

HACIA UN MERCADO DE VALORES EUROPEO INTEGRADO

CARLOS SAN BASILIO, PRESIDENTE DE LA CNMV

21 de septiembre de 2026

Buenas tardes y muchas gracias por contar de nuevo con la CNMV en este seminario, homenaje a **Fernando Sánchez Calero**, una figura fundamental del Derecho mercantil español y un referente para varias generaciones de juristas.

En mi intervención me gustaría hacer un repaso al **momento especialmente relevante que atraviesa Europa** y que impacta de lleno en los mercados financieros. Las transformaciones geopolíticas y tecnológicas de los últimos años han puesto de manifiesto la necesidad de reforzar nuestra competitividad y nuestra autonomía estratégica, y hacerlo exigirá un esfuerzo inversor considerable. Inversiones que difícilmente podrán financiarse únicamente mediante recursos públicos y crédito bancario.

Los mercados de capitales tendrán que desempeñar, por tanto, un papel mucho mayor para la canalización del ahorro europeo hacia la economía europea. Con este objetivo, desde el año pasado la UE viene impulsando la **Unión de Ahorros e Inversiones**.

La **integración de mercados**, es un elemento fundamental en este proceso, pero no el único. Hay otros dos elementos clave en los que también se deben conseguir avances para tener éxito: el reforzamiento de los **fondos de pensiones** como agentes canalizadores del ahorro europeo a largo plazo, y la puesta en marcha de productos que simplifiquen y favorezcan la **inversión de las familias** en valores.

Me concentraré en el primero de estos elementos.

La fragmentación tiene consecuencias prácticas. Reduce la profundidad y la liquidez de los mercados, incrementa los costes de operar de forma transfronteriza y dificulta que empresas e infraestructuras financieras alcancen suficiente escala.

Por ello, creo que la Unión de Ahorros e Inversiones debería articularse en torno a **cuatro prioridades**: eliminación de barreras, simplificación, supervisión e innovación.

La primera, y probablemente la más importante, es la **eliminación de barreras para la operativa transfronteriza**.

Durante las últimas décadas hemos avanzado considerablemente en la armonización de la regulación financiera europea. Un ejemplo claro es que el 40% de los fondos de inversión que se comercializan en España tienen su origen en gestoras de fuera de España. Sin embargo, disponer de normas similares no siempre es suficiente para crear un mercado único. Deberíamos aspirar a reglas verdaderamente comunes y, sobre todo, a eliminar las barreras que siguen dificultando la actividad transfronteriza.

Aquí resulta especialmente importante la interoperabilidad. Las infraestructuras, instituciones y servicios financieros europeos deberían poder operar entre sí de una manera mucho más sencilla. Una empresa o una entidad financiera que quiera desarrollar una actividad paneuropea no debería encontrarse con una acumulación de requisitos nacionales que, considerados individualmente, pueden parecer menores, pero que en conjunto dificultan operar a escala europea.

La segunda prioridad es la **simplificación**. Las reformas adoptadas después de la crisis financiera de 2008 han contribuido de manera decisiva a reforzar la estabilidad financiera, la transparencia y la protección de los inversores. Esos avances deben preservarse. Sin embargo, después de años de desarrollo regulatorio, también es razonable analizar si algunas obligaciones se han solapado o generan costes que no están suficientemente justificados por sus beneficios.

Simplificar no debería entenderse como reducir los estándares regulatorios, sino como revisar si podemos alcanzar los mismos objetivos de una manera menos compleja y centrándonos en lo realmente material. Un cambio de paradigma a nivel europeo que también debe calar a nivel nacional (tanto por parte de reguladores y supervisores, como de los propios supervisados).

La tercera prioridad es la **supervisión**. En un mercado cada vez más integrado parece razonable reforzar la dimensión europea de la supervisión, en especial en actividades claramente transfronterizas o que puedan generar riesgos sistémicos. Un papel más relevante de ESMA puede contribuir a una aplicación más homogénea de las reglas y a una mejor coordinación entre autoridades.

Sin embargo, conviene distinguir entre una mayor integración de los mercados y una simple centralización de competencias supervisoras. La cuestión fundamental no debería ser cuánto poder se traslada desde las autoridades nacionales hacia ESMA, sino qué distribución de responsabilidades permite supervisar mejor el mercado europeo. Esto exige definir claramente las competencias de cada nivel y evitar duplicidades. Si una mayor supervisión europea supone simplemente añadir procedimientos o interlocutores sin retirar otros, aumentaremos la complejidad sin obtener necesariamente mejores resultados.

