



Conferencia- coloquio Líderes en Directo Consejo General de Economistas de España

RODRIGO BUENAVENTURA, PRESIDENTE DE LA CNMV

28 de abril de 2021

Buenos días.

Gracias Valentín por tus palabras de bienvenida.

Es para mi toda una satisfacción, como economista, poder participar en este acto. El Consejo y los colegios estáis haciendo una labor fundamental de estímulo del debate económico y de intercambio de ideas, que tan necesarias resultan en tiempos tan convulsos como estos, económicamente hablando. Como alguien que empezó a estudiar económicas hace casi 35 años, es un orgullo poder dirigirme a vosotros en esta serie de coloquios.

Hoy me gustaría centrarme en el papel de los mercados de valores en la financiación de nuestras empresas. En este año largo de pandemia nos hemos enfrentado a una de las crisis económicas globales más intensas, que ha afectado a la totalidad de los países desarrollados y no desarrollados, en mayor o menor medida. Pero a diferencia de lo acaecido a partir de 2008, hasta la fecha los mercados de valores, en esta crisis, han respondido adecuadamente.

En primer lugar, hay que destacar que los mercados han seguido formando precios y ofreciendo liquidez incluso en los momentos de mayor tensión. En ningún momento, ni siquiera a mediados de marzo de 2020, perdieron su fondo ni quedaron bloqueados.

En segundo lugar, las infraestructuras de negociación, pero sobre todo las de compensación y liquidación, mostraron una gran resiliencia. Las primeras, soportaron un número de órdenes y operaciones por unidad de tiempo que excedió con mucho los picos históricos observados. Las segundas, resistieron sin mayores incidencias porcentajes de variación de precios que no se habían observado nunca desde que existen registros modernos.

Y lo que nos indica este hecho es, fundamentalmente, que la regulación de la que se dotó la Unión Europea en el periodo 2011-2016, como los reglamentos EMIR o CSDR o la directiva MIFID, acertaron al diseñar los mecanismos de protección de las infraestructuras para crisis futuras. Decimos acertadamente los economistas (y los

juristas) que nunca se regula para abordar la siguiente crisis, sino para reaccionar a la última. Si bien eso también se corrobora en este caso, no es menos cierto que las precauciones que introdujimos entonces han ayudado a que en esta crisis las infraestructuras y la negociación se mantuviesen indemnes.

En una mirada más macro, Europa presenta una debilidad fundamental en sus mercados de capitales: son escasos y débiles en comparación con el tamaño de su economía. Si bien a lo largo del 2020 los mercados de valores han respondido tanto a nivel español como global, seguimos teniendo un mercado de valores de reducido tamaño en comparación con otras zonas económicas.

Las empresas europeas se financian mucho más con deuda bancaria que con equity o renta fija emitida en mercados de capitales. La proporción de préstamos bancarios en las empresas no financieras de la zona euro es cercana al 30% del pasivo total de las compañías, un porcentaje muy superior al que presentan las compañías estadounidenses, donde este es apenas entre un 8 y un 10%. También es inferior el recurso de las compañías europeas a los mercados de capitales en forma de acciones cotizadas, que representan en torno al 15%, siendo el doble en el caso de las compañías estadounidenses.

Ello, como es bien sabido, tiene importantes consecuencias cuando el sector bancario, por una u otra razón, se ve obligado a restringir la oferta de crédito o se torna más adverso al riesgo. Pueden ser causas regulatorias, de mercado o extraordinarias. El caso es que cuando la banca endurece el acceso al crédito, las empresas europeas sufren el impacto de forma casi inmediata y ello afecta a la producción y al empleo.

Pero, además de la sensibilidad a la situación del sector financiero, el relativo “raquitismo” de los mercados de capitales europeos tiene otras dos consecuencias negativas. Primero, dificulta la inversión y el crecimiento de nuestras empresas, que adolecen de falta de tamaño y masa crítica, aspecto que las hace a su vez más frágiles ante shocks adversos futuros. En segundo lugar, impide que el factor de disciplina y madurez empresarial que impone el mercado (aunque éste sea compartido con el capital riesgo), induzca una mayor profesionalización de la gestión de las empresas.

La Unión Europea está empeñada en incrementar la financiación vía mercado capitales de nuestras empresas y la CNMV no puede estar más de acuerdo en ese objetivo.

En la medida en que estamos entre economistas y lo nuestro son las cifras, permítanme darles algunas que señalan, a mi juicio, muy bien estas diferencias:

1. Si ponemos el foco en la emisión de renta variable, Europa ha emitido a lo largo de 2020 algo menos de la mitad de las emisiones en Estados Unidos, 200,4 m.m. de dólares frente a los 448 m.m. de dólares en el país americano y menos también que China, con emisiones por valor de 281 m.m. de dólares.

