

**CONTESTACION DEL COMITÉ CONSULTIVO DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL
MERCADO DE VALORES A LA CONSULTA PÚBLICA (CALL FOR EVIDENCE) DE LA
COMISION EUROPEA SOBRE LA “UNION EUROPEA DE AHORROS E INVERSIONES”**

La Comisión Europea puso en marcha en 2015 un Plan de Acción denominado Unión del Mercado de Capitales, acordando implementar, en aquel momento, una serie de medidas, con la finalidad de promover el desarrollo de los mercados de capitales en la UE así como una mayor Unión del mercado, que se estimaba fragmentado.

En 2020 se aprobó un nuevo Plan de Acción con nuevas medidas orientadas asimismo al desarrollo de los mercados de capitales en la Unión Europea, y a conseguir una mayor Unión de dichos mercados.

Los resultados de todas estas medidas a lo largo de estos años no han sido los apetecidos, y el desarrollo de los mercados de capitales como una fuente de financiación de la economía en la Unión Europea más relevante, continúa siendo un objetivo declarado.

Varios son los análisis y propuestas tanto a nivel de la Unión Europea como a nivel nacional, que se han realizado recientemente sobre esta cuestión, teniendo también como referencia adicional, el actual escenario geopolítico.

Así, los denominados Informes Letta (abril 2024) y Draghi (septiembre 2024) o, también a nivel europeo, el informe de ESMA “*Building more effective and attractive capital markets in the EU*” (mayo 2024). También pueden mencionarse la iniciativa del European Competitiveness Laboratory que ha planteado el Gobierno de España (2024) y a nivel nacional en España, el reciente informe de la OCDE “*Capital markets for a vibrant and sustainable Spanish economy and corporate sector*” (2024).

Todos ellos proponen medidas al respecto.

La Comisión Europea ha anunciado que el 19 de marzo de 2025 hará pública una Comunicación para la puesta en marcha de un nuevo plan de acción, denominado “Savings and Investment Union”, siguiendo las líneas de actuación propuestas en el informe Letta.

Con carácter previo a la realización de dicha Comunicación, la Comisión Europea somete a consulta pública (Call for Evidence) algunas consideraciones al respecto, dando para

contestar a la consulta un plazo limitado de tiempo y pidiendo expresamente que se conteste de forma muy breve, estableciendo incluso el límite de líneas que puedan utilizarse en la contestación.

El Comité Consultivo de la CNMV agradece la oportunidad de remitir sus comentarios, atendiendo a esta Consulta Pública, y respecto de los mismos anticipa dos cuestiones:

- Algunas medidas que se reflejan en esta contestación son medidas de impulso general del desarrollo de los mercados de capitales, que requieren de una marcada voluntad de las autoridades europeas y de modo muy señalado también, de las nacionales de los Estados miembros para su aplicación.
- Otras medidas tienen un carácter y enfoque más propiamente regulatorio.

Unas y otras medidas se incardinan en cada uno de los tres apartados de la Consulta, exponiéndolas en atención al diseño de la misma, en puntos concretos brevemente enunciados.

A.- Contexto político, definición del problema y control de subsidiaridad.

- Toda iniciativa para el desarrollo de los mercados de capitales en la Unión europea se valora muy positivamente y en este sentido la Savings and Investment Union (SIU) es bienvenida.
- Esta iniciativa debe contar con el apoyo real por parte de las autoridades de la UE y también de los gobiernos nacionales, ya que éstos tienen un papel relevante que jugar en varias de las medidas precisas, tales como:
 - la promoción de una cultura de inversión en mercados y también del ahorro, que fomente la utilización y desarrollo de los mercados de capitales, así como de los diferentes instrumentos de ahorro y previsión a largo plazo actualmente existentes, con lo que ello implica.
 - medidas dirigidas a aumentar la concienciación de los ciudadanos europeos, especialmente de los más jóvenes, sobre la necesidad de ahorrar a largo plazo.

