación de los mismos valores. Por consiguiente, exigir la conectividad entre las bolsas europeas tendría un coste considerable y un beneficio limitado para la competencia. Además, cambiaría radicalmente la función de las bolsas al incluir el enrutamiento de órdenes, algo que actualmente se considera responsabilidad de los intermediarios. Actualmente, no existen barreras significativas para que los intermediarios se conecten, directa o indirectamente, con las bolsas o centros de intercambio.
- La decisión de conectarse está impulsada por la demanda del cliente en relación con el costo operativo: exigir la conectividad no cambiará la demanda del cliente, pero sí aumentaría los costos.
- **Más allá del precio:** el concepto clave que sustenta el régimen OPR estadounidense es que el precio es el único factor que importa al negociar. Sin embargo, el marco europeo de mejor ejecución adopta un enfoque más holístico, que permite a las empresas considerar otros factores importantes, como la probabilidad de ejecución, la velocidad de ejecución y los costes totales de transacción, incluyendo el impacto en el mercado y el coste de compensación y liquidación.

Pasar a un enfoque basado únicamente en el precio sería un paso atrás para los mercados europeos.
 - **Un modelo mejor:** otra área de la estructura del mercado europeo superior a la estadounidense es el modelo de corretaje preferencial. En Europa, este modelo promueve la posibilidad de obtener exposición y apalancamiento mediante swaps de acciones (dado que los swaps de acciones requieren un balance menos comprometido por parte de un corredor preferencial, estos pueden ofrecer una mayor liquidez y exposición económica a los clientes). Estas operaciones contribuyen a impulsar la liquidez general en el mercado al contado. En EE. UU., los inversores deben ejecutar el swap con su corredor preferencial designado, quien a su vez ejecuta su cobertura. En Europa, los corredores que ejecutan el swap compiten por la parte en efectivo antes de que se la entreguen a un corredor preferencial. Este proceso competitivo amplía la liquidez disponible y las opciones para los inversores.

Fig.11 Dividido por un lenguaje común

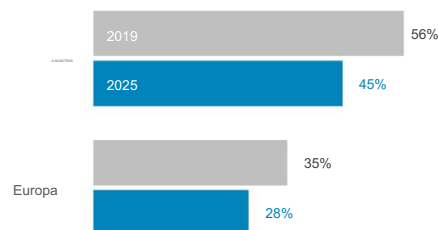
i) Comparación de la proporción del valor total informado de las transacciones de acciones en Europa y los EE. UU. por mecanismo de negociación

Enero a agosto de 2025

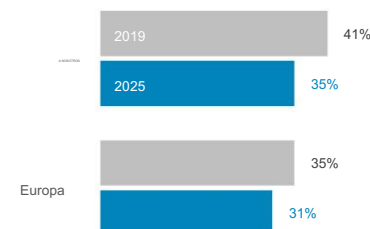


Fuente: BMLL y nuevo análisis financiero; los componentes pueden no sumar debido al redondeo.

ii) Cambio en la participación de todo el comercio continuo de lit 2019 a 2025



iii) Cambio en la participación en las transacciones en las bolsas primarias 2019 a 2025



Un proceso paralelo

Al comparar los mercados de valores europeos y estadounidenses, resulta tentador centrarse en las evidentes diferencias de escala y profundidad. Sin embargo, esto solo refleja la mitad de la historia. Quizás sea más sorprendente la similitud entre los mercados estadounidense y europeo en cuanto a patrones de negociación y dirección (véase el gráfico anterior). A nivel general, la negociación en mercados de valores (es decir, en bolsas primarias y sistemas de negociación alternativos) es casi idéntica en EE. UU. y Europa (representando el 55 % y el 54 % de todos los volúmenes de negociación declarados, respectivamente). Si bien la estructura regulatoria de la negociación es diferente para la negociación fuera de mercado, el 45 % de la negociación que se realiza extrabursátilmente en EE. UU. es casi idéntico al 46 % de la negociación extrabursátil en Europa, que se distribuye entre operaciones extrabursátiles en bolsa, extrabursátiles e internalizadores sistemáticos.

La negociación lit primaria (es decir, la negociación lit continua y la subasta en las bolsas operadas por Nasdaq y la Bolsa de Nueva York) representa el 35% de la negociación total, muy por debajo del 31% en las bolsas primarias de toda Europa y su cuota del 33% en la UE. La negociación en plataformas de negociación alternativas (21%) en EE. UU. no es mucho mayor que el 16% de la negociación en plataformas multilaterales de negociación (MCI) en Europa.

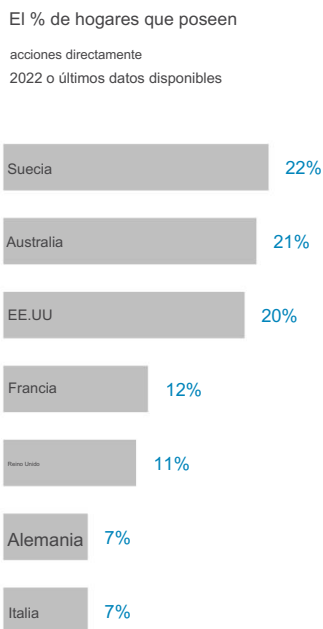
Esto sugiere que las duras advertencias de algunas bolsas en Europa de que su participación decreciente en el comercio augura problemas para la salud de los mercados de valores europeos pueden ser un poco exageradas. Las diferencias clave son que el comercio continuo total lit es mucho mayor en los EE. UU. que en Europa (45% frente al 28%) y la proporción de subastas es mucho menor (10% frente al 19%), lo que probablemente se deba a que hay 17 bolsas diferentes compitiendo por prácticamente todas las operaciones. La dirección del viaje también es similar: entre 2019 y 2025, la proporción de comercio realizado en las bolsas primarias cayó del 41% al 35% en los EE. UU. (una disminución relativa más pronunciada que el 35% al 32% en Europa) y el comercio continuo total lit cayó del 56% de todo el comercio al 45% (en comparación con el 35% al 28% en Europa).

EL RETO DEL RETAIL

¿Un trato injusto?

