

XLI Seminario de APIE

“Tres prioridades para el mercado de valores español”

RODRIGO BUENAVENTURA, PRESIDENTE DE LA CNMV
21 de junio de 2024

Buenos días. Es un placer estar aquí por cuarto año consecutivo en este curso de la APIE en Santander, en el día dedicado a los organismos reguladores.

Esta ocasión se da en un momento en que se han producido las elecciones europeas con un resultado similar en los principales bloques al que existía anteriormente, aunque con un incremento de posiciones políticas extremas fundamentalmente en dos de los principales motores de la unión europea como son Francia y Alemania. Este hecho ha provocado caídas en el mercado francés que en cierta medida se trasladaron a otros mercados europeos, pero no especialmente al mercado español - las empresas francesas ponderan en un 40% en el índice Euro Stoxx 50. No obstante, como consecuencia de ello y de la mayor incertidumbre política que los inversores han descontado para Europa, se ha producido un leve repunte de las primas de riesgo. El diferencial de riesgo de la deuda pública francesa se incrementó hasta los 75 puntos básicos, mientras que en España esta tan solo se ha elevado en 17 pb, hasta situarse en 95pb.

Este nuevo contexto político coincide con una revitalización de los mercados primarios (salidas a bolsa y opas) que marca una diferencia con respecto a años anteriores, donde la atonía era la característica principal. El incremento de la actividad viene de la mano de salidas a bolsa de nuevas empresas y operaciones corporativas. Este es el caso de España, en donde hace pocas semanas hemos asistido a la salida al mercado de una importante empresa con un volumen significativo y donde espero que, a lo largo de los próximos meses, pueda ser acompañada por otras nuevas operaciones. Pero más allá de la situación presente de los mercados, hoy quisiera glosar las que a mi juicio son tres prioridades que merece la pena impulsar en materia de mercados de valores en los próximos años para que los mercados españoles sirvan mejor a los intereses de la economía y la sociedad española. Y ese triángulo tiene a mi juicio tres aristas o caras: la regulatoria, la supervisora y la social.

1. Regulatoria. En la vertiente regulatoria la prioridad más evidente es la de impulsar una estrategia de promoción del mercado de valores. Este es un tema que se ha abordado de forma muy intensa en los últimos meses bajo la etiqueta de la denominada Capital Markets Union (CMU). El objetivo es establecer las condiciones para que los mercados de valores europeos se desarrollen al nivel que requiere la economía europea, es decir, que complementen los mercados bancarios al estilo de lo que ocurre en la economía estadounidense.

- a. Los mercados públicos, mejor que los privados. Antes de apostar regulatoriamente por los mercados bursátiles y de deuda, hay que partir de una premisa: los mercados públicos son socialmente preferibles a los mercados privados. Las razones son múltiples. Ofrecen un acceso al inversor minorista que no ofrecen los mercados privados. Ofrecen una transparencia a la sociedad muy superior a la de los mercados privados. Ofrecen a las empresas una perspectiva de financiación a larguísimo plazo que no pueden ofrecer los mercados privados y ofrecen una autonomía de decisión a los gestores y unas posibilidades de captación de talento muy superiores.

Y sin embargo, los mercados privados crecen a ritmos muy superiores a los públicos. La razón puede descansar en la menor regulación y la nula transparencia a la que están sujetos. No obstante, la solución a este problema no puede ser imponer requisitos artificiales a los mercados de private equity o private credit para hacerlos más caros, más onerosos o menos atractivos. Ello no tendría justificación desde el punto de vista de una política pública sensata.

La solución es más compleja y pasa por atraer a más empresas a los mercados públicos.

