



## Intervención en el XIV Encuentro Financiero Expansión – KMPG

RODRIGO BUENAVENTURA, PRESIDENTE DE LA CNMV  
10 de octubre de 2023

Buenos días y gracias a KPMG y a Expansión por su invitación para participar nuevamente en esta jornada.

Los mercados financieros han atravesado en los últimos tres años muchas vicisitudes: pandemia, guerra a las puertas de Europa, inflación, subidas de tipos...No ha sido un tiempo fácil ni apto para cardíacos.

Pero en el momento actual es importante señalar dónde están, y sobre todo, dónde no están los problemas.

Los sustos en materia de estabilidad financiera no han venido, en contra de lo que se pronosticaba el año pasado, de los vehículos de inversión colectiva abiertos, sino de quiebras bancarias clásicas originadas por uno de los riesgos más viejos y mejor estudiados: el de subidas de tipos de interés. Por el contrario, la inversión colectiva ha resistido bien los embates de la volatilidad, como también lo han hecho las infraestructuras del mercado y en concreto, las cámaras de contrapartida central.

A mi juicio, una de las enseñanzas de estas crisis es el valor del llamado “mark to market”, la valoración de las carteras a precios de mercado mediante la actualización periódica y sistemática de su valor contable. Cuando existen grandes carteras de activos que no se valoran a precios de mercado con la suficiente frecuencia y afrontamos tensiones extremas en los precios, existe una fuente de riesgo clara. La falta de actualización de los valores contables a los de mercado en situaciones como la actual puede generar “balsas” de pérdidas potenciales. Digo potenciales porque en muchos tipos de carteras (carteras a vencimiento, compromisos a largo plazo de pensiones) esas pérdidas no deberían realizarse si se mantienen los valores a vencimiento. Y si ese es el único escenario posible, uno podría concluir que es un sistema más caro, porque obliga a

reconocer pérdidas que probablemente nunca ocurrirán y a tener capital para absorberlas.

No obstante, cuando ocurre algún evento inesperado, como la mayor subida de tipos de los últimos 20 años, que los bancos centrales acaban de realizar, esa cartera puede tener que liquidarse total o parcialmente para atender reembolsos que no se preveían y esa circunstancia hace que la bolsa se rompa e inunde todo a su alrededor, con el consiguiente riesgo de inestabilidad financiera.

La extensión de la tecnología, la dinámica de las redes sociales y el énfasis en ofrecer liquidez inmediata hacen que los depositantes e inversores puedan adoptar comportamientos colectivos que muy rápidamente pueden desestabilizar una entidad, un mercado o un vehículo. La valoración a precios de mercado ha sido a veces considerada por algunas voces como un elemento procíclico, que podía exacerbar los descensos de precios. Sin embargo, en un mundo en el que los decisores últimos (depositantes, partícipes, inversores) tienen a su disposición un compromiso (explícito o implícito) de liquidez diaria y la posibilidad de operar desde un terminal móvil, el mark to market, en mercados con un cierto grado de liquidez, puede convertirse en un antídoto contra ese tipo de vulnerabilidad.

En el caso de la inversión colectiva, esto es evidente. Los únicos tipos de fondos que han mostrado algún tipo de problema en los últimos tres años (en otros países, pero ninguno en España) fueron o bien fondos que prometían un valor de reembolso fijo, con independencia del valor real de sus activos en cada momento (los fondos monetarios de valor constante) o bien fondos con un apalancamiento muy elevado y promesas de repago pre-fijadas (como el caso de los fondos de pensiones británicos de prestación definida). Los vehículos que realizan mark to market diario (que son la abrumadora mayoría) no sólo han resistido mejor, sino que han mantenido la equidad entre los inversores que decidían salir y los que se mantenían o entraban en el vehículo.

Por supuesto, esto no significa que no haya riesgos en los mercados de valores, pero la valoración a mercado ha venido a reforzar su estabilidad. Es el viejo adagio que a veces hay que recordar cuando experimentamos crisis agudas e intensas, incluso cuando los mercados rozan el pánico: el mercado de valores no puede, no debe cerrarse, ni en los peores momentos. Ni siquiera (mejor dicho, sobre todo) cuando los precios caen en picado, sin perjuicio de los clásicos “fusibles” o circuit-breakers automáticos que introducen algo de orden en los movimientos bruscos. La capacidad de los mercados de valores de encontrar un precio de equilibrio y proveer liquidez (a ese precio, claro) es su principal fortaleza, su principal aportación a la economía de un país y a la equidad entre inversores.

