



## 15º Aniversario Emisores Españoles Discurso inauguración.

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

Buenas tardes y muchas gracias por la invitación a esta ocasión tan señalada.

Los aniversarios son siempre importantes, pero creo que en este caso la asociación de Emisores Españoles tiene mucho que celebrar. Y no lo digo por quedar bien. Emisores españoles ha realizado una labor muy importante en el mercado español en los últimos años. Para la CNMV, contar con asociaciones que representan partes clave del sistema financiero es esencial para facilitar la interlocución en temas de regulación y otros aspectos que afecten al conjunto del sector. Ello nos permite interactuar de forma mucho más eficiente que si lo hiciésemos con las entidades individuales.

Y el colectivo de emisores de valores es uno de esos sectores clave. De hecho, es una de las dos “mitades” a las que sirve el sistema, junto a la de los inversores. Todo lo demás, los intermediarios, las infraestructuras, los asesores, son instrumentos necesarios para poner en contacto ahorro e inversión y los destinatarios de los fondos y del ahorro son por definición los emisores.

Decía que Emisores Españoles ha hecho una labor muy importante y ello incluye la interlocución institucional, como la que ha tenido en el comité consultivo de la CNMV, pero también la interlocución práctica, en iniciativas regulatorias o supervisoras donde el sector de entidades cotizadas tiene intereses claros y aportaciones que realizar. Y ello ha sido posible gracias a los equipos de personas que han impulsado la asociación desde su fundación, a quienes felicito a través del actual presidente Lucas Osorio pero sin olvidar a ninguno de los anteriores, Rafael Piqueras, Javier Zapata y Salvador Montejo.

Y si me lo permiten, les animaría a hacer más. A ser más activos en los debates regulatorios, especialmente en Europa, de donde procede el 80% de las normas que afectan al sistema financiero español. Soy consciente de que la tarea no es sencilla. La asociación representa a un grupo muy variado de empresas, con particularidades sectoriales muy específicas. Por otra parte, ya existen asociaciones activas a escala europea. Pero muchas veces hay un “sabor” local que se pierde cuando se acuerda el mínimo común denominador a la hora de trasladar una postura en una norma clave,

como puede haber sido la Listing Act recientemente. Creo que el sector español debería tener una voz más perceptible en los foros europeos, en Bruselas y en París.

Lo cierto es que es difícil acertar con el tono correcto en la regulación de los emisores de valores y en especial de las compañías cotizadas, aquellas con acciones admitidas en un mercado regulado. La Listing Act, que antes mencionaba, ha sido un intento muy claro de des-regular algunas áreas, de aliviar la presión, los costes y la complejidad que afrontan las compañías cotizadas. Ya sabemos que el nuevo periodo de sesiones en el parlamento europeo va a ser 6distinto del anterior. Probablemente, la presión aumentará en el sentido de des-regular algunas áreas clave.

Pero más allá de consideraciones políticas, desde una posición alejada de ellas, como es la visión de la CNMV, es verdaderamente complejo y delicado encontrar el equilibrio entre protección del inversor y un nivel de regulación que no desincentive la idea de cotizar en bolsa. Por ejemplo, sin haber hecho un cálculo exacto, me atrevería a decir que por cada línea que se elimina en la Listing Act, se añaden 10 en CSRD y CSDDD. Las cuestiones de información no financiera han pasado a representar una parte sustancial del coste de cotizar. Y eso que en Europa y en España hemos tratado de igual modo, acertadamente, a las grandes empresas no cotizadas y a sus homólogos cotizados, de modo que el hecho de cotizar sea neutral a la hora de abordar las obligaciones relacionadas con la sostenibilidad.

