



IV Observatorio del ahorro y de la inversión en España Bestinver – IESE. Discurso de apertura

RODRIGO BUENAVENTURA, PRESIDENTE DE LA CNMV

01 de febrero de 2023

Buenos días y muchas gracias Enrique y al IESE y a Bestinver y a Europa Press por invitarme nuevamente a este acto de presentación del IV Observatorio del ahorro y la inversión en España.

El informe que presenta anualmente el Observatorio se ha consolidado como uno de los mejores diagnósticos de la situación del ahorro y de las inversiones en España. La CNMV tiene, como saben, entre sus objetivos difundir y mejorar los conocimientos financieros a través de nuestros planes de educación financiera. Informes como el que se presenta a continuación permite obtener un adecuado análisis de la situación, del perfil y hábitos del inversor minorista, en un contexto en el que nos enfrentamos a retos muy importantes.

Uno de ellos, quizás el más trascendental, es la necesidad de potenciar los mercados de valores, desde los dos extremos: la oferta y la demanda de fondos.

Por el lado de la demanda, la economía europea, si aspira a financiar el aluvión de inversión que se nos viene encima, necesita más empresas que salgan a bolsa y que se financien en el mercado de bonos. Por el lado de la oferta, necesitamos acompañar ese movimiento con un crecimiento de la inversión en activos financieros por los ciudadanos, tanto de modo directo como a través de la inversión colectiva.

Por el lado de la oferta de fondos en mercado, esta ha sido la lógica y la fuente de inspiración del documento de consulta pública realizada por la Comisión Europea en febrero de 2022 en el marco de una nueva estrategia de inversión minorista. Volveré a ello en un momento.

Tal y como muestra la radiografía del observatorio que se presenta hoy, el patrimonio del ahorrador e inversor español se divide casi a mitades exactas entre bienes inmuebles y productos financieros.

Aparecen, por otro lado, de modo incipiente en las carteras de los inversores, las criptomonedas y los NFTs a las que se destinan casi un 4 y un 1% respectivamente de

la inversión. Estas cifras están en línea con la encuesta de la CNMV del año pasado (6,8% de penetración) y también con el informe presentado por el BCE en su encuesta de expectativas del consumidor: hasta un 10% de los hogares en algunos países, con una exposición inferior en media a los 5.000€.

Permítanme detenerme en este componente, minoritario pero significativo. Por cierto, tengo dudas sobre la clasificación que el observatorio hace de las criptomonedas, en el grupo de los “activos financieros”, porque sólo una minoría de los productos crypto pueden asimilarse en mi opinión a activos financieros.

A veces generalizamos sobre los criptoactivos o criptomonedas en exceso. Existen hoy seis tipos de crypto-tokens:

- 1) Los que dan acceso preferente a servicios o productos (utility)
- 2) Los que representan activos únicos o no fungibles (NFT)
- 3) Las que aspiran a replicar, de modo digital, una cesta de activos, manteniendo su valor estable y correlacionado con dicha cesta. A veces, la cesta es una sola moneda fiat, como el dólar o el euro. (Stable coins)
- 4) Las que aspiran a convertirse en medio de pago, sin anclarse a un determinado activo o moneda fiat, oscilando libremente con la demanda. Aquí tenemos al Bitcoin como referente más importante
- 5) Los que representan una participación en una comunidad, sistema o proyecto, pero que no ofrecen flujos ni remuneración.
- 6) Los que replican verdaderos instrumentos financieros de contenido patrimonial, como criptobonos, criptoacciones o criptoparticipaciones de fondos.

En términos de posibilidades de inversión financiera, que es de lo que hablamos hoy, ninguno de los tres primeros tipos, ni los NFT ni los utility token ni las stable coins, tienen interés especial. Las stable coins, por definición. Los demás, por supuesto que pueden subir (o bajar), como lo hacen los objetos de colección o las obras de arte, y pueden servir como inversión, pero con parámetros muy distintos de los instrumentos financieros.

De los tres últimos, las monedas autóctonas (como el Bitcoin), son un caso especial y más complejo, que no abordaré hoy. Lamentablemente, la quinta categoría, la de monedas que no ofrecen derechos económicos (intereses, beneficios) y que no tienen posibilidad alguna de convertirse en medio de pago es la inmensa mayoría de las que pueblan los crypto-exchanges. Muchos de esos tokens, muy probablemente, desaparecerán en unos años, con lo que generarán dolorosas pérdidas en muchos inversores minoristas.