Los responsables políticos de la UE y el Reino Unido están muy centrados en ampliar la participación minorista en los mercados de valores como parte de su objetivo de impulsar la inversión, la competitividad y el patrimonio de los hogares. Un tema recurrente en la reflexión de la UE sobre la estructura del mercado es que el modelo actual es, en cierto modo, injusto para los inversores minoristas y que debería reformarse para fomentar una mayor participación. Si bien las reformas de la estructura del mercado pueden ayudar a impulsar la participación marginal, las razones subyacentes de los bajos niveles de participación minorista son más bien estructurales y deberán abordarse por separado.

Fig. 12 Participación minorista



Fuente: Nuevo análisis financiero de datos de la OCDE, la ONS y los bancos centrales

- **En la cola**, los niveles de participación minorista en Europa son mucho menores que en EE. UU. y están en declive. Con la excepción de Suecia, en la mayoría de los países europeos, la proporción de hogares que poseen acciones directamente (un indicador fiable de los niveles de participación minorista en el mercado de valores) es inferior al 10 % o, en el mejor de los casos, se sitúa en torno al 15 % (véase el gráfico de la izquierda). Esto supone aproximadamente la mitad del nivel de EE. UU. y Australia, ambos con alrededor del 20 %. En EE. UU., los inversores minoristas poseen directamente alrededor del 40 % del mercado de valores y representan entre el 25 % y el 35 % del volumen de negociación (unas tres o cuatro veces los niveles en Europa). Tanto en el Reino Unido como en la UE, los depósitos en efectivo representan casi un tercio de todos los activos financieros de los hogares (31 %), más del doble que en EE. UU.
- **El modelo minorista**: un desafío radica en que no existe un modelo minorista típico en Europa. En el Reino Unido, los inversores minoristas acceden al mercado principalmente a través de proveedores de servicios minoristas que agregan órdenes antes de negociar en plataformas u otros mecanismos. En Alemania, la mayor parte de la negociación minorista se realiza principalmente a través de plataformas de pago por flujo de órdenes. Además, algunas bolsas ya ofrecen servicios minoristas específicos que permiten una mejora de precios para los inversores minoristas (como Cboe, Deutsche Boerse, Equidut y Euronext). El flujo de órdenes minoristas suele canalizarse a través de plataformas de creadores de mercado únicos o pequeños brókeres, que no siempre tienen acceso a toda la liquidez disponible. Estas plataformas pueden generar conflictos de intereses y una calidad de ejecución deficiente.
- **Un desafío cultural**: la naturaleza altamente intermediada del mercado minorista europeo implica que los inversores minoristas a menudo acceden a los mercados a través de asesores locales, quienes suelen tener una fuerte preferencia por las acciones nacionales. Como resultado, los inversores minoristas pueden no tener acceso o ser dirigidos a inversiones transfronterizas. Además, en muchos países existe una profunda desconfianza cultural hacia la inversión, que a menudo se interpreta como especulación. En EE. UU., una gran proporción de la actividad minorista se basa en la negociación de opciones y el day trading, y no está claro si Europa querría seguir esa ruta o permitir que el pequeño número de inversores minoristas altamente activos se convierta en el factor determinante en la estructura del mercado de valores. Algunos argumentan que muchos inversores minoristas no deberían invertir directamente en acciones individuales, y para quienes lo hacen, operar en una subasta de apertura o cierre es probablemente la mejor opción.
- **Enfoque en la demanda**: los cambios en la estructura del mercado (como la propuesta que se ha lanzado para dirigir todo el flujo de pedidos minoristas a establecimientos con iluminación) no van a mejorar significativamente la participación minorista en los mercados europeos. En cambio, el enfoque debería centrarse en impulsar la demanda. El reciente proyecto de una "cuenta de ahorro e inversión" de la UE es un buen comienzo para animar a los Estados miembros a lanzar cuentas de inversión con incentivos fiscales, priorizando la simplicidad y evitando los requisitos restrictivos de asignación de activos nacionales. En caso de duda, los países europeos siempre pueden copiar el modelo sueco, según el cual casi el 40 % de los hogares tienen una cuenta de inversión llamada ISK.

LAS PRINCIPALES BARRERAS - ARRIBA

Más allá de la estructura del mercado

Si bien la reforma de la estructura del mercado de valores puede impulsar marginalmente los mercados de valores europeos, su alcance en la integración de los mercados de capitales europeos es limitado. Esto se debe a que las verdaderas barreras se encuentran tanto en la fase anterior como en la fase posterior.

Las barreras previas incluyen la enorme complejidad del marco europeo, las diferencias de implementación entre los supervisores nacionales y las diferencias restantes en los marcos legales y regulatorios de los distintos Estados miembros (que señalamos más adelante). Y las barreras posteriores incluyen la estructura de la infraestructura del mercado post-negociación, que es mucho menos competitiva que la negociación y aún se basa en gran medida en las fronteras nacionales (que analizamos en la página siguiente).