Pero también es un elemento a recordar para la propia actuación de los emisores. En los últimos años, la intervención de los emisores de valores en el mercado secundario que fija los precios de sus propias acciones ha ido in crescendo. Un

fenómeno en ascenso en todo el mundo es el de las recompras de acciones por parte de los propios emisores. Mediante estas operaciones, una sociedad cotizada usa la liquidez de la que dispone, en lugar de para repartir dividendos, acumular reservas o invertir en nuevos proyectos, para recomprar capital en el mercado y amortizarlo, reduciendo la cifra de recursos propios. Estas operaciones han sido especialmente profusas entre bancos cotizados, no sólo en España sino en todo el mundo.

Lo primero que hay que dejar claro es que se trata de operaciones legales, amparadas en Europa incluso por la normativa de abuso de mercado, que para evitar que puedan distorsionar o sostener artificialmente los precios, riesgo que es especialmente patente, les impone unos límites de volumen y precio. Adicionalmente, cuentan con el beneplácito de los accionistas, que deben aprobar la reducción de capital en junta de acuerdo con la legislación societaria de cada país.

Pero a renglón seguido, quisiera hacer tres reflexiones. Una semántica, otra empírica y otra estratégica.

La semántica se refiere al uso del término “remuneración al accionista” que a veces se usa para etiquetar y publicitar estas recompras. Seguramente es una deficiente traducción del término inglés “pay-out”, pero puede inducir a confusión al accionista. La lógica de quienes usan esa expresión es la siguiente: cuando se recompran acciones para amortizar, si se compran a precio bajo, es decir infravaloradas respecto al que se presupone que debería ser su valor fundamental, y a renglón seguido se amortizan, lo que se ha conseguido es recomprar a bajo precio (con recursos/cash de todos los accionistas) algo que vale intrínsecamente más. Y eso crea valor para quienes se mantienen como accionistas. La cuestión semántica es por qué, entonces, si beneficia a los accionistas que se quedan y que deciden no vender, se etiqueta como remuneración a todos los accionistas (como si fuese un dividendo). No puede ser (ni a priori ni a posteriori) remuneración para todos, por definición. Si la compañía acierta (y el valor está infravalorado por el mercado), habrán salido perdiendo los accionistas que vendieron y ganando los que no vendieron. Y si es al revés, tendremos la situación contraria. No puede presentarse la operación como una remuneración “al accionista” en genérico, sino a uno de los dos colectivos de accionistas (los que venden o los que no). Por ello, sería bueno evitar el término remuneración, o encontrar otro menos confuso, para explicar estas operaciones de modo más objetivo.

La consideración empírica es que numerosos estudios internacionales avalan que los gestores que deciden recomprar no son especialmente clarividentes a la hora de detectar los episodios de mayor infravaloración de la acción o, al menos, el mercado no suele reconocerlo a medio plazo. Es decir, una parte importante de las acciones sobre las que se lanzan recompras, siguen igual de bien o de mal

valoradas respecto al mercado o a su sector, meses o años después de realizada la recompra, sin que aparentemente se pueda observar una creación de valor adicional para los accionistas que decidieron no recibir el efectivo y no vender. Ello refuerza aún más la cuestión semántica.

La consideración estratégica es la relativa a la dotación de capital de las compañías españolas, incluyendo las cotizadas. Nos enfrentamos a una transición digital y ecológica que va a demandar, que está demandando, la financiación con capital propio y ajeno de inversiones muy cuantiosas. Muchas de ellas transformadoras del modelo de negocio de muchas de nuestras empresas (cotizadas o no). Sabemos también que las empresas europeas dependen tres veces más que las norteamericanas de la financiación bancaria y que deben reforzar sus recursos propios a medio plazo si quieren seguir invirtiendo, crecer, competir internacionalmente y transformarse con éxito. Esto es obviamente muy dependiente del sector de que se trate. No es lo mismo una petrolera que un banco. Pero es posible que, ya que parece que no sobra capital, reducirlo vía amortización de acciones pueda tener implicaciones estratégicas para algunos emisores o algunos sectores y por extensión a nuestras economías.