Sólo los últimos, los tokens que digitalizan un activo financiero de contenido patrimonial, son auténticamente activos financieros, pero representan menos de unas décimas de punto porcentual de la capitalización global de criptoactivos o tokens. Y,

paradójicamente, son los que más nos interesan en la CNMV y creo que los que más deberían interesar a la sociedad española. La CNMV a través del Sandbox, está participando en experimentos controlados de uso de ese tipo de tokens, que son los únicos que claramente tienen una naturaleza financiera y aportan valor a las empresas que los emiten y rentabilidad a los inversores que los compran.

Los dos riesgos claros en materia de criptomonedas son la protección del inversor y la estabilidad financiera.

En materia de protección del inversor, tenemos que seguir advirtiendo, como hemos venido haciendo desde 2018 y más recientemente con la Circular 1/2022, de que son productos no regulados, de alto riesgo en los que la probabilidad de pérdida total es muy elevada y en los que no hay ningún mecanismo de protección del inversor.

En términos de riesgos para la estabilidad financiera, éstos son muy reducidos hoy, lo cual no significa que lo sigan siendo mañana, claro. Las dos razones para su reducida relevancia en este ámbito es que es un mercado minúsculo (menos de un 2% de la capitalización bursátil mundial) y con muy pocos puntos de contagio con el sistema financiero tradicional. Pero hemos visto el nivel de destrozo que puede suponer en inversores retail pero también profesionales, el colapso de firmas como FTX, Terra Luna, Genesis y muchas otras. Menos mal que las entidades financieras y de servicios de inversión, que estuvieron tentadas en 2021 y 2022 de lanzar ofertas de cryptoactivos a sus clientes no lo hicieron. Porque estaríamos hablando ahora de otro panorama mucho menos tranquilizador.

En este contexto, llega el Reglamento MiCA, que se publicará en los próximos meses, y que nos permitirá poner blanco sobre negro las normas de este mercado. Pero no nos engañemos pensando en MiCA como un bálsamo “arregla-todo”: por un lado, no elimina los riesgos y por otro no será instantáneo. No elimina los riesgos porque MiCA es una versión en miniatura de MiFID. No otorga, ni mucho menos, las mismas protecciones al inversor que un producto financiero regulado actual.

En términos de exigencia y protecciones, todo se regula en MiCA uno o dos escalones por debajo que en MiFID. Desde el fondo de garantía de inversores (inexistente) hasta la supervisión de manipulaciones de precios (mucho menos intensiva, al no existir un reporte de transacciones al supervisor), pasando por los requisitos de custodia, mucho más laxos y benignos que los que afronta hoy el custodio de una participación en un fondo o un bono del tesoro. MiCA regula los cryptoactivos, pero no los sitúa a un nivel parejo de protección con los activos financieros.

Es decir, cuando MiCA sea de aplicación, habrá que dejar de advertir a los inversores de que se trata de productos no regulados (porque lo estarán), pero habrá que advertirles con claridad que son productos mucho menos seguros y mucho más arriesgados que un fondo, una acción o un bono, con muchos menos mecanismos para proteger al inversor, de modo que luego no haya malentendidos ni hagamos

demagogia o nos escandalicemos colectivamente a posteriori cuando haya episodios de fracaso o pérdida total.

Por otro lado, decía que no será inmediato. Será necesario definir y construir el conjunto de normas reglamentarias (lo que denominamos nivel 2 en la UE) que armonice los requisitos para que un proveedor de criptos se desarrolle e instale en la Unión. Y por otro, los supervisores requeriremos tiempo para llevar a cabo el proceso de expedición de licencias y autorizaciones, más aún en un sector poco acostumbrado a la regulación y supervisión.

Volvamos, no obstante, a las diferentes novedades legislativas en materia de inversores.

En el ámbito europeo, como mencionaba antes, la Comisión Europa está reflexionando acerca de una visión más holística de las normas de protección de los inversores de manera que los mercados financieros sean más atractivos como destino de sus ahorros, pero a la vez igual de seguros.

La propuesta de la Comisión se basará en una consulta previa y deberá ser discutida este año (probablemente coincidiendo con la presidencia española del Consejo). Encara múltiples aspectos, desde la evaluación de los clientes y su estrategia de asignación de activos hasta la delimitación de responsabilidades entre las entidades implicadas en la cadena de valor, pasando por la información que debe transmitirse al cliente y el nivel de discrecionalidad de los inversores en relación con la estrategia de inversión propuesta.