Fig.12 **Sobrecarga regulatoria**

La complejidad del marco regulatorio europeo



Fuente: Nuevo análisis financiero de datos de la Comisión Europea

- Un reglamento complejo:** la escala y la complejidad del marco normativo de la UE constituyen un obstáculo importante para unos mercados de capitales más amplios y eficaces. Esta complejidad se refleja en los marcos normativos del Reino Unido (que ha conservado la mayor parte desde el Brexit) y Suiza (que ha copiado voluntariamente la mayor parte). Según nuestro análisis, existen 48 supervisores nacionales en los sectores bancario, de mercados y de seguros en los 27 Estados miembros de la UE. En un [informe reciente](#), contabilizamos 78 actos legislativos primarios en la UE (denominados de nivel 1), además de 740 documentos sobre normas técnicas (de nivel 2) y más de 800 documentos sobre orientaciones y recomendaciones (de nivel 3). Esto suma más de 1600 documentos, más de 95 000 páginas y alrededor de 38 millones de palabras.
- Divergencia regulatoria:** este volumen y complejidad refleja la falta de regulación. La armonización entre los Estados miembros se debe, en primer lugar, a la existencia de leyes nacionales sobre valores, normas de insolvencia, derecho societario y prácticas de supervisión. Y, en segundo lugar, a los enfoques divergentes de los supervisores nacionales para la aplicación de las normas europeas. Esto crea una compleja red de normas específicas de cada país que obstaculiza la evolución de un mercado único y desincentiva la actividad transfronteriza. En el ámbito de la estructura del mercado de valores, los participantes en cada mercado operan bajo diferentes marcos jurídicos nacionales, diferentes supervisores nacionales y 27 versiones ligeramente distintas del reglamento único.
- Una prerrogativa nacional:** la fiscalidad es uno de los temas más espinosos en la UE y es un obstáculo importante para una mayor integración de los mercados europeos. El principal problema reside en que las desgravaciones fiscales para pensiones e inversiones minoristas, así como los tipos impositivos diferenciales sobre la renta, los dividendos y las plusvalías, son un asunto nacional y no algo que la UE pueda abordar. Un ejemplo concreto de la estructura del mercado es el tratamiento fiscal de los ETF nacionales frente a los transfronterizos, lo que incentiva a los emisores a cotizar sus ETF en múltiples jurisdicciones para mejorar la eficiencia fiscal y hacerlos más atractivos para los inversores locales. Esto tiene como consecuencia que el mercado europeo de ETF esté más fragmentado y sea menos eficiente.
- Las reglas del juego:** los diferentes reglamentos no se limitan a los reguladores nacionales. Las distintas plataformas de negociación y bolsas tienen normas diferentes en diversos aspectos, desde el tamaño de los ticks, los protocolos de negociación, las interrupciones del mercado, los horarios de apertura y los tipos de órdenes, lo que limita la actividad transfronteriza. La armonización de los reglamentos en todas las plataformas de negociación (en particular, en los mercados propiedad de y operados por las mismas bolsas) ayudaría a los inversores a gestionar mejor la actividad y la liquidez transfronterizas.
- La C de la UMC:** en definitiva, si Europa quiere un mercado de capitales más grande y mejor, necesitará más capital a largo plazo (la «C de la UMC»). La UE no dispone de fondos suficientes de capital a largo plazo en forma de pensiones y activos de seguros o inversión minorista. Y si bien el Reino Unido cuenta con grandes fondos de capital a largo plazo, le cuesta fomentar que se destine una mayor parte a la inversión productiva.

LAS PRINCIPALES BARRERAS - RÍO ABAJO

Uniendo los puntos

Si bien gran parte del debate se ha centrado en el componente comercial de la estructura del mercado, la infraestructura del mercado post-negociación se ha mantenido relativamente protegida de la competencia. Puede que no siempre parezca el sector más atractivo de los mercados financieros, pero la resistencia de muchos proveedores de infraestructura a una mayor competencia durante la última década, y el fuerte apego político de muchos gobiernos nacionales a la infraestructura nacional, constituyen obstáculos importantes para unos mercados de valores más grandes y líquidos.

- La sombra de Giovannini: hace más de 20 años que un grupo de expertos liderado por Alberto Giovannini redactó el plan para la UE sobre los problemas de la compensación y liquidación transfronteriza en Europa. Sin embargo, el progreso en sus propuestas para una mayor competencia e interoperabilidad entre los proveedores de compensación ha sido extremadamente lento. El modelo vertical tradicional, en el que la negociación en una bolsa nacional específica se enruta automáticamente a una CCP y una CSD nacionales (a veces propiedad del mismo grupo bursátil), sigue estando muy extendido, sobre todo en los mercados más pequeños.

Algunos proveedores en grandes mercados (como el Reino Unido, Suiza y los países nórdicos) han adoptado la interoperabilidad plena, lo que permite que las contrapartes de una operación elijan diferentes CCP para su compensación. Otros (como Alemania y los mercados operados por Euronext) han desarrollado un modelo de "compensación preferente" según el cual ambas partes de la operación pueden compensar en una CCP diferente si eligen la misma (de lo contrario, la compensación se realiza en la CCP predeterminada). Abrir la compensación a una mayor competencia mediante la interoperabilidad obligatoria podría ser un punto de inflexión para los mercados europeos.

- Una resaca nacional: existe un alto grado de fragmentación de los CSD en Europa, y (casi) todos los países aún mantienen su propio CSD (con la excepción de Irlanda, que desde el Brexit ha utilizado a Euroclear Bank en Bruselas como su CSD nacional, y los mercados bálticos, que han fusionado sus CSD nacionales en un único proveedor que también cubre a Islandia). Esto significa que los inversores (prácticamente) no tienen opción de decidir dónde liquidar sus operaciones. Los esfuerzos anteriores para abordar este problema, ya sea con T2S o CSDR, no han logrado generar una competencia significativa ni una consolidación. Mientras persista esta fragmentación, la integración de los mercados europeos solo podrá llegar hasta cierto punto.

Fragmentación operativa : La fragmentación del panorama poscontratación se ve agravada por la falta de convenciones de mercado estandarizadas en los DCV europeos. Esto incluye cuestiones como la definición de día hábil, las unidades mínimas de liquidación, la metodología de recuento de días para el pago de cupones y las horas límite de liquidación. Existe inconsistencia entre los DCV, especialmente los más pequeños, en cuanto al uso de herramientas para optimizar la liquidación, como la liquidación parcial y la función de retención y liberación. Estas variaciones en las prácticas entre los DCV aumentan la dificultad del entorno poscontratación europeo para los participantes del mercado.

- Recorte: la tramitación operativa de las retenciones fiscales (que las autoridades fiscales de un país aplican sobre la renta o las ganancias de capital de un inversor en otro) varía considerablemente en toda Europa. Esto supone una gran carga administrativa para los inversores y genera incertidumbre y retrasos en la recuperación de las retenciones fiscales en exceso. A menudo, el alivio fiscal solo está disponible a través de un largo proceso de reembolso que a veces puede llevar años en completarse. Este proceso constituye un obstáculo importante para la inversión transfronteriza dentro de la UE, además de desincentivar a los inversores internacionales. Si bien la propuesta FASTER de la Comisión es un paso en la dirección correcta, debería considerar un enfoque más ambicioso, como la inclusión de un verdadero marco de desgravación en origen en toda la UE.
- Una interpretación diferente: las diferencias en las legislaciones societarias nacionales implican distintos enfoques sobre cómo se definen los derechos inherentes a los valores. Esto genera diferencias en la forma en que los inversores pueden ejercer estos derechos según su ubicación o la ubicación de sus intermediarios. Según la Directiva sobre los Derechos de los Accionistas II, la definición de accionista aún depende de la legislación nacional del país de emisión de cada valor. Esto dificulta la tramitación de operaciones societarias en Europa e inhibe la competencia transfronteriza en los CSD.

