



“ESTRATEGIA PARA EL DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE VALORES” V OBSERVATORIO BESTINVER IESE

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

Muchas gracias por la invitación, un año más, a la presentación de las Conclusiones de la encuesta Bestinver-IESE sobre el ahorro y la inversión de los españoles. El observatorio es una magnífica radiografía de la inversión minorista en España. Y siguiendo con el símil médico, lo que se observa año tras año en esta prueba diagnóstica es que el paciente no empeora, pero necesita un tratamiento de choque.

La forma en la que invertimos nuestro ahorro financiero en España y en Europa es manifiestamente mejorable. La proporción de depósitos es inusualmente alta (Cerca del 35-40% en la UE) y la inversión en renta variable sorprendentemente baja. Y con esa combinación, el apoyo y la capacidad de financiación que reciben las empresas españolas y europeas no será suficiente.

Los líderes europeos, los pensadores y los *think tanks* coinciden de modo apabullante en que o potenciamos los mercados de capitales y la inversión de los europeos en esos mercados o la economía europea lo lamentará durante décadas. Nos jugamos, literalmente, nuestra posición como potencia económica. Así que hay consenso en lo que debe hacerse, pero hay algunas divergencias en cómo conseguirlo. A mi juicio, son varios los mitos que circulan estos días por las capitales europeas y que conviene matizar, rebatir o desterrar.

Y hay, a la vez, medidas que hay que poner urgentemente en marcha y que requerirán del empeño político, legislativo y regulatorio. Las abordaré en ese orden.

Comencemos brevemente por los mitos.

1. “Los mercados de capitales no están integrados, a diferencia de los bancarios”

Esto es un lugar común que uno escucha, a veces, desconcertado. La realidad es la opuesta. Da igual cómo lo midamos: porcentaje de financiación transfronteriza obtenida por las compañías, porcentaje de productos extranjeros comprados por clientes nacionales, número de

fusiones transfronterizas...La conclusión es clara. Los mercados de valores están mucho más conectados que los bancarios.

2. “Lo que le falta a Europa para ser como USA es un supervisor único”
Este mito está muy ligado al anterior. Paradójicamente, la fragmentación del mercado de financiación bancaria coexiste con un supervisor único (el SSM) desde hace más de una década. Y la fragmentación no sólo no ha disminuido desde entonces, sino que ha aumentado. Y aún así hay gente que sostiene que la supervisión centralizada crea mercados transfronterizos... A mí no me parece que, si ESMA se convirtiese en el supervisor de las cotizadas, de los mercados o de los gestores de fondos europeos, el panorama actual cambiaría mucho. Hay áreas donde la supervisión central puede traer beneficios, sin duda. Pero no deberíamos confiar en absoluto en que un supervisor único fuese aliciente para que el mercado se desarrollase exponencialmente.
3. La sobre-regulación financiera es lo que lastra el desarrollo del mercado
Este mito tiene una mala salud de hierro, sin duda. Consiste en sostener que es la acumulación de regulación sobre emisores, gestores, intermediarios y participantes del mercado, lo que hace que Europa vaya a la zaga de los EEUU en desarrollo de mercados de valores y que tenga una menor profundidad. Puede haber áreas, sin duda, donde los requisitos regulatorios deban revisarse, pero nada indica que las exigencias de la norma europea sobre los emisores sean superiores a las americanas (incluso hay alguna evidencia de lo contrario). Nada indica tampoco que la CNMV, por ejemplo, sea más exigente que la SEC en una salida a bolsa o en la supervisión de estados financieros. Y aún así, el mito persiste. Y probablemente la forma de romperlo tiene que ver con el siguiente.
4. “Toda Europa tiene los mismos problemas”
A esto, habría que responder sí y no. Sí es cierto que los problemas del mercado de valores español para desarrollarse están compartidos por muchos estados miembros de la Unión Europea. Pero habría que contestar con un rotundo no, a la idea de que no hay ningún país europeo que tenga un mercado de valores vibrante. Suecia lo tiene, y está sometido a la misma regulación que España. Las salidas a bolsa, los folletos, la revisión de estados financieros, las reglas de abuso de mercado, las normas de comercialización sobre la gestión son exactamente las mismas que España y el resto de países de la UE. Y aún así, su mercado se ha desarrollado mucho más, en términos relativos. Es decir, sí se puede tener un mercado vibrante, si se ponen las medidas para ello.