En el plano nacional y también en línea con la protección del inversor, a mediados de diciembre se presentó el proyecto de ley de creación de la Autoridad de Defensa del Cliente Financiero, actualmente en fase de enmiendas. Supone la creación de un órgano administrativo independiente que centralice las reclamaciones de los clientes financieros unificando en uno los servicios de reclamaciones que ahora están en cada uno de los supervisores sectoriales y haciendo que esa resolución sea vinculante en ciertos supuestos.

En el marco de los servicios de inversión, no creo que se produzcan grandes cambios en la práctica, por dos razones: el número de reclamaciones anuales es muy reducido (apenas unas 800 en toda España, sobre un total de 11 millones de clientes de servicios de inversión) y el grado de efectividad del servicio de reclamaciones de la CNMV es ya muy elevado. Cuando la CNMV le da la razón al cliente, en el 80% de esos casos la entidad resuelve también a favor de cliente al ver el pronunciamiento de la CNMV, sin necesidad de acudir a los tribunales. Y ello considerando que el pronunciamiento de la CNMV no es hoy por hoy vinculante. Dicho de otra manera, para no marear con los números: las reclamaciones que quedan “desatendidas” (tras nuestro pronunciamiento) para clientes que llevan la razón son solo 90 al año en toda España, menos de 1,5 por provincia en promedio.

El proyecto de Ley está aún en trámite parlamentario y, como es habitual, es previsible que en ese trámite pueda ser perfeccionado y complementado, pero en el actual borrador existen dos elementos que, en mi opinión, deben mejorarse. Ambos tienen que ver con un elemento fundamental: que la nueva autoridad encaje sin fricciones en el esquema supervisor español, mejorando la defensa de los clientes y permitiendo la coordinación institucional sin generar disfuncionalidades.

El primero de ellos tiene que ver con la unificación de criterios. Cuando la Autoridad deba unificar doctrina entre las distintas salas para un determinado tema, es a mi juicio muy importante que ello tenga lugar en un órgano donde los supervisores, entre ellos la CNMV, estén representados y puedan trasladar su criterio supervisor.

Si la unificación se produce, como está previsto, en una sala especial en lugar de en el Consejo, donde están representados los supervisores, corremos el riesgo de que la doctrina para resolver reclamaciones se establezca sin conocer y escuchar el criterio que el supervisor sectorial aplica en su supervisión y sanción de la norma. Ello sólo puede redundar en discrepancias entre instituciones, en aplicar interpretaciones de la norma distintas entre supervisión y resolución de reclamaciones, que es lo último que necesitan los clientes y las entidades, si aspiramos a que el sistema funcione y genere seguridad jurídica para todos.

El segundo de los elementos mejorables viene determinado por la definición de funciones del comité consultivo en la nueva Autoridad. A este comité se le atribuyen competencias de informe preceptivo sobre normas de conducta. Sin embargo, en el ámbito de valores (no así en el bancario), ya existe un comité consultivo (el de la CNMV) que emite informe sobre normas de conductas. Esa duplicidad de funciones en materia de mercado de valores podría ser fácilmente resuelta durante la tramitación de la norma.

Estoy seguro de que en el debate parlamentario el proyecto será perfeccionado. Desde la CNMV estamos como siempre a disposición del legislador, para conformar un régimen eficiente y armonioso en un tema tan relevante como este.

Concluyo. Como puede apreciarse, hay cambios muy relevantes en materia de protección del inversor minorista. Algunos de estos cambios son rupturistas y tendrán que ser discutidos a nivel europeo y nacional, pero lo relevante es dar con la tecla adecuada que permita hacer más eficiente el sistema (para beneficio del inversor) y que éste tenga acceso a productos de mayor valor, de modo que se aumente su protección y se estimule su participación en el mercado.

Si se tiene éxito, la idea es que, en un próximo observatorio, no el del año próximo, que en tiempos legislativos es casi como mañana, podamos observar cómo la participación de los activos financieros (los de verdad) aumenta en las carteras de los españoles, les proporciona mayor rentabilidad a largo plazo, les permite diversificar

mejor sus riesgos y adaptar mejor sus carteras a sus características y preferencias personales.

Muchas gracias