



Comparecencia ante la Comisión de Asuntos Económicos y Transformación Digital del Congreso de los Diputados

Rodrigo Buenaventura. Presidente de la CNMV
Madrid 29 de junio de 2021

Muchas gracias, Sr. Presidente.

Señorías, comparezco ante esta Comisión para dar cuenta de las actividades de la CNMV y de la evolución de los mercados financieros en 2020, tal y como establece la Ley del Mercado de Valores.

Teniendo en cuenta que en el informe anual tienen sus Señorías información completa de lo acontecido en este año, mi intención es referirme muy brevemente a las claves del ejercicio para centrarme a continuación en los retos actuales de los mercados financieros españoles.

Comienzo por los asuntos más relevantes que nos han ocupado en el ejercicio 2020, un año diferente en todos los sentidos y quiero señalar de entrada que los méritos de la gestión, que creo que son muchos, corresponden a la anterior Presidencia y Comité Ejecutivo de la CNMV y al personal de la Comisión.

1. Resumen de la evolución los mercados en 2020

Durante 2020, la trayectoria de los mercados de valores españoles estuvo marcada por la crisis generada por la pandemia, al igual que en el resto de mercados internacionales, como muestran algunos indicadores:

- En el primer trimestre la crisis desatada por el coronavirus dejó cifras históricas. En Asia, el índice Nikkei se desplomó un 20% en tres meses, en Europa, la renta variable perdió un 23%, variación superior a la del peor trimestre de la crisis financiera de 2008, y en Wall Street, la caída fue del 18%.
- En España el índice de referencia Ibex 35 cerró el mes de marzo de 2020 con el mayor desplome mensual y trimestral de su historia, el 22,21% y el 28,94% respectivamente, y se comportó en el conjunto del año (-15,5%) peor que sus homólogos europeos.

La negociación de acciones españolas disminuyó por tercer año consecutivo hasta situarse en 780.000 millones de euros (su valor más bajo desde 2013) y prosiguió el gradual desplazamiento desde los centros de negociación españoles hacia otros centros de negociación y mercados competidores.

En cuanto a las emisiones en mercado primario, aunque descendió el número de operaciones de ampliación de capital en el año, su importe total subió un 11% respecto al ejercicio anterior. Destacó el incremento de la cuantía de las operaciones con derecho de suscripción preferente, entre las que se encuentran algunas de las mayores ampliaciones europeas, llevadas a cabo precisamente por empresas españolas.

Por su parte, los mercados de renta fija aportaron cerca de un 50% más de financiación respecto a 2019, lo cual ilustra la utilidad de tener mercados de valores profundos en momentos de crisis.

Como resumen del balance del año y del punto en el que nos encontramos, puede afirmarse que los efectos de la pandemia en los mercados financieros fueron muy intensos en el segundo y tercer trimestre de 2020 y ya han desaparecido hoy en su práctica totalidad. Así,

- El Ibex35 ya ha alcanzado los niveles pre-pandemia.
- El patrimonio de los fondos de inversión españoles, se recuperó en abril de 2021.
- Por el contrario, la volatilidad aún presenta valores algo más elevados.

En general, podemos decir que las condiciones de mercado han recuperado prácticamente la normalidad, como resume gráficamente desde abril el indicador de estrés de la CNMV, que pueden consultar en el informe anual.

2. Actuaciones más relevantes de CNMV

La actividad de la CNMV, a pesar de tener que pasar a una situación de trabajo no presencial, se realizó casi en parámetros habituales de cualquier otro ejercicio. Si analizan ustedes el número de requerimientos, actuaciones de inspección, instancias de colaboración internacional, expedientes sancionadores o tramitación de emisiones, observarán que están en línea con años anteriores. Tampoco se resintieron en exceso, e incluso en algunos casos mejoraron, los tiempos de tramitación de los expedientes de autorización o la resolución de reclamaciones. En ese sentido, creo que la situación de excepcionalidad se gestionó de modo muy profesional por el personal y la dirección de la CNMV.

Destacaré a continuación algunas de las actuaciones más relevantes de la CNMV durante 2020 para gestionar los efectos en los mercados financieros del impacto provocado por la pandemia.