5. “La fragmentación del mercado daña la liquidez”

La respuesta es un nuevo “depende”. El mercado europeo no está más fragmentado que el americano, si atendemos a la competencia entre centros de ejecución de acciones. Sí lo está si atendemos a los centros de primera admisión de negociación de esas acciones. En Europa hay decenas de bolsas de valores nacionales, mientras que en USA hay básicamente tres. Pero una vez que los valores se admiten a negociación en una bolsa nacional, la competencia es tan intensa en la UE como en USA a la hora de negociar esas acciones. Y esto ha beneficiado a los inversores, en forma de menores costes de ejecución. Es decir, cuando hablamos de fragmentación, hay que distinguir entre mercado primario y secundario. Si no, se cae rápidamente en errores de diagnóstico.

6. “Los ahorros de los europeos se desvían a USA y habría que retenerlos en Europa”

Con esto entramos en el terreno del proteccionismo financiero. Desde un supervisor financiero, la mejor forma de proteger los intereses de los inversores es permitirles que inviertan donde quieran, a través de intermediarios o productos regulados, sin coartar su libertad de elección de sus carteras. Existe un debate en la UE y en algunos países como Francia sobre si se deben incentivar (por ejemplo, mediante medidas fiscales) que los ahorros de los inversores europeos se queden en Europa: que sólo se beneficien de incentivos si invierten en empresas europeas. Creo que es un debate muy delicado, donde se corre el riesgo de sesgar artificialmente la asignación de activos de un modo potencialmente perjudicial para el inversor. Si la administración estadounidense hiciera lo mismo, teniendo en cuenta que los mayores inversores institucionales en las empresas europeas son fondos americanos, tendríamos más aún que perder.

7. “La titulización es una solución prioritaria”

Este mito, el séptimo y último, es realmente sorprendente. Viene a decir que la titulización de créditos, mediante la cual los bancos venden al mercado carteras de préstamos concedidos a empresas o ciudadanos para obtener nuevos recursos financieros, sería un elemento importante para estimular que los europeos inviertan más en instrumentos financieros y que las empresas capten más fondos en acciones o bonos. A mi juicio, no hay ninguna razón para que ese mecanismo funcione en la dirección supuesta. Mejorar el marco de la titulización es positivo, pero no creo que tenga ningún impacto positivo en la liquidez o profundidad de los mercados de acciones, que es lo que se pretende estimular, por lo que no creo que esta medida deba ser una prioridad.

Hasta aquí lo que denomino mitos o mantras que vienen repitiéndose los últimos años y meses y que no dejan de ser formas poco sofisticadas de abordar el problema.

Entonces, ¿qué hacer? Porque todos tenemos claro que es perentorio actuar para potenciar los mercados europeos si queremos que la economía europea no se quede atrás.

En mi opinión, hay cinco líneas de actuación prioritarias:

1. Impulsar una estrategia nacional y europea de promoción de la inversión minorista

Si pudiésemos hacer una sola cosa, debería ser esta. Es imperativo trazar un plan para estimular que los europeos y los españoles inviertan una mayor parte de sus ahorros en instrumentos financieros. El ahorro es el que es (y dependerá de elementos macro) pero su destino natural debería ser los fondos de inversión, de pensiones, los bonos y las acciones. Si no promovemos este cambio cultural y estructural, ninguna otra medida funcionará, por lo que es una auténtica condición necesaria y no otra cosa. Esto es lo realmente diferencia el mercado americano del europeo. Y la forma de promover cambios de este calado está ya inventada y requiere de una serie de elementos muy claros mantenidos en el tiempo, pues no dan frutos a corto plazo:

- A. Incentivos fiscales estables a la inversión personal en instrumentos financieros. Un conjunto de países está planteándose la creación de cuentas de ahorro financiero personal incentivadas fiscalmente, que tan buen resultado han dado en países como Suecia. Pero a esto hay que darle estabilidad en el tiempo. No puede cambiarse cada 4 años.
- B. Un marco favorable para la inversión en fondos y planes de pensiones, que inviertan en activos a largo plazo, que es donde andamos más escasos.
- C. Potenciación de la educación financiera, a jóvenes y adultos, dedicando muchos más recursos que los que dedicamos actualmente.

2. Permanecer abiertos al capital internacional y ser ambiciosos como UE

Cuando se habla tanto de autonomía estratégica o de retener los ahorros de los europeos para que inviertan en el continente, soy consciente de que romper una lanza en favor de la apertura de los mercados de capitales puede suponer ir a contracorriente e incluso parecer un síntoma de ingenuidad geopolítica. Sin embargo, estoy convencido de que mantener mercados de capitales abiertos internacionalmente es absolutamente esencial para su desarrollo y para el éxito de la economía europea. Y esa apertura es bidireccional: libertad de los inversores no europeos para invertir y desinvertir en Europa y libertad de los ahorradores europeos para invertir y desinvertir fuera de Europa sus ahorros. Si confiamos en la UE como plaza financiera y como punto de

origen de empresas punteras, no debemos poner puertas al campo limitando o dirigiendo las políticas de inversión de los europeos (sean minoristas o institucionales).