Se habla mucho de competitividad estos días en relación a la regulación financiera, sobre todo en el debate regulatorio a escala europea. Se habla también de autonomía estratégica europea. La idea es simple: según sus proponentes, Europa necesita depender menos de proveedores extranjeros y debe reforzar su producción propia. Tener mayor autonomía en sectores que sean estratégicos.

Así enunciada, parece una proposición lógica tras los eventos de los últimos años. No seré yo quien cuestione el valor de la competitividad y de la autonomía estratégica en el sector industrial, agrícola, tecnológico o de materias primas, con los shocks sufridos desde la pandemia. Pero al analizar los mercados de valores, es importante tener en cuenta consideraciones específicas que los diferencian profundamente de otros sectores.

En primer lugar, el mercado de valores o derivados no es unidireccional, sino bidireccional. No son mercados de producción o consumo, sino mercados de intercambio multidireccional. El ahorro y la inversión en mercados desarrollados fluyen en ambas direcciones. Emisores del extranjero se listan en mercados europeos y viceversa. Bancos europeos prestan servicios en Londres, y viceversa. E inversores estadounidenses compran participaciones en compañías europeas y viceversa.

En segundo lugar, Europa no es, en materia de mercados financieros, un lugar periférico o que dependa de proveedores poco confiables. Tenemos las infraestructuras esenciales, una industria de inversión colectiva y gestión de activos consolidada, un sector de banca de inversión propio, mercados secundarios e infraestructuras de compensación. Es decir, Europa cuenta con los

ingredientes esenciales no sólo para abastecerse de financiación, sino para exportar servicios financieros al resto del mundo y para competir con otras plazas de igual a igual. Y en los ámbitos en los que dependemos de infraestructuras o proveedores esenciales, éstos provienen en su inmensa mayoría de Reino Unido o Estados Unidos, no de Rusia, China o África Ecuatorial.

También tenemos carencias, sin duda. Por ejemplo, la ausencia de una inversión institucional suficientemente fuerte y sólida ligada al infradesarrollo de productos de ahorro a muy largo plazo, como los fondos de pensiones, que tan importante papel tienen en algunos mercados. O también la ausencia de “campeones globales” europeos en ciertos sectores como en la banca de inversión, actualmente dominada por entidades norteamericanas. Pero en su conjunto, el mercado europeo es un mercado sofisticado, desarrollado, estimulante y capaz de ofrecer todos los elementos esenciales que componen un mercado de capitales completo.

En todo caso, en materia de desarrollo de los mercados financieros europeos, la apertura al exterior y la participación del capital internacional han sido elementos de éxito esenciales. No hay ningún mercado desarrollado, ninguna potencia financiera mundial, que se haya construido en torno a un modelo cerrado, proteccionista o a un modelo autárquico. El enfoque de reforzamiento de los medios propios (con componentes autárquicos) que se puede percibir en los últimos debates internacionales o europeos (en Washington, Bruselas o en París), si se lleva a un extremo, puede poner en riesgo el desarrollo de mercados financieros más profundos y competitivos, que es lo que necesita la economía europea. Pueden ser necesarios ajustes regulatorios, pero la potenciación de los proveedores y mercados financieros europeos debería hacerse primariamente mediante la competencia, respetando los principios del orden internacional basado en reglas y fomentando el desarrollo de proveedores europeos en este ámbito.