- La necesaria inclusión de incentivos públicos y, muy en particular, incentivos de naturaleza fiscal, estables en el tiempo, que mejoren el atractivo de la inversión en mercados y de los diferentes instrumentos de ahorro y previsión a largo plazo, como se pone de manifiesto en el apartado B.
 - avance en la implementación del resto de medidas que se puedan adoptar.
- Entre los inversores y los emisores en los mercados de valores hay un complejo ecosistema de industria (entidades financieras, algunas específicas de los mercados de valores como brokers, analistas, colocadores, asesores, gestores de activos, custodios, infraestructuras, aseguradoras, gestoras de fondos de inversión y de pensiones, etc.) que hay que procurar desarrollar, y a los que la iniciativa, para tener el éxito deseado, también debería prestar atención, procurando que haya entidades que promuevan a los emisores a acceder al mercado y a los inversores a invertir en valores.
- Esto debe permitir también una diversificación y mayor oferta de servicios que ayude al fomento del crecimiento de los mercados y al desarrollo de los instrumentos de ahorro y previsión a largo plazo.
- No debería renunciarse a entender los elementos estructurales que hayan contribuido al desarrollo de los mercados de capitales y del ahorro y la previsión en otras jurisdicciones y que puedan resultar relevantes en la UE.
- Cabe mencionar, como medida a considerar, los sistemas de adscripción por defecto (automatic enrolment) a sistema de segundo pilar, entre los cuales cabe destacar por su éxito en la acumulación de grandes masas de ahorro el implantado en el Reino Unido.
- Adicionalmente, se considera oportuno analizar las buenas prácticas existentes en los diferentes Estados miembros de la UE que hayan demostrado su eficacia para la consecución de los objetivos que persigue SIU. Entre otras, podría analizarse, por ejemplo, el modelo sueco de segundo pilar obligatorio y de las “investment savings accounts” (ISK) y su equivalente en el ámbito asegurador

“endowment insurance”, que en la actualidad acumulan, respectivamente, 3,5 millones de cuentas ISK y 5,6 millones de pólizas de endowment insurance

- Debería sacarse provecho para la promoción de la inversión en los mercados de valores, de los esquemas de protección del inversor existentes en toda la UE y que protegen a todos los inversores minoristas de la UE, como son los fondos de garantía de inversiones y otros mecanismos de protección al ahorrador minorista. Esto, según análisis realizados en Reino Unido, puede (i) ayudar a reforzar la confianza de los inversores, así como (ii) ser tenido en cuenta en el proceso de toma de decisiones de inversión en valores por parte de los inversores minoristas.
- En relación con la consecución de una mayor consolidación de los mercados y de las infraestructuras, el Comité considera que se debería, (i) analizar la forma en que las infraestructuras ya existentes como Target2Securities puedan ser más aprovechadas en la promoción de la inversión transfronteriza, y asimismo (ii) permitir en todo caso, que sea la competencia y el mercado quien dirija, en su caso, los potenciales procesos de consolidación de infraestructuras.

B.- Qué se propone conseguir con la iniciativa y de qué modo.

- Esta iniciativa debería integrarse con la iniciativa de Retail Investment Strategy (RIS) y centrarse, como se propone en la consulta pública, en la reducción de cargas regulatorias y burocráticas, revisando desde esta perspectiva, las iniciativas que aquella incorpora en materia de “mejor interés del cliente”, “value for money”, test de idoneidad e incentivos. La RIS incorpora elementos de complejidad que, aun cuando se comparten sus objetivos generales, deben revisarse para eliminar el riesgo de reducir la competencia y desmovilizar la inversión. Así pues, la tramitación de la RIS debería subsumirse en cuanto a procedimiento y contenido dentro de la tramitación de la SIU. No hacerlo implicaría un riesgo de incoherencia que afectaría la consecución de los objetivos de ambas.

- Las medidas de naturaleza fiscal se consideran esenciales. A tal efecto deberían promoverse a nivel europeo incentivos fiscales atractivos, homogéneos y estables que impulsen:
 - el desarrollo de la inversión en mercados y de los productos de ahorro, previsión e inversión a largo plazo.
 - las salidas al mercado de los emisores.

Se propone que la regulación de la UE y de los Estados miembros explore todas las vías posibles para promover que este tipo de medidas se adopten.