- b. Acercar a más empresas a los mercados. Esto requiere a mi juicio de tres esfuerzos simultáneos:
 1. Ajustes en el armazón regulatorio de los mercados públicos que eliminen los requisitos innecesarios y equilibren las cargas regulatorias. Y también precisa equiparar a las compañías cotizadas con las no cotizadas de igual tamaño en todo lo que no esté estrictamente relacionado con la información a los accionistas. Cuestiones como la sostenibilidad o la paridad no deben suponer mayores obligaciones para una cotizada que para una compañía no cotizada de igual tamaño. No puede haber un peaje en estas materias por el hecho de cotizar.
 2. La eliminación de la asimetría fiscal para las empresas entre financiarse con deuda (deducibilidad de los gastos financieros) y con fondos propios.
 3. Una mejora de la liquidez subyacente de los mercados secundarios, de modo que la profundidad del mercado mejore y con ella las valoraciones de las empresas que salen a bolsa. Esto es muy complejo y es mucho más fácil de decir que de hacer, pero tiene ingredientes como la apertura de los mercados de capitales al capital internacional, el fomento de la presencia de inversión institucional en ciertos segmentos del mercado y la reducción de la fragmentación, mediante la eliminación de obstáculos a la consolidación de centros de negociación y compensación.

- c. Trazar un plan de promoción del ahorro financiero minorista

Para concluir la vertiente regulatoria creo que, de todas las medidas posibles, si hubiese que escoger sólo una, sería sin duda la promoción del ahorro minorista. La principal diferencia entre los mercados europeos y los estadounidenses, que es a lo que deberíamos aspirar, no está en la regulación ni en la supervisión. Es falso que la regulación estadounidense de las empresas que cotizan sea más laxa que la europea. Cualquiera que siga los requisitos de disclosure de empresas que cotizan en ambos mercados o que haya seguido lo que le cuesta a una empresa europea que le aprueben un folleto en la SEC, sabe que es así. Es también falso que la ausencia de un supervisor único en Europa esté detrás de la fragmentación nacional de mercados de valores que aún se observa. Quien haya seguido cómo la presencia de un supervisor bancario único en la UE ha sido compatible con una absoluta fragmentación de los mercados de crédito nacionales, sabe que es así. Y es también falso que la negociación esté más fragmentada o experimente mayor competencia en Europa que en USA, si atendemos a la negociación secundaria.

Las tres grandes diferencias entre USA y la UE en esta materia no tienen nada que ver con estos factores. Son muy simples: 1) USA es un solo país con una sola moneda (cosa que no va a cambiar a corto plazo en Europa); 2) USA tiene una gran concentración de infraestructuras de listing, compensación y liquidación (no de trading) mientras que Europa sigue siendo un sudoku en esta materia y 3), pero fundamentalmente, los estadounidenses invierten en acciones, a través de fondos de inversión y de pensiones, en proporción astronómicamente superior a los europeos. Las valoraciones en el mercado estadounidense, los volúmenes de negociación y la liquidez subyacente son superiores al mercado europeo por los 30 billones de \$ en inversión financiera a largo plazo que se han generado en esa economía en las últimas décadas. Ese es el quid de la cuestión que hace que el mercado europeo se esté quedando rezagado.

Y eso requiere que Europa incentive en serio que sus ciudadanos inviertan en acciones, bonos y participaciones en fondos de inversión y de pensiones si queremos mejorar el bienestar financiero de los europeos y mejorar al tiempo las condiciones de liquidez del mercado de valores que permita que las empresas se financien en mejores condiciones. Y para tomar en serio esta cuestión, los incentivos fiscales son ineludibles. Por ejemplo, mediante cuentas personales de inversiones financieras, como se ha hecho en Italia o en Suecia, con resultados muy positivos. Si queremos tomarnos en serio la Unión del Mercado de Capitales, hay que concentrarse en este objetivo por encima de todos los demás. A escala europea y nacional.

2. Supervisoría. Cambiando de tercio hacia la perspectiva de supervisión, creo que es prioritario seguir reforzando el esquema supervisor nacional y avanzar en el europeo.
 - a. Si no hay “twin peaks”, al menos “similar peaks”

En el año 2023 tuvo lugar una reforma de la ley del Mercado de Valores con algunos cambios relevantes en materia de autonomía e independencia del supervisor y con varios elementos de modernización en este aspecto. Del mismo modo, en el año 2024 se está produciendo un reforzamiento de los Recursos Humanos en la CNMV con la convocatoria de 81 plazas, que nos situará en un nivel de dotación de personal muy similar a la de nuestros homólogos en otros grandes mercados europeos. Creo que son cambios muy positivos donde el Gobierno y el Parlamento han actuado con visión de largo plazo y que hay que celebrar.