Las labores de supervisión de la liquidez en las instituciones de inversión colectiva se vieron reforzadas durante el año, monitorizando de manera diaria las suscripciones y reembolsos de los fondos de inversión. Adicionalmente, se llevaron a cabo actuaciones de seguimiento sobre los procedimientos de valoración implementados por las gestoras y se intensificaron las revisiones de las valoraciones de aquellos activos que presentaban menores niveles de liquidez. En todas estas actuaciones, la CNMV pudo comprobar el buen funcionamiento y la solidez de los mecanismos que tenemos en el sector de fondos de inversión para la gestión de liquidez.

El contexto de extrema volatilidad en los mercados financieros generó la necesidad de intensificar la actividad de supervisión de los mercados, sus infraestructuras y los agentes participantes.

En este ámbito destacaron las decisiones de restricción de la operativa en corto sobre valores cotizados en mercados españoles, adoptadas por la CNMV en marzo de 2020 y que prorrogamos en dos ocasiones. Decisiones similares fueron aprobadas a continuación por otros supervisores de valores europeos, en concreto por los de Francia, Italia, Bélgica, Austria y Grecia. Hemos analizado a posteriori el efecto de estas prohibiciones y, tal y como ya apuntaban los estudios empíricos anteriores, su efectividad es nula o muy reducida, lo cual aconseja manejarlas como medida de ultimísimo recurso, en casos extremos y siempre idealmente en coordinación con otros supervisores europeos.

En cuanto a las infraestructuras de los mercados, se prestó una atención especial a la cámara de contrapartida central, BME Clearing, que funcionó correctamente, así como a la actividad de liquidación.

En lo que respecta a la atención al inversor es reseñable el aumento de las consultas y reclamaciones y muy especialmente la eficacia de la resolución de reclamaciones por la CNMV: en los últimos dos años, entre un 70 y un 80% de los casos en los que la CNMV dio la razón al inversor que reclamaba, la entidad acabó por plegarse y atender la reclamación favorablemente al inversor. Es decir, aun no siendo vinculantes las resoluciones de CNMV, son eficaces en tres cuartas partes de los casos.

También a lo largo del ejercicio pudimos centrarnos en hacer una revisión parcial del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas a partir de cuatro grandes ejes: fomento de la presencia de las mujeres en los consejos de administración; mayor relevancia de la información no financiera y de sostenibilidad; mayor atención a los riesgos reputacionales y no financieros de las cotizadas; y clarificación de aspectos relativos a la remuneración de consejeros. En este proceso de revisión se modificó la redacción de 20 recomendaciones de las 64 que contiene el Código.

Otro de los proyectos que requirió cierto volumen de recursos en 2020 fue la preparación y puesta en marcha del espacio controlado de pruebas conocido como *sandbox*, proyecto que aglutina a los distintos supervisores financieros nacionales bajo la coordinación de la Secretaría General del Tesoro. En noviembre se publicó la ley para la transformación digital del sistema financiero (*sandbox*) y en diciembre se publicó la primera convocatoria de acceso a este espacio controlado de pruebas. Ya en 2021, se han recibido un total de 67 solicitudes de proyectos relacionados con los mercados financieros, de los cuales 18 han tenido una evaluación previa favorable. De los proyectos admitidos en esta convocatoria, la gestión de 4 de ellos corresponde a la CNMV (10 al BdE y 4 a la DGSFP).

Esta primera experiencia, positiva, nos va a ayudar a organizar de manera aún más eficiente las siguientes convocatorias, estando la próxima prevista para el 1 de septiembre.

Y como resumen de la dimensión económica y de gestión de la CNMV, señalaré como datos clave que obtuvimos unos ingresos por tasas de cercanos a los 62 millones de euros e incurrimos en unos gastos de casi 48 millones, menores de los que habrían resultado en un ejercicio normal a causa de la pandemia. El excedente, por tanto, fue mayor de lo que habría sido esperable en un año tipo y alcanzó los 16 millones de €. Ello incide en la necesidad de revisar las tasas, que ya habíamos identificado en los últimos años. Pero será importante hacerlo cuando hayamos recuperado la velocidad de crucero, incluyendo algunas inversiones, y hayamos incorporado el personal que cubrirá bajas de 2019 y 2020.