En pocos sitios se verifica esta tesis mejor que en los procesos de adquisiciones de acciones cotizadas mediante opas. Las opas, lejos de constituir una amenaza para los dueños de las compañías cotizadas, sus accionistas, son para ellos una fuente de liquidez extraordinaria, una vía de obtención de plusvalías y un mecanismo muy eficaz para corregir posibles situaciones de infravaloración o de carencia de demanda interna. La legislación europea establece en este sentido dos mecanismos, compatibles entre sí: por un lado, habilita a los gobiernos a establecer condiciones o limitaciones a la inversión extranjera en general (no sólo ni especialmente sobre las cotizadas), cuestión que tiene que ver con la protección de los intereses generales en sectores estratégicos y que corresponde ejercer a los gobiernos y por otro protege de modo especial el derecho de los accionistas de sociedades cotizadas a recibir las ofertas de adquisición y a aceptarlas voluntariamente y consagra la obligación de los supervisores de valores de

tramitarlas con celeridad y de favorecer que pueda haber mejoras o incluso ofertas competidoras.

Es obvio que los mercados primarios de valores están atravesando una fase de sequía muy llamativa y que los volúmenes negociados en los mercados secundarios han sufrido de cierta atonía. No sólo en España. En casi toda Europa. Digo “casi” porque en una minoría de países de Europa (como en Suecia) sí ha habido y sigue habiendo un mercado vibrante que está contribuyendo a la financiación de la economía. He dicho muchas veces, y lo mantengo, que si queremos que la economía europea siga siendo competitiva, tenemos que potenciar urgentemente los mercados de valores. Sólo con mercados profundos de renta variable las compañías europeas podrán abordar las inversiones que tienen por delante en esta próxima década.

Y lo mismo puede decirse de la oferta de fondos, la inversión minorista e institucional. El grado de aversión al riesgo de los inversores españoles parece muy elevado, si lo medimos con dos datos: el porcentaje de depósitos sobre su riqueza total financiera (cerca de un 40%) y el porcentaje de renta fija en las carteras de los fondos españoles (cerca de un 50%). Si tenemos en cuenta que una parte muy importante de los inversores en productos financieros están en un tramo de edad entre 30 y 50 años, la teoría financiera nos dice que el porcentaje de inversión en renta variable, en acciones, debería ser elevado, incluso mayoritario, en dichos tramos, dado el mayor retorno esperado de la renta variable para horizontes de inversión entre 10 y 30 años. Sin embargo, el porcentaje invertido en renta variable en los fondos españoles es de sólo un 17% (del cual sólo 2 p.p. son en RV española). Ahí tenemos una asignatura pendiente, empezando por la educación financiera.

En este contexto, hay varias iniciativas dignas de mención.

La más conocida es el proyecto de Unión del Mercado de Capitales y su más reciente propuesta, la denominada “listing act”, que trata de recuperar parte del atractivo del mercado bursátil para las empresas europeas.

Asimismo, hay importantes reformas en marcha para aumentar la eficiencia del mercado. La semana pasada, ESMA publicó una consulta pública para recabar opiniones sobre una posible reducción del plazo de liquidación de las operaciones sobre valores en la UE desde 2 días (T+2) hasta un día o incluso el mismo día. Se trata de un proceso muy complejo, sobre todo en Europa donde tenemos (a diferencia de EEUU) varias monedas, múltiples CCPs y una treintena de sistemas de liquidación. Pero los beneficios de esta reducción son enormes en términos de los recursos dedicados a cubrir el riesgo de mercado entre que una operación se contrata y ésta se liquida. Y es un cambio que puede afectar (positiva o negativamente) a todo el sector financiero, incluyendo los inversores y los gestores. Por ello, animo desde aquí a los profesionales y las entidades y

asociaciones españolas a hacer oír sus puntos de vista en esta cuestión tan trascendente, respondiendo a esta consulta de ESMA antes de mediados de diciembre.

A escala nacional, merece la pena mencionar que la CNMV ha impulsado reformas de calado en nuestro mercado, para hacerlo más eficiente (la más reciente, la del registro de renta fija) y este año, en coordinación con el Gobierno hemos promovido un proyecto europeo para que una misión de expertos internacionales coordinados por la OCDE emita un diagnóstico y un conjunto de propuestas que se presentarán en el segundo semestre de 2024, sobre cómo revitalizar el mercado de valores español para que continúe sirviendo los intereses generales y los objetivos de la economía española.

Estoy seguro de que colectivamente, como han hecho con éxito otros países de la Unión Europea, daremos con la tecla correcta para reactivar nuestros mercados financieros y que ello redunde en una muy necesaria corriente de financiación de las empresas españolas.