



## Presentación del Libro “La regulación del mercado de valores y las Instituciones de Inversión Colectiva”

RODRIGO BUENAVENTURA, PRESIDENTE DE LA CNMV

22 de abril de 2021

Buenas tardes

Quisiera en primer lugar agradecer la invitación que la editorial Wolters Kluwer me ha trasladado para la presentación de este libro sobre la regulación del mercado de valores. Es un tema que nos apasiona, no solo a los que hemos participado en su elaboración, sino a todos aquellos que formamos parte, de una u otra manera, de la actividad de los mercados y estamos presentes en ellos desde hace ya muchos años. En segundo lugar, quisiera felicitar a todos los autores de los diferentes capítulos que componen la publicación por el magnífico trabajo efectuado. Y en último lugar, y no por ello menos importante, felicitar a Paco Uría, que ha ejercido una labor admirable como coordinador de todos nosotros – más de 30 autores – y seguro que, en ocasiones, en su proceso de creación, unos más disciplinados que otros.

Un vistazo rápido por el índice del libro y los capítulos que conforman sus dos bloques ofrece una idea clara del reto al que nos enfrentábamos y evidencia que esta publicación no es una mera revisión de su antecesora fechada en 2007. Desde entonces ha “llovido mucho”, no solo en lo referente a la regulación de los mercados de valores sino, también, en cómo se han transformado los mercados y los supervisores. A la crisis económica a la que nos enfrentamos en el año 2008 algunos la llamaron “la gran recesión”. Supongo que no imaginaron que podría llegar una aún más intensa. Entonces se inició un camino sin vuelta atrás en términos de regulación, tanto en nuestro mercado como en el de nuestros homólogos europeos. Permitted la creación de nuevas autoridades de supervisión europeas con el objetivo de promover la convergencia supervisora y la estabilidad financiera. Puede afirmarse que gran parte de los objetivos han sido logrados, en la medida en que la actual crisis ha puesto de manifiesto la solidez de nuestros mercados de valores y de sus infraestructuras.

Permítanme que, en mi intervención de hoy, no me centre en lo ya escrito, puesto que “escrito está”. Por el contrario, trataré de responder a la siguiente cuestión: si, hipotéticamente, los autores recibieran mañana una nueva llamada del coordinador para actualizar la edición, ¿de qué escribirían? Probablemente, de lo mismo que

escribimos hace unos meses, pero con especial énfasis de tres temas: Digitalización, Gobierno Corporativo y Sostenibilidad.

### *1.- Digitalización*

En el plano digital, todos estaremos de acuerdo en el poder transformador que la tecnología tiene sobre la economía y el mercado de valores. Este desarrollo, con las tecnologías basadas en DLT a la vanguardia, está permitiendo no solo mayores grados de eficiencia sino también nuevos modelos de negocio y de servicios.

La CNMV no es ajena a estos nuevos desarrollos y paradigmas como consecuencia de nuestra diaria interrelación con los actores que conforman el mercado de valores – empresas, emisores e inversores-. Por ello, en nuestro plan de actividades bianual 2021-2022 nos hemos puesto como objetivo fomentar los avances tecnológicos aplicados a los mercados de valores, previniendo sus riesgos.

Los criptoactivos presentan un conjunto de riesgos que no son menores, lo que genera una atención supervisora y regulatoria creciente. En febrero de este mismo año la CNMV y el Banco de España emitimos un comunicado conjunto advirtiendo del riesgo derivado de invertir en estos activos al tratarse de productos no regulados (al menos por el momento y a la espera de la publicación de la normativa MICA y DORA). Entre otros riesgos, nos preocupa que su proceso de formación de precios es poco transparente y conlleva un elevado componente especulativo que se ha reflejado en las fuertes variaciones de precios que han experimentado en los últimos años.