3. Avanzar en regulación única y mejorar en supervisión coordinada
Es imperativo que completemos el corpus regulatorio de la UE mediante la transformación de las directivas en reglamentos. Contar con un único “rulebook”. Y que éste se aplique de forma consistente y armonizada. Para ello, ESMA debe dar un salto cualitativo y pasar a ser un mecanismo de coordinación fuerte de la supervisión nacional; debe contar con potestades más robustas para introducir disciplina y convergencia y debe cambiar su gobernanza a medio plazo, en la búsqueda de una mayor independencia respecto a intereses nacionales. Igualmente, los colegisladores y la Comisión deben confiar más en ESMA y dotarle de capacidades mayores, de modo que seamos más ágiles en la UE ajustando la regulación a los cambios tan vertiginosos que los mercados nos demuestran cada poco tiempo. En materia de supervisión central, sin embargo, creo que debemos avanzar exclusivamente en áreas donde sea más eficiente y razonable supervisar centralizadamente: las grandes entidades o infraestructuras con carácter netamente transfronterizo y tamaño sistémico a escala de la UE.
4. No impedir la consolidación
Parafraseando a Celia Cruz, no hay “cama” en Europa para tantos mercados: 32 CSDs, 15 CCPs y más de 200 centros de ejecución. Se producirá tarde o temprano una consolidación de mercados, cámaras y depositarios, máxime cuando la inversión en tecnología que va a ser necesaria no va a estar financieramente al alcance de todos. Y hay que estar preparados para ello. La consolidación no debe promoverse regulatoriamente, no hay que forzarla. Pero tampoco hay que entorpecerla, porque con una regulación de verdad armonizada y unas condiciones correctas, puede mejorar la calidad y el precio de los servicios que reciben los inversores, puede aumentar la liquidez del mercado y atraer a más compañías al mercado, que es el último objetivo. Y eso no tiene por qué afectar a la competencia efectiva.
5. Ser sensibles al ecosistema de los mercados
Por el ecosistema de los mercados me refiero al conjunto de elementos estructurales, de negocio y regulatorios que inciden en el coste de operar en los mercados financieros y en disponibilidad de fondos e instrumentos en los mismos. Al igual que en los ecosistemas biológicos, la introducción de perturbaciones puede desestabilizar esos sistemas observándose las consecuencias solo a medio y largo plazo. ¿A qué me refiero con ser sensibles al ecosistema? Pues a elementos como cuidar y analizar con mucho detalle cualquier norma que se imponga sobre las

Compañías Cotizadas o sobre los vehículos de inversión colectiva y que pueda reducir su competitividad o el atractivo de esos vehículos. Hay que evitar utilizar las Compañías Cotizadas como una población experimental, introduciendo normas que abordan problemas sociales o económicos mucho más amplios. Si cuestiones tan importantes como la diversidad de género o la información sobre las emisiones de efecto invernadero son transversales a todas las organizaciones con independencia de si cotizan o no ¿por qué imponer normas solo (o normas más onerosas) a las Compañías Cotizadas y no también a las no cotizadas de un tamaño similar? Del mismo modo, si tenemos claro que a las empresas europeas les falta *equity* para crecer, debemos acabar con la asimetría fiscal entre intereses y beneficios.

Es importante favorecer que haya prestatarios de servicios experimentados y competitivos que apoyen a las empresas que se acercan a los mercados o a los inversores que confían en ellos. Son relevantes en ese ecosistema las figuras de los bufetes de abogados, consultores, asesores financieros, auditores, gestores, valoradores, analistas, etc. Y no es lo mismo que esos servicios se presten desde Nueva York, Londres, Madrid o Barcelona. La proximidad es un valor y esa “industria auxiliar” (como diríamos en términos del sector de automoción) es tan importante como la “industria principal”.

Concluyo ya. Va a haber propuestas importantes a escala europea y española. ESMA publicará mañana mismo su visión en este sentido, con 20 propuestas concretas. La misión de la OCDE que impulsó la CNMV lo hará, para España, en diciembre. Creo que si somos capaces de actuar en esta dirección y somos capaces de no dejarnos atraer por los cantos de sirena que suponen los siete mitos, tenemos una oportunidad única, literalmente, de actuar para evitar un declive de la economía europea motivado en parte por carencias en su sistema financiero. El momento es ahora: la atención política a escala europea la tenemos, las soluciones son conocidas y las herramientas regulatorias están disponibles. No nos podemos permitir fallar.

Muchas gracias por su atención.