En cuanto a nuestros recursos humanos, finalizamos el año con 435 efectivos, que sigue resultando insuficiente para las funciones de la Comisión. Como saben sus señorías, la CNMV adolece de una escasez estructural de recursos, que se ve acentuada por las nuevas competencias atribuidas a la institución, como son las relacionadas con las finanzas sostenibles o la digitalización, el control de la publicidad de las criptomonedas o la participación en el *sandbox*, por citar algunas. En este ámbito, no puedo sino sumarme a la petición ya realizada de forma reiterada por anteriores presidentes de la CNMV, para dotar a la CNMV de la flexibilidad imprescindible para incorporar y retener al personal necesario para hacer frente a los nuevos retos y las nuevas capacidades que debemos adquirir. Por otra parte, es importante destacar que en la CNMV realizamos un esfuerzo importante de formación continua y más del 65% de la plantilla recibió formación especializada, principalmente a distancia, durante 2020.

3. Líneas estratégicas y plan de actividades

Termino esta primera parte haciendo mención al Plan de actividades 2021, que contiene las líneas estratégicas de la CNMV para el próximo bienio.

Estas líneas son cuatro:

- i. Supervisión rigurosa basada en la protección del inversor y en un mayor uso de los datos,
- ii. Impulso de los mercados de capitales como fuente de financiación para la recuperación económica,
- iii. Fomento de la sostenibilidad financiera para facilitar la transición hacia una economía más sostenible e inclusiva, asegurando la fiabilidad de la información al inversor, y
- iv. Fomento de los avances tecnológicos aplicados a los mercados de valores previniendo sus riesgos.

Hemos desplegado estas líneas de actuación, que son acordes con los mensajes que trasladé a sus Señorías en mi comparecencia ante esta Comisión con motivo de la propuesta de mi nombramiento, en un plan de actividades con 54 medidas concretas y verificables, que facilita el seguimiento de nuestra actividad por la sociedad en su conjunto.

4. Temas de actualidad y retos

Paso ahora a la segunda parte de mi exposición, centrada en asuntos de actualidad y retos para los próximos meses.

Si tuviese que destacar, Señorías, un reto de entre los muchos que afronta el mercado español de valores, sería sin duda el riesgo de menospreciar su propia importancia. Me explico: Europa adolece de raquitismo en sus mercados de valores. La deuda bancaria pesa un 30% en el balance de las empresas europeas, frente a un 8% de las estadounidenses. El volumen de fondos en inversión institucional alcanza un 70% del PIB en Europa, frente a un 281% del PIB en EEUU. Ello ha sido un problema crónico en nuestra sociedad, pero en las circunstancias actuales lleva camino de convertirse en un problema agudo.

Las empresas españolas tienen pocos recursos propios, mucha deuda bancaria y necesidades de inversión cuantiosas. Los fondos europeos que están por llegar son un hito histórico, pero no cubrirán más que una parte minoritaria de lo que la economía española requiere para incorporar la transformación digital y la sostenible.

Sólo la transformación ligada a la sostenibilidad climática y medioambiental requerirá según la Comisión Europea unos 350.000 millones de euros adicionales, en cada uno de los años de esta década, lo cual representa unos 30.000 millones de inversión nueva en España. Y ese volumen de fondos debe ser financiado.

¿Por quién?: desde luego, no por las administraciones públicas, que tienen un margen fiscal muy limitado, ni sólo por los bancos, que lógicamente exigirán que el empresario aporte parte de capital propio. Las empresas necesitarán más recursos propios (es decir, más capital) y más recursos ajenos, fundamentalmente no bancarios, a largo plazo.

La inversión privada va a ser esencial (al igual que los fondos europeos) si queremos transformar nuestra economía. Según nuestras estimaciones, y dependiendo del grado de reasignación del capital existente, las empresas españolas van a tener que captar hasta 10.000 millones de euros adicionales en los mercados de capitales cada año durante la próxima década.

Y ahí es donde los mercados de valores aparecen como un elemento absolutamente esencial. No es exagerado afirmar que, sin una mayor actividad y pujanza del mercado de valores, que permita incrementar los recursos propios de nuestras empresas, las perspectivas a medio plazo de nuestra economía están en entredicho. Es preciso reforzar esos mercados, dotarlos de marcos legales adecuados y facilitar que las empresas y los inversores internacionales y nacionales accedan a ellos.