Mirando hacia el futuro

Se espera que la UE presente algunas propuestas legislativas en los próximos meses sobre la estructura y la integración del mercado, y se prevé que los reguladores del Reino Unido inicien una consulta el próximo año. Esta sección se centra en la agenda de reformas prevista, explora algunos temas clave pendientes y presenta algunas propuestas para la reforma de la estructura del mercado, la infraestructura post-negociación y el marco general de los mercados de capitales.

Las cuestiones clave que se avecinan	30
Recomendaciones para la reforma	
• Reforma de la estructura del mercado	33
• Reforma de la poscomercialización	34
• El panorama general	35

Consecuencias intencionadas y no intencionadas

Existen varios temas importantes en el debate sobre el futuro de la estructura del mercado de valores que los participantes del mercado y los reguladores deben abordar y resolver. Creemos que es lógico dividir este debate en dos partes: primero, una perspectiva a corto plazo sobre si los cambios en la regulación y el aumento de la competencia han tenido consecuencias imprevistas; han dañado la calidad de la liquidez y la formación de precios; o han socavado el atractivo de los mercados de valores públicos para emisores e inversores. Creemos que, en general, hasta el momento, los beneficios de la competencia superan a los inconvenientes. Y segundo, un debate a largo plazo, más filosófico pero crucial, sobre cómo podrían ser los mercados de valores si estas tendencias continúan.

En el futuro próximo...

- **Un beneficio neto:** este informe argumenta que los principales cambios en la negociación de acciones en Europa durante la última década han traído consigo numerosos beneficios gracias al aumento de la competencia, la innovación y la reducción de costes. A pesar de la fragmentación general, los mercados europeos funcionan mejor de lo que se cree y son más líquidos de lo que parecen a primera vista. Si bien las bolsas nacionales y los responsables políticos se centran en el declive de la negociación en las bolsas tradicionales, y en particular en la negociación continua con inversión primaria, el mundo ha avanzado y será difícil volver a meter al genio en la botella, aunque se quisiera. Este cambio es un fenómeno global, no un problema específico de Europa. Los sofisticados participantes del mercado han respondido racionalmente al marco regulatorio, los incentivos económicos, los datos granulares sobre el rendimiento de las operaciones y los cambios tecnológicos.
- **La perspectiva de las bolsas:** muchas bolsas argumentan que el marco regulatorio en las últimas décadas ha oscilado demasiado y se ha centrado demasiado en la competencia y la innovación a expensas de la transparencia y la liquidez direccionable. Su preocupación (compartida por muchos responsables políticos europeos) es que la fragmentación de la negociación y la disminución de la participación de la negociación primaria están socavando la confianza en los mercados de valores al limitar la visibilidad en todo el mercado de la cantidad real de liquidez en un momento dado. Esto, argumentan, tiene un impacto en la formación de precios. En un informe reciente, FESE, el organismo comercial para las bolsas en Europa, solicitó a los reguladores que se reenfocaran en concentrar la liquidez en la negociación primaria y continua. En respuesta a la pregunta en la consulta de la UE sobre si los beneficios de la competencia en la última década en las acciones europeas superaban las desventajas, las bolsas fueron el único grupo de la industria que respondió "no" (pero todos los demás grupos dijeron "sí").

Desde una perspectiva contraria: creemos que (al menos hasta ahora) estas preocupaciones son exageradas por varias razones. La proporción general de negociación en centros de negociación se ha mantenido constante (en un 54 % en 2019 y 2025), lo que significa que la proporción general de liquidez direccionable también se ha mantenido prácticamente constante. Si nos centramos en la UE, casi dos tercios de la negociación total se realiza en centros de negociación.

La participación en las plataformas de negociación es prácticamente idéntica en Europa y EE. UU. (54 % frente a 55 %) ; las bolsas primarias europeas tienen una participación similar en Europa y EE. UU. (31 % frente a 35 %) ; y la participación de mercado de las bolsas primarias y la negociación continua lit se mueve en la misma dirección en ambos mercados. El descenso de la negociación continua lit primaria se debe tanto a la tendencia global hacia las subastas de cierre (de las cuales las bolsas han sido las principales beneficiadas) como a la competencia de otras plataformas o mecanismos de negociación.

- **Perspectivas en competencia:** uno de los grandes desafíos en este debate es que muchos participantes del mercado a menudo Clientes, competidores o contrapartes entre sí al mismo tiempo. Cada uno desempeña un papel importante en el ecosistema, pero cada uno tiene perspectivas diferentes e incentivos económicos, a menudo opuestos. Como empresas que cotizan en bolsa, las bolsas tienen un claro interés económico en proteger su cuota de mercado y fomentar la negociación en sus propios mercados. Del mismo modo, otros participantes del mercado tienen un fuerte interés en ampliar su cuota de mercado y un imperativo regulatorio para buscar el mejor mecanismo de negociación para satisfacer las necesidades de sus clientes. Conciliar estas diferentes perspectivas constituye un reto importante para los responsables políticos.