Es decir, hemos hecho crecer significativamente el librito que debe manejar un secretario del consejo o un responsable de cumplimiento normativo (para algunos es ya una enciclopedia, no un librito). Eso está bien, dirán algunos, porque tenemos cotizadas cada vez más profesionalizadas, más robustas y más alineadas con los intereses de accionistas y demás grupos de interés. Cierto. Pero también tenemos cada vez menos cotizadas. Un 35% menos que en 2001 en Europa y algo similar respecto a 1996 en EE.UU. . Y cada vez hay más empresas que optan por financiarse en mercados privados, a través de capital privado o préstamos privados (private credit). Y sabemos que la economía europea va a necesitar a los mercados de valores más que nunca, porque tenemos que financiar cantidades ingentes de inversión que van a requerir el concurso de los mercados públicos que aporten los fondos propios suficientes, como señala el reciente el informe Letta y como venimos diciendo desde hace años muchos otros.

Hace unas semanas, reflexioné precisamente sobre los mitos en torno a la unión del mercado de capitales y las medidas clave para lograr un impulso significativo de los mercados de capitales europeos, que a mi juicio pasa por la elaboración de una estrategia a largo plazo de fomento de la inversión minorista en instrumentos financieros.

Hay múltiples recetas sobre qué elementos hacen más oneroso el cotizar y cuáles serían candidatos ideales para una rebaja. Desde un supervisor de valores cuya prioridad es la protección del inversor, es una conversación incómoda, donde recortar obligaciones

puede tener efectos directos sobre aquellos a quienes debemos proteger. Pero es una conversación que es necesario tener si aspiramos a seguir teniendo mercados públicos, que son al final los únicos que son accesibles para los inversores minoristas y que son los más transparentes socialmente. Si el capital privado reemplaza a los mercados públicos, perdemos casi todos, los primeros, los ciudadanos de a pie que no tienen el patrimonio, los conocimientos o el acceso a la mayoría de los productos de capital privado.

Por ello es tan importante encontrar el punto justo en la regulación. Una regulación que apriete pero no ahogue, que sea exigente en la protección del inversor pero que haga atractivo cotizar. Ese equilibrio requiere de un análisis sosegado, evitando legislar en caliente. Requiere de análisis solventes de la estructura de mercado y de los costes asociados a la regulación, con un componente empírico cuantitativo. Y requiere de una cooperación y un diálogo constructivo entre asociaciones de inversores, de emisores, reguladores y legisladores. Todo eso es lo que separa el mero lobby del siguiente nivel, el análisis y la crítica regulatoria seria. Algo que en España no siempre hemos tenido y que en Europa hemos echado en falta muchas veces.

Y también requiere un consenso social y político sobre la auto-responsabilidad del inversor, el papel del supervisor, el uso de la vía judicial como último recurso y la necesidad de huir de la criminalización del fracaso. El mercado sueco, el más vibrante de Europa, tiene entre sus cimientos un grado de confianza elevado en la supervisión, pero también una aceptación del riesgo corporativo y económico que conlleva la inversión en renta variable. De esto se habla poco, pero ahí tenemos mucho que avanzar en el resto de Europa.

El área donde se ha ido acumulando a lo largo de los años un corpus normativo o cuasi-normativo de cierto peso es el gobierno corporativo. A cada versión del código de buen gobierno hemos ido añadiendo nuevas expectativas, nuevos procedimientos, nuevos objetivos. Hemos tenido una revisión del código de buen gobierno de sociedades cotizadas cada 4 años. Casi cada Presidencia ha impulsado su revisión (en este mandato aún no lo hemos tocado, pero no descarten nada).

A ello hemos añadido guías técnicas para las comisiones del consejo, recomendaciones e incluso un énfasis añadido en materia de relación con accionistas, por la vía de la SRD y el reciente código de stewardship de la CNMV. A escala internacional, los nuevos principios de la OCDE incorporan un nuevo capítulo dedicado a relaciones con grupos de interés y sostenibilidad.