2. Si cambiamos la óptica y atendemos al mercado de renta fija obtenemos conclusiones similares. Europa emitió casi 3,5 billones de dólares en 2020 frente a los 7,3 billones del mercado americano. Sigue siendo el sector público el gran emisor de papel, dada la situación.

Como puede observarse claramente el mercado europeo está menos desarrollado que el americano.

3. En el caso del mercado español, el año pasado cerró con emisiones por valor nominal de 132 m.m de euros – centradas principalmente en bonos, titulizaciones y pagarés – lo que ha supuesto un incremento del 46% frente a 2019.
4. En términos de captación de equity, el año 2020 en España ha supuesto 38 emisiones nuevas concentradas todas en ampliaciones de capital, por un importe efectivo de 10.853 millones de euros, lo que ha supuesto un incremento del 10% frente a las cifras recogidas en 2019.

Ambas cifras indican que el mercado ha seguido nutriendo de capital y de financiación a las empresas ya cotizadas, incluso en el año de la pandemia.

Todas las cifras anteriores muestran la realidad de nuestro mercado y la realidad de los mercados europeos frente a la globalidad. No obstante, nuestro mercado sí presenta una característica propia frente a otros europeos y es el grado de participación del inversor minorista. En este sentido, el porcentaje de tenencias directas de renta variable de las familias españolas ha sido tradicionalmente un 25% superior que el de la media de la zona euro (cifras medias en términos de proporción sobre el PIB y promedio entre el año 2016 y 2019). España es un país donde la tradición de inversión directa en bolsa se ha mantenido históricamente. Probablemente, por el reducido peso de la inversión institucional en pensiones o seguros a diferencia de otros países de nuestro entorno.

Desde la CNMV, en línea con el resto de los supervisores europeos, entendemos que los mercados de valores deben ser una de las palancas que permitan potenciar la recuperación de la situación económica. Este es uno de los cuatro objetivos de las autoridades europeas mediante el impulso de la llamada Unión de los Mercados de Capitales (CMU), cuyo plan fue actualizado por la Comisión Europea en septiembre de 2020:

En primer lugar, la propia recuperación económica. Ésta no puede construirse exclusivamente sobre la base de una financiación tradicional y eminentemente bancaria, por lo que los mercados de valores europeos debe ser un elemento esencial de obtención de fondos para las empresas, especialmente las PYMES, que complementen el esfuerzo público para paliar la situación actual.

Como segundo objetivo, persigue la facilitación de la transición ecológica y digital, convirtiendo los mercados de valores en el medio esencial para canalizar la inversión privada en ambos ámbitos.

Como tercer objetivo, la UMC busca crear una economía y sociedad más integradoras y resilientes, haciendo frente a los retos que plantea el envejecimiento de la población europea.

Y como cuarto y último objetivo, la UMC persigue permitir y favorecer la competitividad de nuestras empresas y una autonomía estratégica de la Unión Europea. Para ello, procura incrementar la presencia de empresas más locales con modelos de negocio innovadores y atractivos para los inversores globales, logrando la financiación que permita acelerar su crecimiento.

La pregunta que se plantea tras las reflexiones anteriores es la siguiente. **¿Qué podemos hacer desde la perspectiva de las instituciones supervisoras y reguladoras para hacer los mercados de valores más atractivos?**

A mi juicio, son cuatro las respuestas:

1. Reducir, con mucha cautela, los requisitos para acceder al mercado;
2. Explorar fórmulas para facilitar la salida a bolsa;
3. Incentivar que las empresas capten recursos propios;
4. Estimular la inversión financiera frente a la inmobiliaria o los depósitos bancarios

En cuanto al coste de apelar al mercado y sus requisitos, no debemos engañarnos: una reducción sustancial de la información que deben producir las empresas al salir a cotizar o mientras cotizan, acabará afectando negativamente o bien a la eficiencia del mercado o a la protección del inversor. En este ámbito, los atajos no existen. Cualquier reducción debe hacerse con extrema cautela, de forma casi quirúrgica, evitando planteamientos simplistas.

Es preciso también reflexionar sobre el riesgo de fracaso empresarial y cómo eso afecta a la forma en que se informa a los inversores. Si queremos mercados bursátiles, debemos aceptar que de vez en cuando las empresas fracasan, por múltiples razones. En ocasiones se tiende a pensar, a posteriori, que estos casos deben por fuerza encerrar alguna culpabilidad penal ajena al devenir del negocio. En ocasiones puede ser ese el caso, por temas de fraude o falsedad contable, pero la mayoría de las veces no existe un origen delictivo, al menos en los mercados desarrollados.

La precaución respecto a posibles responsabilidades civiles o penales complica la racionalización de la información que los emisores deben producir y los inversores recibir. La mejor información para proteger al inversor no es la que incluya un

catálogo de horrores de lo que hipotéticamente puede ir mal en un negocio a futuro, pensando en esquivar posibles responsabilidades civiles o penales, sino la que explica con claridad y concreción los riesgos relevantes para ese emisor en concreto, en ese sector en concreto y en ese momento concreto. ESMA y la CNMV estamos insistiendo en ese aspecto a la hora de revisar los folletos de emisión bajo el nuevo Reglamento de Folletos.