La cuarta prioridad es la **innovación**. Los mercados financieros están cambiando rápidamente como consecuencia de tecnologías como el DLT, la tokenización o la inteligencia artificial. Europa debe disponer de un marco que permita aprovechar estas oportunidades sin comprometer la protección de los inversores ni la estabilidad financiera.

La ampliación del régimen piloto de DLT es un ejemplo de cómo la regulación puede permitir experimentar con nuevas tecnologías dentro de un entorno controlado. Esa aproximación resulta útil: permitir que la innovación se desarrolle, observar sus efectos y adaptar la regulación a medida que comprendemos mejor sus implicaciones. Al mismo tiempo, la creciente digitalización de los mercados exige reforzar la resiliencia operacional y la ciberseguridad. Innovación y seguridad deben desarrollarse conjuntamente.

En la recta final de las negociaciones, creo que existen dos **riesgos** que podrían afectar al resultado del proyecto.

El primero es que la propuesta **pierda ambición** a medida que avance la negociación. La Unión Europea tiene que conciliar intereses nacionales diferentes y eso implica inevitablemente alcanzar compromisos. El problema surge cuando la suma de excepciones, periodos transitorios y particularidades nacionales termina preservando las mismas barreras que la reforma pretendía eliminar.

No todas las diferencias nacionales tienen que desaparecer, pero aquellas que constituyen una barrera injustificada para el funcionamiento del mercado único deberían ser objeto prioritario de la reforma.

El segundo riesgo es que dediquemos una **parte excesiva del debate a la supervisión**. La arquitectura supervisora importa y habrá que tomar decisiones sobre el papel de ESMA y de las autoridades nacionales. Pero la supervisión es un medio para conseguir mercados que funcionen mejor, no un fin en sí misma. Concentrar excesivamente el debate en el marco de supervisión puede hacernos perder el foco en lo realmente importante: alcanzar un verdadero mercado único, eliminando barreras o garantizando la interoperabilidad, entre otros.

Finalmente, creo que conviene tener criterios sencillos para evaluar dentro de unos años si la Unión de Ahorros e Inversiones ha tenido **éxito**. Más allá de los cambios regulatorios o institucionales, propondría observar dos resultados: si conseguimos que más empresas europeas acudan a los mercados de capitales para financiarse y si conseguimos que más inversores minoristas decidan participar en ellos.

El primero exige disponer de **mercados públicos competitivos**. Los mercados privados cumplen una función esencial en la financiación de las empresas, pero no deberían plantearse como un sustituto de los mercados públicos. Ambos son complementarios. Los mercados públicos aportan liquidez, transparencia, formación de precios y acceso a una base amplia de inversores, y permiten que las empresas puedan seguir financiándose a medida que aumentan de tamaño.

Ahora bien, para conseguir **más empresas cotizadas** no basta con modificar las reglas de los mercados. Necesitamos mercados competitivos, pero también **empresas competitivas**. Esto nos devuelve al debate más amplio sobre productividad, innovación y escala en Europa. Una empresa acudirá al mercado si tiene un proyecto de crecimiento que financiar y si considera que los beneficios de cotizar compensan los costes asociados. Por tanto, la política de mercados de capitales y la agenda europea de competitividad deben avanzar de forma coordinada.

Y como he señalado al inicio, el segundo indicador de éxito debería ser la **participación de los inversores minoristas**. Los hogares europeos mantienen una proporción relativamente elevada de su patrimonio financiero en activos inmobiliarios, efectivo y depósitos. Deberíamos crear las condiciones para que quienes quieran invertir en los mercados encuentren opciones accesibles, transparentes y competitivas.

Una mayor participación minorista podría generar un doble beneficio. Por un lado, ampliaría las fuentes de financiación disponibles para las empresas europeas. Por otro, permitiría que una parte mayor de los ciudadanos participara directamente en los rendimientos generados por el crecimiento empresarial a largo plazo. Para conseguirlo serán importantes la educación financiera, la sencillez de los productos y procesos, y la existencia de incentivos adecuados (como una cuenta de ahorro e inversión bien diseñada).

El resultado debería juzgarse menos por la arquitectura que construyamos que por sus efectos. Si conseguimos que operar e invertir de forma transfronteriza sea más sencillo, que nuestras empresas e infraestructuras puedan alcanzar mayor escala, que más compañías encuentren en los mercados europeos una fuente atractiva de financiación y que más ciudadanos participen en esos mercados, habremos avanzado de manera sustancial hacia un verdadero mercado único de capitales.

Muchas gracias.