Como consecuencia del incremento de la publicidad masiva de estos productos a la que hemos asistido en los últimos meses y en la que se incorporaban conceptos más propios de los productos financieros como “inversión” o “rentabilidad”, a principios del mes de marzo se añadió una disposición a la Ley del Mercado de Valores por la que se otorga a la CNMV la capacidad de desarrollar mediante Circular las normas por las que se deberá regir la publicidad de este tipo de activos. Cabe resaltar que lo que se pretende es someter al control de la CNMV la publicidad de criptoactivos como inversión, no los instrumentos ni los proveedores de servicios relacionados con ellos ni las operaciones realizadas sobre estos activos.

El principal elemento que requiere una actuación regulatoria radica en la posibilidad de que las actuaciones publicitarias sobre criptoactivos, cuando son ofrecidos como inversión, no incorporen información objetiva sobre el producto y sus riesgos. Se ha observado que su publicidad dirigida a clientes minoristas en los últimos meses se ha realizado a través de una cada vez más amplia variedad de medios y con creciente intensidad. Es necesario que quienes adquieran esos productos sean conscientes de los riesgos que entrañan y de que dicha inversión podría desembocar, en algunos casos, en pérdidas significativas por variaciones de precio, en situaciones de iliquidez sobrevenida o incluso en pérdida total por ciberataques o fallos en la custodia.

La futura Circular tendrá por finalidad, desarrollar las normas, principios y criterios a los que debe sujetarse la actividad publicitaria sobre criptoactivos, concretar que casos deben ser sometida a autorización administrativa previa y fijar las herramientas y procedimientos que se emplearán para hacer efectiva la supervisión de esta actividad.

Acabamos de finalizar el plazo de consulta previa, en el que hemos recibido 18 contribuciones de todo tipo de entidades y nuestro siguiente paso será la consulta completa de un texto articulado de Circular en las próximas semanas.

Pero este asunto se enmarca en una preocupación más amplia, ligada a factores complejos y diversos como los tipos de interés negativos, el retroceso de los beneficios empresariales y del empleo, la menor movilidad social y el uso de redes sociales como fuente única de información. Estamos asistiendo a una intensificación de ofertas de inversión en productos regulados y sobre todo no regulados (desde divisas a metales preciosos, pasando por supuesto por criptoactivos) apelando a una rentabilidad que no ofrecen los instrumentos financieros tradicionales. Y ello, en manos de personas con pocos escrúpulos, utilizando fuentes de información de escasa fiabilidad, puede llevar a fraudes que generen no sólo pérdidas, sino desconfianza entre una determinada comunidad inversora. Si bien muchos de esos comportamientos exceden del ámbito supervisor de la CNMV y se adentran en el terreno penal, son una preocupación que como **sociedad** debemos abordar. A largo plazo, sólo la educación financiera puede empoderar a los inversores para detectar y rechazar las ofertas fraudulentas o las inversiones dudosas. Por ello la CNMV continuará dedicando recursos y esfuerzos a promoverla, desde la educación primaria hasta la población adulta.

## *2.- Gobierno Corporativo*

En segundo lugar, al imaginar esa hipotética adenda al libro, me referiré al ámbito del gobierno corporativo y en concreto a dos cambios normativos.

Por un lado, la **modificación de la Directiva de Información no financiera** que ha elaborado la Comisión Europea, cuya propuesta publicó ayer mismo y que forma parte de la estrategia europea para fortalecer las bases de una inversión sostenible. Con ella, el contenido de la información no financiera será más detallado y de naturaleza más prospectiva, incluyendo información sobre los objetivos de sostenibilidad que se hayan establecido en cada entidad, así como el progreso en su cumplimiento. Esta Directiva significa que casi 50.000 empresas de la UE tendrán que seguir normas detalladas de la Unión en materia de información sobre sostenibilidad, frente a las 11.000 sometidas actualmente a estos requisitos. De igual forma, la Comisión propone el desarrollo de normas para las grandes empresas y normas separadas y proporcionadas para las pymes, que las pymes no cotizadas pueden utilizar voluntariamente.

En este punto es justo recordar una acertada máxima defendida por mi predecesor: cuantas menos diferencias haya en las normas de este tipo que debe cumplir una gran empresa y las que aplican a una empresa cotizada, menos vértigo dará cotizar, lo cual es un valor en sí mismo.