Como segunda respuesta a la pregunta anterior y para incrementar el grado de atractivo de los mercados de valores, creo que debemos ser imaginativos y contemplar fórmulas para hacer más simple o más exitosa la apelación al mercado. Un ejemplo, aunque no el único, son las **SPACs**, vehículos creados para la adquisición y fusión con compañías no cotizadas permitiendo a éstas su salida al mercado a modo de un *fast track* o proceso acelerado.

Estamos obligados a explorar estas nuevas fórmulas que permitan el desarrollo e incremento de tamaño de nuestro mercado bursátil impidiendo con ello, en la medida de lo posible, la deslocalización de empresas españolas hacia otros mercados.

Sin duda, la salida a bolsa de una compañía encierra riesgos en su proceso, alguno de los cuales puede reducirse significativamente bajo esta nueva fórmula. Pero también, esta fórmula de apelación al mercado no está exenta de riesgos tales como la comprensión del esquema por los inversores, los posibles conflictos de interés de los promotores o la transparencia de la información publicada. No obstante, en la CNMV llevamos meses analizando este tema, desarrollando criterios de supervisión para cuando estas operaciones comiencen a llegar al mercado español y consideramos que, sin duda, puede ser una vía factible y atractiva para potenciar el mercado y debemos analizarlas bajo una óptica abierta.

La tercera respuesta a la pregunta lanzada es la necesidad de incentivar la captación de recursos. La excesiva bancarización, histórica por otro lado, debería compensarse mediante el empleo de los mercados de valores para la obtención de recursos propios y con ello, estructuras de financiación que permitan soportar con un mayor grado de éxito, situaciones inesperadas o de crisis. Pero existe también, en la “columna del debe” de la obtención de recursos propios, una cierta aversión a la pérdida de control por los empresarios cuando estas salen a los mercados.

Es en este aspecto dónde novedades legislativas puede influir favorablemente. En este sentido, vale la pena destacar, por ejemplo, la reciente modificación legal a través de la Ley 5/2021 también llamada Ley de implicación de accionistas a largo plazo, donde se introducen las **acciones con voto por lealtad** como una posibilidad en los estatutos sociales de las compañías.

Éstas otorgan derecho de voto doble a aquellos accionistas de una cotizada que acrediten un periodo de antigüedad como accionistas de dos años ininterrumpidos o un plazo superior que sea fijado en los estatutos. El principio “una acción-un voto” es

indispensable en nuestro ordenamiento, y a mi juicio debe ser norma y la generalidad, pero también es necesario prever la necesidad ocasional de configuraciones estatutarias diversas en nuestras cotizadas.

En cuarto y último lugar, me he referido a la estimulación de la inversión financiera frente a la inversión inmobiliaria u otras más tradicionales para aumentar el atractivo de los mercados. Si bien he dejado en último lugar, esta medida como herramienta para potenciar el atractivo de los mercados de valores, no por ello es la menos importante. Muy al contrario, puede ser la más destacada en el medio y largo plazo. Estimular la inversión financiera frente a inversiones más tradicionales (como la inmobiliaria o en depósitos bancarios), requiere ante todo invertir en educación financiera que otorgue a los ciudadanos los mimbres necesarios para tejer decisiones de inversión de manera fundada en un entorno cada vez más cambiante y dinámico.

De hecho, recientemente, la CNMV, el Banco de España y el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital hemos propuesto al Ministerio de Educación y Formación Profesional un plan para incrementar la presencia de la educación financiera en el currículo escolar y con ello, los estudiantes de todas las edades en educación obligatoria – primaria y secundaria – reciban contenidos relacionados con esta materia.

La inversión en educación financiera permitirá obtener una sociedad más abierta a los mercados de valores y con ello a productos de ahorro más a largo plazo que permita a su vez cumplir con uno de los objetivos expuestos en la UMC, consistente en la búsqueda de productos que complementen los sistemas nacionales de pensiones. De igual forma un mayor ahorro a largo plazo permitirá apoyar mas decididamente los procesos de transformación de nuestras empresas, con horizontes de inversión más amplios y ambiciosos.

Termino. Sin duda los mercados de valores se enfrentan, al igual que el resto de sectores de nuestras economías y nuestra propia sociedad, a importantes retos en los próximos años. Tenemos la oportunidad de convertirlos en palanca de la recuperación económica y apoyo al sector empresarial para abordar las grandes transformaciones de nuestro tiempo. En ese empeño, dentro por supuesto del marco legal y de la prioridad que damos a la supervisión, la CNMV siempre será un aliado.

Muchas gracias por su atención.