



Discurso de clausura en la presentación del Libro Blanco sobre el impulso de la competitividad de los mercados de capitales españoles

RODRIGO BUENAVENTURA, PRESIDENTE DE LA CNMV
9 de enero de 2024

Buenos días a todos y muchas gracias a BME por vuestra invitación al cierre de este acto.

Cualquier reflexión sobre la revitalización de los mercados de valores, como la que hace ahora BME, es digna de atención. Las conclusiones son las de sus autores, claro, pero el objetivo último coincide con algo que la CNMV viene señalando y trabajando desde hace varios años: es necesario repensar cómo podemos mejorar y potenciar nuestros mercados de capitales. Incluso lo hemos identificado desde hace años como una de nuestras líneas estratégicas.

Creo que es evidente que los mercados de capitales europeos no se han desarrollado lo suficiente en la última década, sobre todo los mercados primarios de acciones. El número de empresas nuevas que acuden a los mercados en búsqueda de financiación ha ido reduciéndose paulatinamente desde el inicio de la gran crisis financiera de 2008, a lo que hay que añadir las exclusiones de negociación de empresas listadas que se han producido, en muchos casos por opas de grandes fondos y su posterior exclusión. Ambos sumandos han supuesto una reducción del número de empresas cotizadas en la zona euro – de un censo de 12.600 en 2008 a 7.000 en 2023, reducción similar a la estadounidense-. Asimismo, sigue llamando mucho la atención el peso de la capitalización bursátil sobre el producto interior bruto, que alcanzó en la UE un 65% en 2022 frente a 158% en Estados Unidos.

La falta de desarrollo de los mercados está ligada en parte a la escasa participación de los ciudadanos europeos en los mercados de acciones, como fórmula fundamental para rentabilizar sus ahorros a largo plazo. Hay un dato que ilustra esta realidad: la proporción de deuda y acciones cotizadas presente en las carteras de activos de los hogares de la zona euro es de solo un 7,5% sobre el total de los activos financieros. En el caso del mercado español, nuestras estadísticas muestran que tan solo el 2%% del patrimonio de los fondos de inversión españoles está invertido en acciones de la bolsa española – frente a un 13% en acciones extranjeras – y el 52% del total del patrimonio se invierte en instrumentos de renta fija. Invertir en acciones es, por definición, invertir a largo plazo y con ello lograr una rentabilidad esperada que repercuta a largo plazo en el bienestar financiero de los ciudadanos. Ese es un mensaje que merece la pena repetir.

Bajo estas premisas, nos enfrentamos actualmente a un momento crucial para las economías europeas. Los mercados de capitales son y deben seguir siendo una pieza esencial en la maquinaria de la financiación a largo plazo de las empresas y más aún en esta década. La necesaria descarbonización de nuestras economías y, con ello, la transformación de los modelos de negocio de nuestras empresas está requiriendo niveles de inversión adicional y extraordinaria nunca antes vistos en la historia económica reciente. Por no mencionar el reto que supone el cambio digital. Si queremos que las empresas europeas y españolas no pierdan el tren de la transformación económica, la financiación de estas inversiones no puede depender exclusivamente de fondos públicos o de préstamos bancarios. Será también preciso aumentar los fondos propios a una velocidad significativamente superior a la velocidad natural de generación de beneficio anual. El capital privado tiene un cierto rol que jugar aquí, por supuesto, pero son los mercados de capitales públicos los que deberían proveer de estos fondos propios, esa financiación estable y con visión de largo plazo, que permita, además, reforzar y robustecer los balances y la estructura de financiación. Sin un mercado de capitales más profundo y con mayor censo de empresas y de inversores, las economías no lograrán transformarse en el tiempo necesario. Y eso se pagará en términos de empleo, inflación, ingresos tributarios y, en general, bienestar.

Algunas voces identifican la raíz de los problemas actuales de los mercados europeos en la convergencia de dos factores simultáneos que impiden una mayor profundidad y liquidez del mercado. Por un lado, la existencia de múltiples mercados nacionales y de plataformas competidoras, lo que es lo mismo, su fragmentación y por otro, según unos pocos, la ausencia de un único supervisor a nivel europeo.

Mi opinión es que ni la competencia entre los mercados y centros de negociación – que lleva asociada la fragmentación – ni la ausencia de un supervisor único son las razones principales de la falta de dinamismo de los mercados de capitales de la Unión. Muchas otras áreas económicas, concretamente Estados Unidos, muestran elevados niveles de competencia y fragmentación entre plataformas competidoras de negociación de valores y, aun así, presentan una altísima profundidad. Además, la competencia entre los diferentes centros de negociación ha aportado grandes beneficios a los inversores en forma de disminución de costes de ejecución y mejora del servicio, principalmente.

El segundo de los factores, la existencia de una centralización de la supervisión de los mercados en un único organismo, sin duda puede aportar ciertos beneficios en algún segmento de los mercados, pero no es un factor de atracción determinante para que nuevas empresas salgan al mercado. Una supervisión única y central es lógica allí donde se den dos condiciones: 1) hay sólo unos pocos participantes de gran tamaño, actividad netamente transfronteriza o carácter sistémico y 2) esos agentes están regulados exclusivamente por reglamentos europeos. En el resto de casos, que son la mayoría, la supervisión nacional es más eficaz y más eficiente y más entre los emisores de valores donde las especificidades del derecho societario local son importantes.