- ¿ Un marco regulatorio equitativo? Muchas bolsas también argumentan que el marco regulatorio y económico no es equitativo, y que algunos mercados y mecanismos de negociación competidores no enfrentan el mismo nivel de requisitos regulatorios. Algunas bolsas argumentan que es injusto que asuman el costo inicial de la cotización de las empresas, mientras que otros mercados las tratan como una herramienta de acceso abierto para fines comerciales. O argumentan que algunos mercados y algunos internalizadores sistemáticos tienen una menor carga regulatoria en términos de vigilancia del mercado, resiliencia, acceso al mercado y transparencia pre-negociación.
- Un mecanismo paralelo: en particular, muchas bolsas argumentan que algunas entidades de intermediación (SI) han pasado del tipo de negociación que el régimen regulatorio preveía originalmente (brindar mayor transparencia a las operaciones negociadas fuera de la sede y ejecutadas con capital propio) a una negociación más convencional que podría o debería realizarse en el mercado continuo de valores. La FESE señala que el tamaño medio de la operación en las SI en Europa ha disminuido de aproximadamente 50.000 € a tan solo 12.000 €. Si bien más del 90 % de la negociación en SI en el Reino Unido, por valor, corresponde a operaciones de más de 10.000 £, el tamaño medio de la operación es inferior a 1.000 £ (menor que el tamaño medio de la operación en el mercado continuo de valores). Si otras empresas prestan el mismo servicio en parte de su negocio, algunos participantes del mercado argumentan que deberían operar bajo el mismo marco.
- Un mercado en evolución: el contraargumento es que las SI están fuertemente reguladas y supervisadas como los bancos o Las empresas de inversión (y las SI operadas por bancos están sujetas a una supervisión más rigurosa que las gestionadas por entidades no bancarias); que la mayor parte de sus operaciones no se pueden ejecutar mediante un libro de órdenes; y que proporcionan una valiosa fuente adicional de liquidez con menores costes de negociación para los clientes. La disminución del tamaño de las órdenes en las SI se debe a una mayor electronicización de la negociación y a la división de las órdenes principales, de mayor tamaño, en operaciones secundarias más pequeñas para reducir el impacto en el mercado y la fuga de información. Si el cambio en los patrones de negociación estuviera afectando la formación de precios, cabría esperar ver diferenciales más amplios, mayor volatilidad y operaciones de menor tamaño en los mercados primarios, lo que no ha sucedido en los últimos cinco años.

A largo plazo...

- ¿ Un punto de inflexión? Una pregunta más importante que la industria y los reguladores deben abordar es si existe un "punto de inflexión" en el cambio en los patrones de negociación que tendría un impacto negativo significativo en la formación de precios, la liquidez y el atractivo de los mercados bursátiles públicos para emisores e inversores. En resumen, ¿qué ocurriría con los mercados bursátiles europeos si la negociación continua en tiempo real se redujera a cero o si la negociación fuera de la plataforma (o mediante swaps de acciones) alcanzara el 100%? Dado que la negociación continua en tiempo real proporciona un precio de referencia para el mercado en general, es difícil imaginar cómo funcionaría un mercado eficaz sin ella. ¿Cómo sabríamos si se ha superado ese punto y cuándo? ¿Deberían los responsables políticos tomar medidas activas para evitarlo ahora? Y, de ser así, ¿qué medidas?
- Una pregunta multimillonaria: si bien este cambio no se producirá pronto, no está claro en qué momento la disminución de la negociación continua o primaria se convertirá en un problema para el mercado en general, en lugar de solo para las bolsas y los MTF. Durante los últimos 20 años, el objetivo de las reformas regulatorias en otros mercados, como la renta fija y los derivados, ha sido asemejarlos a los mercados de renta variable (con mayor transparencia y mayor negociación en plataformas), pero el mercado de renta variable parece estar retrocediendo en la dirección opuesta. La historia ha demostrado que las normas prescriptivas que buscan limitar la negociación podrían ser contraproducentes, pero los responsables políticos y el sector deben reflexionar cuidadosamente sobre la mejor manera de apoyar la negociación continua sin socavar inadvertidamente el equilibrio entre la competencia, la integridad del mercado, la formación de precios y los resultados para los inversores.

En el centro de este debate se encuentra la idea de que unos mercados de valores públicos dinámicos son un bien público y que una sólida negociación de valores secundarios debe tener lugar en algún lugar, ser accesible a una gama más amplia de inversores y ser financiada de alguna manera por alguien. Resolver este enigma es una cuestión multimillonaria que requiere la atención y la participación constructiva de todos los participantes del mercado.

Algunos enigmas finales...

Si el futuro existencial de los mercados de valores públicos europeos no fuera suficiente para mantener ocupados a los responsables de las políticas, aquí hay un puñado de otras cuestiones clave que surgieron de las investigaciones y los talleres que realizamos para este informe:

- **¿Cómo solucionamos el problema de los ETF?** A diferencia de los mercados de renta variable, el mercado europeo de ETF tiene un valor real.

Problemas estructurales que aún deben considerarse, y específicamente, el problema de muchos ETF que cotizan en múltiples mercados en diferentes partes de Europa. La razón de estas múltiples cotizaciones es una combinación de la preferencia de los inversores por las cotizaciones locales, así como la sobrerregulación de las normas de la UE por parte de los Estados miembros para exigir cotizaciones locales y diferentes enfoques tributarios. El resultado es un campo de juego desigual para los inversores minoristas europeos, liquidez fragmentada, duplicación e ineficiencia. Si bien existe la esperanza de que la información consolidada de los ETF ayude con la situación, muchos creen que no resolverá el problema. Mientras que algunos creen que cambiar a un modelo de "depositorio central internacional de valores" resuelve la mayoría de los problemas de fragmentación, otros creen que se necesitan medidas regulatorias, como obligar a los corredores a conectarse a múltiples plataformas para negociar ETF.

- **¿Es necesario un mayor escrutinio de las subastas de cierre?** El aumento del valor de las operaciones realizadas en subastas de cierre ha supuesto un cambio clave en los mercados bursátiles globales durante la última década (y Europa no es la excepción). Esto influye significativamente en el debate sobre el declive de la negociación continua, dado que las subastas de cierre están canibalizando el volumen de negociación durante el resto del día. También existe preocupación en algunos sectores por el aumento de las comisiones de negociación que cobran las bolsas durante las subastas. Por definición, las subastas de cierre son eventos altamente concentrados y casi monopolísticos, donde una mayor competencia no necesariamente beneficia a los inversores. Existen opiniones divergentes sobre cómo deberían responder los reguladores a la creciente importancia de los mercados de cierre y en qué medida deberían intervenir para garantizar la integridad del mercado.