A medio plazo he dicho en varias ocasiones que creo que un sistema de supervisión de tipo twin peaks presenta ventajas claras en términos de protección del cliente financiero y también en términos de potenciación de la supervisión prudencial. Sin embargo, aunque ese proyecto parezca hoy lejano, si no vamos a tener “twin peaks” a corto plazo al menos deberíamos tener “similar peaks”.

Me refiero a que es preciso reforzar la autonomía de gestión de la CNMV y que no quede tan lejana a la del Banco de España. No tiene sentido que dos supervisores financieros en ámbitos tan complementarios, próximos y sustitutivos como la financiación bancaria y la financiación vía mercado tengan condiciones económicas y de gestión organizacional tan absolutamente dispares. El ámbito donde esta cuestión es más evidente es en la gestión de Recursos Humanos.

No sólo es una cuestión de que las condiciones salariales en ambas instituciones sean tan dispares, lo que suponen que el primer competidor (como empleador) de la CNMV sea el propio Banco de España.

El mismo Fondo Monetario Internacional acaba de destacar en su evaluación del sistema financiero español (el denominado FSAP), como prioridad número 4 en su lista de recomendaciones a las autoridades españolas, que es imprescindible dotar a la CNMV de autonomía real de gestión en el reclutamiento de personal. Sin un cambio en esta materia, las capacidades de la CNMV de realizar correctamente su papel se ponen en riesgo y con ello, también se exponen, de manera totalmente gratuita (pues no se ahorra ni un céntimo de recursos públicos con estas limitaciones), la estabilidad financiera, la protección del inversor y el ordenado funcionamiento del

mercado. Es urgente, como señala el FMI, corregir esta anomalía, lo cual depende del ejecutivo y del parlamento español.

b. Avanzar en una supervisión más coordinada en Europa.

Decía antes que la ausencia de un supervisor único en los mercados de valores europeos no es la causa de su menor desarrollo. Sin embargo, eso no significa que no haya que hacer avances serios en materia de supervisión a escala europea.

Un primer paso, que ya está tardando, sería convertir todas las directivas referentes al mercado de valores, en reglamentos. No quedan tantas: MiFID, UCITs, AIFMD, Transparencia y CSRD. Eso daría un paso de gigante en la creación de un auténtico “rulebook” único en Europa.

Un segundo paso sería reforzar las competencias de ESMA, dotarle de facultades más incisivas y de poderes ejecutivos para procurar una convergencia efectiva en la supervisión nacional y en la forma de aplicar la norma común en los distintos países.

Y un tercer paso sería evaluar mecanismos de supervisión 100% coordinada, simultánea o incluso centralizada. Esta última sería planteable en ciertas áreas del mercado, como en las grandes infraestructuras transfronterizas de carácter sistémico.

Todo ello lleva naturalmente a un planteamiento similar a escala europea a lo que antes mencionaba a escala nacional sobre los “similar peaks”. Es preciso aproximar a escala de la UE el estatus institucional, la independencia, la gobernanza y los recursos y la autonomía real de ESMA a la que presenta el SSM. Sin ese paso, no resultará creíble el eslogan de que la UE quiere apostar por los mercados de valores.

c. Mantener el foco en la protección del minorista

La CNMV ha sido siempre un supervisor de conductas en el que la protección del inversor minorista es el centro de nuestra actuación. En el actual mandato hemos tratado de reforzar esa prioridad y creo que debe seguir siendo una prioridad en los próximos años.

1. Hemos intensificado la calidad del servicio directo al inversor minorista. El número de reclamaciones están en mínimos históricos (en proporción a las cuentas de valores) y el seguimiento de los criterios de la CNMV por las entidades en máximos históricos (por encima del 80%).