Por ello creo importante apoyar la iniciativa denominada *Capital Markets Union*, que la Unión Europea está impulsando. Facilitar el acceso a los mercados por parte de las empresas es una garantía de fortaleza frente a crisis futuras, de estabilidad en el flujo de financiación y de madurez empresarial. Sé que es más fácil decirlo

que hacerlo, y que muchas veces los supervisores somos los primeros que ponemos pegas cuando ciertos requisitos se rebajan, poniendo en riesgo la protección del inversor. Y soy consciente de que hemos asistido a crisis provocadas en algunos casos por desregulación de actividades sistémicas. Pero la situación actual no se parece a ninguna otra que al menos yo haya conocido y requiere de un impulso decidido para mejorar la financiación de nuestras empresas. Y ese impulso se deberá dar a escala europea, ya que compartimos el 90% de las normas que nos afectan.

Las salidas a bolsa han empezado a recuperarse, lo cual es una gran noticia, pero debemos buscar soluciones imaginativas que faciliten la salida de las compañías españolas al mercado español (no al holandés o al estadounidense). Las SPACs son una de esas soluciones. No para todos los casos, y no exentas de riesgos y conflictos de interés. Pero es necesario contemplarlas y regularlas de forma acorde con su naturaleza. En la CNMV hemos analizado el asunto, tenemos ya criterios claros de supervisión y estamos abiertos a analizar operaciones concretas.

El capital riesgo, o capital privado, también es un ingrediente esencial en este ámbito. Aunque no sean mercados públicos, ha ofrecido en los últimos años a las empresas españolas en torno a un 30% del capital que han captado.

Y otra de las soluciones la constituyen los llamados mercados de pymes. En España tenemos uno, pero aún contiene muy pocas sociedades (un tercio de las que están en el primer mercado, cuando probablemente la proporción debería ser la inversa).

En todo caso, creo firmemente que para que el mercado de valores se desarrolle y ofrezca los volúmenes de inversión que se precisan, es imprescindible atraer al capital internacional. Necesitamos mostrar apertura a los inversores extranjeros, pues nuestras empresas los van a necesitar, en términos agregados, para poder reinventarse, hacerse sostenibles y transformarse como los nuevos tiempos requieren.

Debemos por otra parte ser conscientes de la importante erosión que ha causado la crisis en la estructura financiera de algunas de las compañías españolas y en su situación de liquidez. Por supuesto, ha sido heterogénea entre sectores, pero algunas compañías cotizadas han salido del episodio del COVID con necesidades de reestructuración muy evidentes. Algunos casos ya se han materializado. La CNMV no puede alterar la realidad subyacente de nuestras cotizadas, pero sí estamos haciendo un esfuerzo especial por asegurarnos de que estos procesos se realizan con transparencia.

Me referiré ahora a un fenómeno creciente que nos preocupa: el fraude financiero cometido mediante ofertas de inversión.

Como saben bien sus señorías, la primera función que asigna la Ley a la CNMV la protección de los inversores, con especial atención al inversor minorista. En este ámbito, la CNMV supervisa con especial atención el cumplimiento de las normas de conducta de las entidades que prestan servicios de inversión. Y en general,

tenemos un sector de servicios de inversión profesional, que funciona adecuadamente según los estándares más exigentes, y que permite la canalización del ahorro de los inversores de forma eficiente y segura, como ha demostrado durante 2020.

En contraposición al sector regulado, hemos observado que son varios los casos que se han acumulado en los últimos meses en forma de querellas presentadas por los afectados, sobre entidades no reguladas y admitidas a trámite en los tribunales competentes. También hemos notado un incremento de consultas de inversores por ofertas recibidas de entidades no registradas y por presuntas estafas, muchas de ellas ligadas a criptoactivos o derivados sobre divisas, acciones y materias primas.

Creo que la situación requiere un esfuerzo conjunto de las distintas instituciones del Estado, incluyendo por supuesto al Parlamento, para abordar un conjunto de medidas que mejoren la lucha contra el fraude financiero.