- **¿Cómo debería ser la estructura del mercado para el comercio minorista?** Un tema recurrente en el debate sobre la estructura del mercado de valores es que la evolución de los mercados europeos ha dejado atrás a los inversores minoristas, quienes no pueden acceder a la misma liquidez que las instituciones. Esto se debe, en parte, a que los intermediarios minoristas suelen utilizar menos la tecnología de enrutamiento inteligente de órdenes para acceder a la liquidez y, en cambio, dependen en mayor medida de plataformas de negociación únicas. Una línea de argumentación sugiere que los reguladores deberían adoptar medidas prescriptivas, como exigir que la negociación minorista se realice en régimen continuo o crear un régimen específico para la negociación minorista.

Otros argumentan que la mayoría de las transacciones minoristas deberían ejecutarse en subastas de cierre (efectivamente, con un precio de referencia diario) o que una aplicación más consistente de los mejores estándares de ejecución es la mejor respuesta.

- **¿Cómo debería Europa considerar el comercio 24 horas?** Liderado por EE. UU., existe una tendencia global a extender

Horario de negociación. Esto se debe principalmente al deseo de captar un mayor flujo de inversores minoristas (en particular, el day trading y la negociación de opciones), lo cual no es tan relevante para los mercados europeos. No obstante, Europa debería prestar mucha atención a estas tendencias y considerar sus implicaciones para el mercado, los participantes y los inversores.

En particular, los responsables políticos deben ser conscientes de los posibles problemas sistémicos que podrían surgir, como el funcionamiento de los márgenes, la posibilidad de grandes fluctuaciones de precios debido a la baja liquidez y las dificultades de supervisión. Como mínimo, cualquier decisión sobre la transición a la negociación 24 horas debería esperar hasta que se complete la transición a la liquidación T+1 en 2027, lo que supondrá una presión significativa sobre los recursos de los participantes del mercado.

- **¿La tokenización soluciona todo esto?** Durante gran parte de la última década, la revolución de la tecnología de registro distribuido (DLT) y la tokenización ha estado a la vuelta de la esquina. A pesar del lento progreso en el mundo real, existe un impulso creciente para su implementación en los mercados de valores. El impacto más probable del uso de DLT en los mercados de valores europeos se vería en la liquidación, mediante una conexión fluida entre la negociación y la posnegociación. El marco regulatorio debería modificarse para permitir este tipo de innovación, y los responsables políticos deberían evitar intentar recrear el statu quo en la blockchain. Sin embargo, cualquier medida para adoptar la tecnología DLT en la infraestructura del mercado no debe tomarse a la ligera. Como demostró el proyecto de implementación de blockchain abandonado por la bolsa australiana, se trata de un proceso complejo y costoso que requiere una profunda reflexión.

Un enfoque incremental

Puede resultar tentador echar un vistazo a nuestro "spaghetti-grama" de los mercados de valores europeos y pensar que deberíamos desmantelarlo todo y empezar de cero. Los mercados europeos funcionan mejor de lo que se cree y no necesitan una reforma radical, pero, por supuesto, pueden mejorarse. A continuación, se sugieren algunas reformas generales para la estructura del mercado de valores:

- **La 'lista de lo que no hay que hacer':** por muy tentador que parezca, no creemos que sea buena idea sumergirse en ella. Mercado con una serie de reformas estructurales radicales, como copiar el modelo estadounidense y exigir que todas las bolsas y plataformas europeas se conecten entre sí; exigir que todos los corredores se conecten a todas las plataformas; o introducir una versión europea de la «regla de protección de órdenes». Tras casi 20 años de reformas regulatorias, los mercados de valores europeos se beneficiarían de cierta estabilidad y certidumbre regulatoria. Las mejoras graduales serían más eficaces que un «Big Bang».
- **Adecuar la información:** la introducción de la información consolidada en la UE y el Reino Unido será esencial para comprender mejor los patrones de negociación y la liquidez en los mercados de valores. Es importante garantizar que la información en cada mercado se diseñe e implemente de forma que mejore la transparencia y la liquidez, y esperar a que se haya introducido y consolidado antes de realizar cambios significativos en la estructura del mercado.
- **Obtener datos correctos:** en los mercados bursátiles públicos, comprender el valor de operar en una acción o mercado en particular no debería ser tan complicado. El sector y los reguladores deben ponerse de acuerdo para simplificar y aclarar el etiquetado y la notificación de los diferentes tipos de operaciones, y qué tipos de operaciones deben incluirse en la(s) información(es) consolidada(s). Dos preguntas importantes son: ¿deberíamos incluir las operaciones técnicas que se registran como "fuera de libro en bolsa" en la información y en los datos principales (representan casi una quinta parte de todas las operaciones registradas)? ¿Y debería informarse al mercado la negociación de swaps de acciones si se produce un cambio en el interés económico, pero no se realizan operaciones de cobertura con las acciones subyacentes en una bolsa o centro de intercambio?
- **Eliminar el impuesto de timbre:** resulta irónico que los responsables de las políticas en algunos mercados estén preocupados por la liquidez o el aumento de las transacciones mediante swaps de acciones cuando tienen en vigencia un impuesto a las transacciones financieras en su mercado interno. El impuesto de timbre sobre la negociación existe en diferentes niveles en grandes mercados europeos como el Reino Unido (0,5%), Francia (0,4%), España (0,2%) e Italia (entre el 0,1% y el 0,2%). Eliminarlo, o al menos reducirlo, incentivaría una mayor negociación en los mercados bursátiles y reduciría el incentivo para que emisores e inversores intenten evitarlo (reclasificando sus acciones, como en el caso de AstraZeneca en el Reino Unido, o negociando mediante CFD).
- **Control de costos:** Si bien la negociación de acciones es mucho más competitiva que hace 20 años, los datos de mercado han permanecido bajo la exclusiva jurisdicción de las plataformas de negociación. Durante ese tiempo, se estima que el costo de los datos ha aumentado hasta un 60 %. Estos costos incrementan el costo total de la negociación y pueden distorsionar el comportamiento. El marco actual, en el que las plataformas cobran comisiones sobre una base comercial razonable, no ha contenido los costos, pero esto debe contrastarse con los elevados costos hundidos de las bolsas que ofrecen un servicio esencial.
- **Redirección de la inversión minorista:** conviene explorar si los flujos minoristas deberían canalizarse hacia plataformas de inversión en línea, siempre que los inversores minoristas cuenten con la protección suficiente y estén protegidos de la toxicidad que ha restado atractivo a la inversión continua en línea para las grandes instituciones. Dados los tamaños de orden relativamente pequeños y los volúmenes relativamente bajos, esto podría lograrse únicamente combinando los órdenes minoristas con el flujo de órdenes no basadas en capital.
- **Igualdad de condiciones:** La rápida evolución de los diferentes mecanismos de negociación (en particular, las entidades de intermediación) desde MiFID II implica que sería lógico evaluar la situación y garantizar que todas las empresas respeten plenamente la letra y el espíritu del marco regulatorio. Esto podría incluir la revisión de la igualdad de condiciones para actividades comparables en áreas como la vigilancia del mercado, la resiliencia, el acceso al mercado, la transparencia prenegociación, el cumplimiento de la mejor ejecución y la garantía de que los clientes sean tratados como clientes y no como contrapartes.