2. Hemos redoblado nuestros esfuerzos en la supervisión de cómo se informa y trata a los clientes y hemos comenzado en el último año a imponer en los expedientes sancionadores la devolución de importes a los clientes (cuando puede calcularse el beneficio o el coste indebido) en lugar de poner sólo multas. Así, ese dinero vuelve al cliente perjudicado, en lugar de convertirse en un mero ingreso en el tesoro público. Pero en este ámbito no basta con un supervisor concienciado y activo: es necesario un esfuerzo más amplio, lo cual me lleva a la tercera y última dimensión, la social.
3. Social. En este ámbito, creo que hay dos prioridades que se retroalimentan: combatir el fraude financiero y mejorar la cultura financiera de los españoles. Sería peligroso minimizar la relevancia del nivel y extensión del fraude financiero en nuestra sociedad. Casi a diario asistimos a intentos de fraude de grandes proporciones mediante propuestas de inversión de entidades sin licencia o directamente esquemas fraudulentos. Y ello tiene consecuencias serias y de gran calado para la sociedad y para la confianza en los mercados de valores. Si observan los casos judiciales por estafa que han surgido en nuestro país en los últimos años, en la mayoría de los casos las entidades involucradas habían sido advertidas públicamente por CNMV como entidades sospechosas, piratas o chiringuitos. Somos el supervisor europeo que más advertencias realiza, con diferencia, sobre entidades sin licencia o entidades potencialmente fraudulentas. Pero esa advertencia no basta: nadie lee por las mañanas las advertencias de CNMV con el café para decidir dónde invierte. Había que dar un paso más para que buscadores de internet, medios de comunicación, notarios, registradores, entidades financieras, etc. se involucrasen para usar esa información de advertencias y atajar esos fraudes antes.

Y hemos logrado eso a través del Plan de Acción contra el Fraude Financiero. Para combatir un fenómeno tan complejo se requiere de un esfuerzo conjunto de instituciones entidades y estamentos sociales que solo dará sus frutos en el medio y largo plazo. Pero merece la pena dedicar esfuerzos a esta materia porque si no conseguimos mejorar la seguridad de los inversores no conseguiremos estimular la inversión minorista de forma sostenida.

Y en este combate contra el fraude, las redes sociales tienen un papel central que jugar. Hoy en día prácticamente todos los intentos de fraude ligado a inversiones se difunden y promueven a través de redes sociales. Hemos visto ejemplos con suplantación de personalidad de instituciones y personalidades públicas, de deportistas, de actores, etc.

El desarrollo de la inteligencia artificial hace que dichos intentos de fraude parezcan más verídicos y sean menos fáciles de detectar. Por eso es tan importante el desarrollo de medidas legislativas como las que se han impulsado en España para exigir que los anunciantes de servicios financieros en redes sociales, aquellos que pagan y contratan una serie de impactos en usuarios de la red, sean en efecto entidades habilitadas a prestar dichos servicios. La ley española exige una serie de comprobaciones a los operadores de esas redes sociales cuando aceptan anuncios de pago y la CNMV tiene la intención firme de asegurar el cumplimiento de la ley.

Episodios como los anuncios de pago de inversiones claramente fraudulentas, suplantando a personalidades públicas, difundidos de modo irresponsable en los últimos meses por las redes sociales X e Instagram son justo el ejemplo de lo que hay que evitar. Y de lo que exige una acción coordinada a nivel internacional.

El otro ámbito de actuación prioritario y cuyos efectos también se verán solo en el largo plazo, es la potenciación de las iniciativas de educación financiera e incremento de los conocimientos financieros de la población española. La CNMV y el Banco España, con la colaboración reciente del Ministerio de Economía, hemos impulsado, a través del Plan Nacional de educación financiera, esta cuestión durante más de una década. Pero nuestros recursos son limitados y muy inferiores a las necesidades reales y los resultados (en términos de mejora de las capacidades financieras de la población) se producen de forma demasiado lenta. Es perentorio que configuremos un esfuerzo más amplio, con la participación de más instituciones, la colaboración de las autoridades educativas y de la sociedad civil que vaya mucho más allá de lo que dos supervisores (cuya función legal ni siquiera incluye esta faceta) podemos aportar.

Concluyo ya. Como ven, hay muchos retos por delante para mejorar los mercados de valores europeos y españoles y sólo una parte pequeña depende del regulador. Pero les aseguro que estamos muy comprometidos en la CNMV para que en lo que dependa de nosotros el marco normativo y supervisor trabaje para la protección del inversor y permita al tiempo que se desarrolle el mercado que se merecen nuestras economías.