Soy muy consciente de que una autoridad administrativa como la CNMV no tiene por misión la persecución del delito. Cuando detectamos indicios de un presunto delito, por supuesto, los ponemos en conocimiento de las autoridades competentes. Este es un ámbito que excede con mucho a nuestras competencias y me consta que las fuerzas y cuerpos de seguridad del Estado y el Ministerio Fiscal están haciendo un esfuerzo extraordinario en todo lo que se refiere al fraude online, incluyendo el financiero. Pero en la medida en que habitualmente detectamos muchos de estos casos en etapas tempranas (cuando aún no se sabe si son actividades reales, aunque no reguladas, o si acabarán en episodios de fraude), creemos que tenemos la responsabilidad de impulsar una actuación coordinada del sector público y del sector privado regulado en este ámbito. Esa actuación debería enfocarse a dos objetivos: mejorar las herramientas informativas y de educación financiera para que los ciudadanos no caigan en ofertas fraudulentas y detectarlas por los poderes públicos lo antes posible, para actuar de forma temprana y limitar su alcance. Y todo ello podría conformar en mi opinión un Plan de Acción contra el fraude financiero. Hasta ahora hemos encontrado muy buena predisposición para abordar esta cuestión en otras administraciones, empezando por el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, que ha mostrado apoyo y convencimiento en la necesidad de abordar este problema.

Me referiré brevemente también a la digitalización de los mercados de capitales, que prosigue a un ritmo notable. En este ámbito, desde la CNMV mantenemos una cierta ambivalencia: somos grandes defensores de las transformaciones tecnológicas, incluyendo la tecnología DLT, pero grandes escépticos sobre las virtudes de la inversión en criptomonedas, al menos en tanto no hayan sido regulados a escala de la Unión Europea. Por ello hemos realizado advertencias sobre los riesgos de invertir en criptomonedas y estamos desarrollando actualmente una Circular que regule su publicidad como inversión.

En estos asuntos, uno corre siempre el riesgo de pecar por excesivo optimismo o excesiva prudencia y conservadurismo. No es extraño que una institución que tiene por misión la protección del inversor tienda a lo segundo, pero en todo caso

la velocidad con la que cambia el mercado nos obliga a re-evaluar nuestra posición cada pocos meses en muchos asuntos ligados con la digitalización.

Hemos detectado también cambios de cierta profundidad en los patrones de contratación de los inversores minoristas, a escala global, con un incremento de la conectividad de dichos inversores y la aparición de fenómenos como la intermediación supuestamente gratuita, que pueden generar dinámicas como las que se observaron hace unos meses en el caso Gamestop que precisen atención regulatoria.

Lo que sí ha sido constante en los últimos años y lo será en los próximos, es nuestra preocupación por la ciberseguridad. Las infraestructuras de mercado son instalaciones críticas en cualquier economía desarrollada y los riesgos aumentan cada día. Por ello, estamos apoyando varias iniciativas internacionales para incrementar el escrutinio de esta cuestión y queremos ser especialmente activos en nuestra supervisión nacional.

Finalmente, para concluir esta enumeración de asuntos de relevancia, debo referirme a la sostenibilidad. Este factor está determinando una de las mayores transformaciones de nuestros mercados financieros. La demanda de valores y vehículos de inversión sostenibles está alterando las carteras con proporciones y velocidad históricas. En la CNMV queremos facilitar y comprobar que el sector financiero y los emisores españoles incorporan igualmente esa dimensión.

Pero también es necesario poner orden y sistematizar las múltiples iniciativas, públicas y privadas, en materia de sostenibilidad. En ese sentido, el desarrollo de estándares internacionales, apoyados por las organizaciones relevantes en cada ámbito, debe ser una de las claves a apoyar. Afortunadamente, la situación en la UE está mucho más estructurada que en cualquier otra zona económica y España tiene posibilidades de co-liderar ese proceso. Para ello, será fundamental combinar delicadamente dos elementos: que exista suficiente oferta de producto financiero sostenible para atender la creciente demanda, pero que no sea a costa del llamado “eco-postureo” o “*greenwashing*”.

5. Conclusión

Concluyo, Señorías, con el convencimiento de que estamos en un punto de inflexión, probablemente histórico, en la evolución de los mercados de capitales y en su transformación. La CNMV debe transformarse también, al paso que marcan los mercados y nuestra economía, para poder seguir siendo eficaz. Necesitamos consolidar nuestra independencia, reforzar nuestros recursos y adaptarlos a las nuevas prioridades que están surgiendo.

Cuando comparecí ante ustedes antes de mi nombramiento, en diciembre de 2020, aseguré que apreciaba enormemente el papel de escrutinio y rendición de cuentas ante esta Comisión. Lo sigo creyendo y también confío en el apoyo de esta cámara a las necesidades de la CNMV, si cumplimos razonablemente con nuestra misión, para que sigamos siendo útiles a la sociedad española.

Quedo a su disposición para las preguntas que tengan a bien formular.