ALGUNAS RECOMENDACIONES PARA LA REFORMA

- **Experimentación grupal intrabursátil:** operadores bursátiles como Euronext y Nasdaq han hecho grandes

Los avances en la consolidación de la propiedad y la operación de las bolsas nacionales han generado importantes eficiencias operativas. Sin embargo, los mercados subyacentes dentro de estos grupos aún operan como mercados separados. Existe un amplio margen para una mayor consolidación a nivel de mercado dentro de estos grupos, con la bolsa trabajando en colaboración con los supervisores del mercado. Esto podría materializarse en la diversificación de las bolsas en los mercados en los que operan, en lugar de operar como entidades supervisadas por separado, y en la consolidación de la supervisión de las bolsas y los participantes del mercado de valores bajo un reglamento único dentro de estos grupos por parte de los mercados que así lo deseen.

Arreglando la plomería

Existe un consenso generalizado en la mayoría de los sectores del sector de que el entorno posventa sigue siendo uno de los mayores obstáculos para una mayor integración de los mercados de capitales europeos. A continuación, se presentan cinco áreas de reforma posventa que los responsables políticos podrían considerar como parte de un paquete más amplio:

- **Fomento de una mayor competencia entre los CSD:** la regulación de los CSD, implementada en 2014, no ha logrado generar la competencia prometida y el mercado de los CSD sigue profundamente fragmentado, lo que incrementa la ineficiencia y los costos de negociación. Debería revisarse las disposiciones del CSDR, como el pasaporte CSDR, para comprender mejor qué inhibe la competencia y qué cambios podrían implementarse. Sin embargo, los responsables políticos deberían evitar soluciones prescriptivas, como la conectividad transfronteriza obligatoria de los CSD, que podrían ser contraproducentes y aumentar los costos.
- **Revitalizar el T2S:** mejorar y revitalizar el T2S es fundamental. Se deben tomar medidas para aumentar la CSD. Conectividad con T2S. Además, se debe mejorar la funcionalidad para hacerla más atractiva. Esto incluye ampliar el número de divisas admitidas y optimizar su funcionalidad para eliminar el procesamiento a nivel de CSD. Entre la SIU y la inminente transición a la liquidación T+1, nunca ha sido tan necesaria una mayor armonización en la posventa europea, y T2S debería desempeñar un papel fundamental en este esfuerzo.
- **Impulso al acceso abierto y la interoperabilidad en la compensación:** la introducción de disposiciones de acceso abierto para acciones en el marco del MiFIR ha comenzado a tener un impacto positivo. En los casos en que se ha implementado la interoperabilidad entre las ECC, se ha observado una reducción apreciable de los costes de compensación. La aparición de modelos de "compensación preferente" y la persistente existencia de silos verticales dentro de los grupos de intercambio aumentan la complejidad y los costes de la compensación. La regulación debería centrarse en garantizar que los modelos de compensación se ajusten al espíritu de las normas de acceso abierto y en seguir impulsando una mayor (u obligatoria) interoperabilidad entre las CCP. Dado el impacto positivo que la interoperabilidad ha tenido en los costes de compensación de las acciones, los responsables políticos deberían considerar la reintroducción de disposiciones de acceso abierto para el efectivo y los derivados negociados en bolsa.
- **Mayor estandarización de los CSD:** la falta de armonización funcional de los CSD añade fricción a las transacciones transfronterizas. Esto incluye: la variación en las horas límite de liquidación entre CSD, lo que complica la gestión de garantías intradía; la falta de una taxonomía de transacciones armonizada, que conlleva una frecuente intervención manual en las operaciones y aumenta la posibilidad de fallos en la liquidación; y la persistente opacidad y el cobro de comisiones por parte de los CSD. Una mayor estandarización de las prácticas y normas del mercado reducirá la complejidad del entorno posnegociación y contribuirá a una mejor integración de los mercados de capitales.
- **Armonización de la regulación y la supervisión:** Se deben redoblar los esfuerzos para reducir las fricciones regulatorias transfronterizas en la fase posnegociación. Esto incluye la eliminación de los requisitos de información duplicados y la superposición de requisitos aplicables a los DCV bancarios sujetos a requisitos prudenciales tanto en virtud del RRC/DRC como del CSDR. Además, los DCV están sujetos a normas y supervisión nacionales que contradicen el mercado único. Se debe alentar a las autoridades supervisoras nacionales a utilizar las disposiciones del CSDR que les permiten ejercer sus funciones apoyándose en la supervisión de otra autoridad de la UE.

ALGUNAS RECOMENDACIONES PARA LA REFORMA

El panorama más amplio

Unas reformas sensatas en la regulación de los mercados de valores públicos contribuirán a que sean más profundos y eficientes, pero no tendrán un impacto transformador. Para acelerar el crecimiento de los mercados de valores europeos, los responsables políticos también deben dar un paso atrás y centrarse en un pequeño número de reformas de mayor alcance y mayor impacto que contribuirán a dotar a los mercados de valores europeos de unas bases más sólidas. A continuación, se presentan cinco temas generales para reformas más amplias:

1) Simplificación: Las reformas tan necesarias desde la crisis financiera han contribuido a crear un sistema financiero europeo mucho más sólido y resiliente. Sin embargo, el aumento del volumen y la complejidad del marco regulatorio, junto con la complejidad de la estructura supervisora y regulatoria, ha llegado a un punto en el que la carga regulatoria general está lastrando el crecimiento y la competitividad de Europa. El informe que presentamos recientemente [en la reunión informal del Ecofin...](#) En Copenhague se destacó que la complejidad es una característica, no un defecto, de la regulación europea. Se requerirá un cambio de rumbo claro para simplificar un reglamento que ha crecido a más de 1600 documentos, 94 000 páginas y 38 millones de palabras, y para simplificar el flujo de la futura regulación.