Asimismo, los mercados de capitales de la Unión Europea han sido bastante activos en el pasado, incluso con una estructura de supervisión como la actual y esta no influye para que algunos mercados nacionales, como el caso de Suecia, siga manteniendo hoy un gran dinamismo bursátil.

La clave no está en una supervisión integrada. Tampoco, en mi opinión, la regulación financiera - que en ocasiones se cataloga como excesiva -, supone un tapón o elemento insalvable para que nuevos emisores acudan al mercado. Hay dos observaciones que evidencian esto:

1. Hay mercados nacionales que, con la misma regulación, muestran un grado de dinamismo en salidas a bolsa envidiable.
2. Allí donde esa regulación no existe, como los SMN, las nuevas empresas cotizadas llegan, pero en números muy modestos y todavía insuficientes.

Por lo tanto, si la regulación actual europea, que es homogénea en todos los estados miembros, no actúa como barrera de entrada, no tendría sentido forzar un movimiento de desregulación a modo de péndulo legislativo. El enfoque ha de ser el que se está llevando a cabo en Europa a través de la *Listing Act* y supone una revisión específica de elementos concretos que pudieran reducir la carga regulatoria pero sin poner en riesgo la protección de los inversores.

El conjunto de las acciones a poner en marcha, que identifiquen palancas para el crecimiento del mercado, debe poner el foco a mi juicio en tres ejes de actuación: por el lado de la oferta (emisores), por el lado de la demanda (inversores) y por el lado de la mejora y competitividad de las infraestructuras del mercado. Pero a la vez, deben ser medidas que permitan repensar la manera tradicional y habitual de conducirse en los mercados bursátiles, que marquen un camino no convencional, un pensamiento, como dicen los angloparlantes, *out of the box*, desde una nueva perspectiva. No debemos limitar el debate a los esquemas clásicos de incentivos regulatorios o tributarios.

Por ejemplo, entre los otros factores a considerar, está la forma en que se estructuran los procesos de salida a bolsa, que muchas veces pueden conllevar altos riesgos de fracaso. Un traspies geopolítico o un debilitamiento de la demanda en el momento elegido para salir, pueden dar al traste con una operación que cuesta meses de trabajo y millones de euros en asesores (muy poco en tasas al supervisor, por cierto). ¿Por qué no podemos re-imaginar y reformar cómo estructurar esos procesos de modo que los empresarios y los inversores corran menores riesgos? Nada de esto, por ejemplo, está en la regulación. Debemos pensar también en soluciones no convencionales.

Por supuesto, hay que reflexionar sobre las obligaciones que afrontan las cotizadas. Se está experimentando con la creación de segmentos bursátiles cualificados que permitan reducir las obligaciones de información de los emisores nuevos, las limitaciones de cargas durante los primeros años de cotización, ya sea eliminando puntualmente

determinadas obligaciones o reduciendo la extensión de los informes. Es imprescindible también tratar de forma simétrica a las empresas cotizadas y no cotizadas de similar tamaño en cuestiones no estrictamente ligadas a la información a los inversores. Y la CNMV ha apoyado algunas de esas reflexiones, igual que hemos apoyado las iniciativas de aligeramiento de la carga asociada a los folletos en la *Listing Act*. E igual que hemos apoyado o propuesto medidas de ganancia de competitividad para nuestros mercados en los últimos años como:

- La eliminación de la obligatoriedad de los informes trimestrales
- La eliminación de la obligatoriedad de los folletos de pagarés
- La creación de las acciones de lealtad
- La rebaja de trámites en la admisión a cotización de bonos y obligaciones
- La eliminación de requisitos de verificación de anotaciones en cuenta
- La reducción de trámites en las ampliaciones de capital

Por el lado de los inversores, otros países han explorado el fomento del papel de los fondos de pensiones como inversores naturales de largo plazo o el desarrollo de vehículos inversores colectivos o instrumentos de inversión individuales que canalicen inversión en bolsa, con esquemas similares al 401K estadounidense o el IPA sueco. Hay que facilitar y ampliar, asimismo, la emisión de análisis y recomendaciones de inversión emitidas por ESIS, bancos o empresas independientes. Todo ello puede ampliar la base de inversores en nuestros mercados y también creo que, como he dicho públicamente, conviene permitir el préstamo de valores por parte de los fondos.

La CNMV promovió hace un año, en coordinación con el Gobierno, un proyecto europeo para que una misión de expertos internacionales, coordinados por la OCDE, emita un diagnóstico y un conjunto de propuestas que se presentarán a finales de este año, sobre cómo revitalizar el mercado de valores español para que continúe sirviendo los intereses generales y los objetivos de la economía española.

Ignoro, obviamente, lo que contendrán esas futuras recomendaciones, o si algunas de las medidas propuestas serán o no similares a las que BME plantea en su documento, pero con independencia de unas u otras medidas, el reto principal está delante de todos nosotros y es a todos nosotros - empresas, inversores, gestores del mercado, supervisor, Gobierno y poder legislativo - a los que nos concierne potenciar los mercados de valores como herramienta indispensable para el desarrollo de nuestra economía.

Muchas gracias