La pregunta en este ámbito es cuánto es suficiente y cuándo empieza a ser demasiado. Confieso que tengo sentimientos encontrados en esto. Por un lado, creo que debemos de estar orgullosos como sociedad de la mejora de la gobernanza a la que hemos asistido desde 2009 (hace 15 años). Y una parte de ese progreso se debe a los avances en los códigos. Atendiendo al grado de cumplimiento, que se acerca al 90%, podemos concluir que las recomendaciones están muy asumidas e integradas ya en el conjunto de

sociedades. Cuando la nota media es 9, o bien los que se examinan son unos fueros de serie o el examen se ha quedado un poco flojo. Eso nos llevaría a dar un nuevo salto en el nivel de ambición del código. Al estilo de lo que acaba de hacer la OCDE.

Pero no siempre más, es mejor. Hay que mirar muy atentamente varios referentes: los internacionales (europeos y estadounidenses), los recientemente renovados principios de la OCDE, las cifras de seguimiento, la visión de los inversores y los proxy advisors, los costes asociados a la gobernanza y la competencia que presentan los mercados no regulados y los mercados privados. Creo que habría que huir de apriorismos y plantear cualquier revisión como un ejercicio de pragmatismo máximo.

Uno de los elementos que ha concentrado la atención es el del derecho de voto asociado a las acciones. Cada vez es más frecuente que las compañías que salen a bolsa tengan estructuras de voto distintas de una acción un voto. Ese principio, que hace unas décadas era como un dogma de cualquier creyente en el buen gobierno, se ha ido rompiendo en favor de estructuras concebidas para mantener el control por parte de familias o accionistas fundadores que quieren salir a bolsa, pero no quieren ceder el poder de decisión.

Ahí tenemos las acciones de lealtad, las series con voto múltiple o el impulso en la propia listing act de las acciones de voto múltiple, con hasta 10 votos más las ordinarias. No es lo ideal, pero creo que oponerse a esta tendencia no sería compatible con el necesario impulso que debemos dar a los mercados de acciones, si queremos que Europa pueda financiar las inversiones que necesita para competir y crecer. Eso sí: debe hacerse con total transparencia hacia los inversores tanto en términos de los diferentes derechos que conllevan las acciones, como en términos de carencia de un mercado de control corporativo para esas compañías, que no resultan opables.

Este debate se solapa con otro más amplio que es el relativo al objetivo último de la sociedad cotizada y a la creciente importancia de otros grupos de interés diferentes a los accionistas. No es necesario ahora repasar la diferente literatura económica con respecto a este tema, pero en los últimos 50 años hemos pasado de la asunción de que el único propósito de la sociedad es la maximización del beneficio, pasando por la teoría de la responsabilidad social corporativa hasta la “reciente” propuesta de la Business Roundtable estadounidense – respecto a que el objetivo es servir en pie de igualdad a los accionistas y otros grupos de interés como empleados, proveedores, comunidades y medio ambiente.

En cualquier caso, ambos objetivos, es decir, el beneficio de los accionistas y la creación de valor para otros grupos de interés o stakeholders, son cada vez más parejos. Si no es por la vía de la “misión” que las compañías se fijan, lo es por la vía de la regulación, con ejemplos como la CSDDD que de facto pone las cuestiones de impacto a un nivel muy prominente.

Y las sociedades cotizadas españolas son muy conscientes, estoy convencido de ello, de la importancia que tiene el impacto exterior de la estrategia de la compañía, en términos medioambientales y también sociales, en un plano muy similar al de su propia rentabilidad financiera.

Concluyo ya. He esbozado algunas cuestiones a debate actualmente en Europa y en el mundo. Y algunas creo que son decisivas para lograr unos mercados competitivos y que cumplan su función. En todas estas discusiones y debates tiene su sitio Emisores Españoles: para aportar la experiencia y los datos de lo que necesitan y pueden hacer las compañías emisoras y para ayudar a dar forma a una regulación seria, que prestigie el mercado español, proteja al inversor y a la vez sea equilibrada y posibilista. Les aseguro que desde la CNMV seguiremos apreciando la interacción con ustedes y trataremos de mantener la cintura ágil cuando se requieran ajustes o cambios de ritmo, en la dirección que sea.

Muchas gracias.