2) De arriba a abajo vs. de abajo a arriba: construir mercados de capitales más grandes y mejores en Europa (de los cuales unos mercados de valores públicos más profundos, eficientes y líquidos son un ingrediente clave) no es algo que pueda lograrse desde Bruselas. En cambio, se requerirá una combinación de medidas de arriba a abajo (a nivel de la UE) para reducir la fragmentación y fomentar la armonización, y medidas de abajo a arriba (a nivel nacional) para desarrollar la capacidad. En áreas clave como las pensiones y la fiscalidad, solo los Estados miembros pueden influir. Si Europa realmente desea los mercados de capitales que necesita, los Estados miembros deberán tomar decisiones políticas complejas para construir sus propios mercados, además de asumir las difíciles contrapartidas de la reforma a nivel de la UE.

3) Impulso a la demanda: el punto de partida para unos mercados de capital profundos y eficientes es el capital —la «C» de la UMC—, y Europa carece de él. Los fondos de capital a largo plazo son más del doble en EE. UU. que en la UE en relación con el PIB, y los activos de pensiones son cuatro veces mayores. Dos tercios de los activos de pensiones de la UE se encuentran en tan solo tres países (Países Bajos, Suecia y Dinamarca), que en conjunto representan tan solo el 11 % del PIB de la UE. Más países necesitan tomar las difíciles decisiones políticas de reformar las pensiones para acumular capital a largo plazo. Y, a corto plazo, más países necesitan crear una [cuenta de inversión minorista sencilla y atractiva](#). (idealmente, siguiendo el éxito de la [estructura ISK de Suecia](#)) para empezar a fomentar la transición de una cultura de ahorro a una cultura de inversión. El plan de la UE para las cuentas de ahorro e inversión es un buen comienzo.

4) Hacia una supervisión consistente: las diferencias en filosofía, implementación y cumplimiento entre los supervisores nacionales de los mercados implican que, incluso con un reglamento único, existen 27 versiones ligeramente diferentes del mercado único. Los esfuerzos por crear un supervisor único consumen una gran cantidad de recursos políticos limitados y distraen de reformas más concretas y prácticas. A corto plazo, la UE debería centrarse en la convergencia supervisora para garantizar que los supervisores implementen las normas de la misma manera; explorar la centralización de la supervisión en sectores clave como los DCV y las infraestructuras de mercado significativas, como las grandes bolsas, los MTF y los proveedores de compensación que operan en múltiples países; y permitir que los supervisores de determinados mercados y sectores que deseen colaborar más estrechamente lo hagan (por ejemplo, si algunos de los mercados integrantes de Euronext desean trasladar un modelo de supervisor único para las bolsas y los mercados de valores, se les debería animar a hacerlo).

5) Un nuevo sentido de urgencia: En los últimos años se ha observado un claro cambio en el compromiso político con la reforma de los mercados de capitales, que ha pasado de ser considerada "una ventaja" a "imprescindible" en muchos ministerios de finanzas europeos. Sin embargo, en los últimos meses ha habido una notable falta de urgencia para convertir este firme compromiso político en acciones concretas. Más allá de la crisis de la deuda soberana, el Brexit, la pandemia de COVID-19, la invasión de Ucrania, la crisis climática, la bomba de tiempo demográfica y la volátil nueva administración estadounidense, ¿cuánta crisis más necesitan los líderes europeos? ¿Cuántos informes más tienen que redactar Mario Draghi, Enrico Letta y New Financial?

Acerca de New Financial

New Financial es un think tank que cree que Europa necesita mercados de capitales más grandes y mejores como motor de bienestar social y económico que impulse el crecimiento y la prosperidad. Trabajamos con los participantes del mercado y los responsables políticos para presentar argumentos más positivos y constructivos a favor de los mercados de capitales. Para más información sobre nuestro trabajo, contáctenos o lea nuestro [décimo informe](#). [Informe de impacto del aniversario](#).

Autores principales



William Wright, fundador y director general de New Financial

William fundó New Financial en 2014 para defender la necesidad de unos mercados de capitales más grandes y eficaces en Europa. Anteriormente, trabajó durante 18 años como periodista financiero, siendo editor y miembro del equipo de lanzamiento de Financial News, empresa adquirida por el Wall Street Journal en 2007. Cursó estudios en Oxford, Londres e INSEAD.



Sean Tuffy, asesor de regulación financiera

Sean Tuffy es un asesor estratégico independiente y un experto líder en las fuerzas regulatorias, operativas y comerciales que dan forma al ecosistema global de gestión de activos.

Nueva LLP financiera

Calle Aylesbury 19
Londres

Reino Unido, EC1R 0DB

www.newfinancial.org

William Wright
Director general

william.wright@newfinancial.org

+44 (0) 20 3743 8269

Síguenos en LinkedIn

[@NewFinancial](#)

New Financial está registrada en el Registro de Transparencia de la UE, número de registro 435008814959-36

© New Financial LLP 2025. Todos los derechos reservados.

Nuestra investigación sobre los mercados de capitales:

A continuación se presenta una selección de algunos de nuestros informes recientes sobre los mercados de capitales europeos:

[La simplificación de la regulación financiera de la UE](#)

[Diseño de cuentas de ahorro e inversión en la UE](#)

[Una verificación de la realidad sobre las cotizaciones internacionales](#)

[En busca del crecimiento: el futuro de los mercados de capitales de la UE](#)

[Comparación de la asignación de activos de los sistemas de pensiones globales](#)

[El futuro de las pensiones y la inversión minorista en la UE](#)