La segunda normativa a la que quería hacer mención es la **Ley de Implicación de Accionistas a largo plazo**.

Como todos ustedes conocen, recientemente se ha publicado la Ley 5/2021, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.

Sin menoscabo de otras cuestiones, destacan tres novedades relevantes:

- Se modifica el **régimen de operaciones vinculadas**, en el que se introducen nuevas reglas para su aprobación bien por Junta de Accionistas o por el órgano de administración, que podrá delegar algunas. Asimismo, se refuerza el régimen de transparencia, debiéndose anunciar públicamente, en el momento de su celebración, las operaciones vinculadas que alcancen o superen un determinado umbral.
- Se regula el derecho de las sociedades cotizadas a conocer la **identidad de los beneficiarios** últimos y se les facilita el ejercicio de derechos. También, se extiende este derecho a las asociaciones de accionistas que representen al menos el 1% del capital social, así como los accionistas que tengan individual o conjuntamente el 3% o más. Este elemento será sin duda transformador en el modo en que las cotizadas se relacionan con sus accionistas y permitirá mejorar la calidad real del gobierno corporativo.
- Adicionalmente, se permite que las sociedades cotizadas que lo deseen introduzcan **acciones con voto por lealtad en sus estatutos sociales**. Las acciones de lealtad, que son una novedad en nuestro derecho, 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 fijen los estatutos de la sociedad. Todo lo que sea separarse del principio básico de “una acción-un voto”, debe ser cuidadosamente explicado y justificado. Es muy positivo que tengamos esa posibilidad en el menú de opciones para la configuración estatutaria de una cotizada, por ejemplo, en compañías familiares que salen a cotizar por primera vez, pero sería preocupante si las cotizadas se lanzasen en masa a adoptar dicha posibilidad. Estoy seguro, por ejemplo, de que los inversores institucionales extranjeros y los observatorios de gobierno corporativo, se sorprenderían si eso ocurriese. La igualdad en derechos políticos es un valor en sí mismo y el principio, en mi opinión, que debe regir en la inmensa mayoría de los casos.

- Por último, la reforma aprovecha para ajustar otras cuestiones, como los consejeros personas jurídicas en sociedades cotizadas, la figura del asesor de voto, la eliminación de la obligación de publicar información financiera trimestral o la exigencia de un 75% del capital de una sociedad afectada por una opa para excluirla sin opa de exclusión.

### *3.- Sostenibilidad*

En lo que se refiere a la sostenibilidad, el avance realizado en finanzas sostenibles por las autoridades europeas ha sido notable, pero debe mantenerse en el tiempo. Un primero paso ha sido la elaboración de una taxonomía, incompleta todavía, que ha permitido clasificar las actividades económicas sostenibles en toda la UE. La taxonomía clasifica las actividades como inversión verde o medioambiental, en función de su contribución al menos a uno de los seis objetivos climáticos y medioambientales que define, lo que permite, en un primer momento, un punto de referencia para determinar el grado de sostenibilidad de una actividad económica. De hecho, ayer mismo, la Comisión Europea publicó el acto delegado de la taxonomía sobre el clima, que entrará en vigor en enero de 2022 y que determina qué actividades económicas contribuyen en mayor medida a alcanzar los objetivos medioambientales de la Unión.

En la medida en que no existe todavía un marco regulatorio completo, el sector privado ha tomado la iniciativa ante la demanda de la sociedad y con ello se han ido desarrollando estándares y principios de actuación diversos. No obstante, esa falta de unificación ha generado una pluralidad de metodologías y hace más difícil la comparabilidad de la información publicada por las empresas en este ámbito, lo que puede generar incluso, calificaciones medioambientales diferentes, a un mismo emisor en función de la agencia que lo otorgue.