Debe considerarse la regulación y la supervisión como aspectos que requieren ambos, actuaciones:

- En cuanto a la regulación, se considera muy positivo el enfoque de reducir cargas, simplificar la regulación, mejorar sus procesos de elaboración y aprobación y avanzar cuanto antes en un single *rulebook*, en línea con lo que se propone en la contestación al apartado C) de esta consulta.
- En cuanto a la supervisión, debe avanzarse en la convergencia supervisora. Sin embargo -excepto en algunos ámbitos de infraestructuras operantes a nivel de la UE -no se observa una ventaja para el desarrollo de los mercados de capitales por centralizar la supervisión de los operadores y mercados en general.
- Deberían procurarse otras medidas dirigidas a:
 - desarrollar los sistemas de previsión social de segundo y tercer pilar en toda la UE, especialmente en aquellos países en los que el ahorro-previsión está infra desarrollado, ,
 - armonizar la regulación fiscal de los productos de renta variable y renta fija,
 - monitorizar la liquidez de los mercados de renta variable,

- facilitar la gestión del régimen de retenciones fiscales por la inversión en valores, entre estados miembros (entre otros, acortando los plazos de implementación de la iniciativa FASTER),
- alinear los marcos prudenciales con los objetivos estratégicos de SIU, evitando que las normas de adecuación de capital desincentiven la inversión, entre otros activos, en renta variable en fondos de inversión o capital riesgo, como ocurre en la actualidad, por ejemplo, en el caso de los bancos y las compañías de seguros,
- mejorar las condiciones de inversión en infraestructuras, private equity y venture capital. Favorecer la creación de vehículos de inversión específicos y más grandes que permitan a los inversores institucionales acceder a un mayor rango de activos con la suficiente calidad con los que construir sus soluciones a largo plazo para los inversores minoristas, incluidos los fondos abiertos.
- reforzar los derechos de los acreedores en caso de insolvencia, para aumentar la confianza de los inversores y suscitar más inversiones transfronterizas
- desarrollar la educación financiera y, como algo más ambicioso, pero preciso, una cultura del ahorro y la inversión en los ciudadanos europeos, a través de campañas impulsadas tanto desde el ámbito público como privado.
- aumentar la concienciación de los ciudadanos europeos, especialmente de los más jóvenes, también sobre la necesidad de ahorrar a largo plazo, mediante medidas entre las que pueden destacarse:
 - (i) el envío anual a cada ciudadano por parte de los sistemas públicos y privados de pensiones de una comunicación individual del importe de su pensión pública y privada estimada (de “sobre naranja” sueco).
 - (ii) el desarrollo de sistemas de seguimiento de los derechos de pensión (pension tracking systems).

(iii) elaboración por parte de la Comisión Europea de un cuadro de mando de pensiones (pension dashboard) en el que se monitorice la sostenibilidad y adecuación de los sistemas de pensiones europeos.

C.-Mejora de la legislación.

- Se apoya claramente la necesaria simplificación de la regulación.
- Es importante que la regulación tenga una mayor vocación de permanencia de forma que no se produzcan cambios regulatorios de importancia cada pocos años, que afectan a las entidades, al desarrollo del mercado y a los propios inversores, de modo negativo.
- La evaluación de impacto de las normas debe ser un elemento esencial del proceso de creación de nuevas normas y de establecimiento de nuevas obligaciones o prohibiciones. Dicho proceso debería integrar tanto elementos cuantitativos como cualitativos en cuanto a qué efectos se pueden esperar previsiblemente de su aplicación, de forma que estén alineados con la finalidad de desarrollo de los mercados.
- La inclusión del principio de proporcionalidad en la regulación, no en sentido general como se viene haciendo, sino a través de medidas concretas. El principio de proporcionalidad se encuentra recogido en el Tratado de la Unión, si bien no siempre la regulación tiene en cuenta su aplicación, que implica tener en consideración el tamaño, complejidad, importancia sistémica, volumen de operaciones, etc. Y muy especialmente el modelo de negocio, de los participantes en el mercado, de modo que las medidas regulatorias deben ser adecuadas, necesarias y no imponer una carga excesiva o injustificada para lograr el objetivo deseado.