El pasado 10 de marzo, como resultado de la aplicación directa del Reglamento europeo de divulgación, entraron en vigor las nuevas obligaciones de transparencia sobre sostenibilidad en el sector de servicios financieros. En lo que respecta a la labor de supervisión de la CNMV, estas nuevas obligaciones afectan a las empresas de servicios de inversión, al igual que a determinados productos financieros y fondos de inversión, obligando a una información en dos ámbitos complementarios:

- Desde la perspectiva de la entidad, sobre sus riesgos de sostenibilidad, y cómo estos se integran en sus políticas de remuneración, así como sobre las principales incidencias adversas que sus decisiones de inversión pueden tener sobre los factores ASG.
- Y desde la perspectiva de los productos y fondos de inversión que comercializan, donde deben ofrecer información detallada a los clientes sobre los fondos, distinguiendo aquellos que promuevan características medioambientales o sociales (también denominados light green), de los fondos de inversión que tengan como objetivo una inversión sostenible (dark green).

Dada la falta de definiciones y una reglamentación en detalle de la nueva normativa, desde la CNMV estamos aplicando un doble enfoque.

Por una parte, estamos desarrollando una labor de supervisión flexible y proporcional a la hora de supervisar el cumplimiento de las nuevas obligaciones. En este contexto, buscamos aplicar criterios armonizados a nivel europeo, siguiendo las pautas que vaya determinando ESMA y difundiremos criterios, en formato de preguntas y respuestas, para aclarar las consultas recibidas. Además, hemos establecido un procedimiento simplificado de actualización de folletos de inversión al que gran parte de las gestoras ya se han acogido.

Por otra parte, tenemos que asegurarnos que esta flexibilidad que otorgamos se hace atendiendo a la protección del inversor, mediante la publicación de unos requisitos mínimos de información y transparencia, a la espera de los desarrollos normativos que establecerán los criterios finales.

De esta manera, los fondos de inversión que se clasifiquen como fondos que promuevan la sostenibilidad (art. 8) deben explicar las características medioambientales o sociales que promueven, describir el tipo de estrategia y señalar, entre otras cuestiones, el porcentaje mínimo de inversiones utilizado para alcanzar las características medioambientales o sociales promovidas.

En el caso de los fondos clasificados como sostenibles (art. 9), deberán también señalar el objetivo de inversión sostenible que persiguen, su estrategia, el porcentaje de cartera destinado a inversión sostenible o los indicadores de sostenibilidad que se utilizan para medir la consecución del objetivo de inversión sostenible.

Para evitar riesgos de greenwashing, el uso de términos sostenibles (o factores ASG) en el nombre del fondo debe quedar restringido a aquellos que cumplan con unos mínimos requisitos, de manera que aquellos que destinen menos del 50% de sus inversiones a promover la sostenibilidad, no deberían usar términos ASG en su denominación.

A escala internacional, es preciso señalar la dirección marcada por IOSCO, en cuyo comité de sostenibilidad tengo el honor de participar. IOSCO ha apostado por la creación de un único estándar global de publicación de información sobre sostenibilidad, que se aplicaría a los emisores cotizados y giraría en torno al impacto sobre su valor de mercado de los riesgos climáticos. Ello se abordaría desde un nuevo consejo regulador bajo los auspicios de la IFRS Foundation. Si bien esta iniciativa no resuelve todos los problemas de la ausencia de estándares, sí supone un nivel básico sobre el cual las distintas jurisdicciones pueden construir sus regímenes de transparencia en materia de sostenibilidad. Idealmente, este año contaríamos con una idea bastante aproximada de dicho estándar.

Concluyo. Los reguladores nos movemos siempre en un equilibrio difícil: por un lado, nos gusta el valor de la estabilidad normativa, que permite que las empresas y los inversores se concentren en lo realmente importante. Pero, por otro, no nos resistimos a mejorar o retocar la normativa o a abordar nuevos riesgos con nuevas normas. En ese dilema pendular nos vamos moviendo mientras nuestros mercados mutan y evolucionan. Espero que cuando esta obra se actualice, dentro de unos años,

podamos decir que hemos acertado en el grado justo de regulación y en su dirección y que hemos contribuido a hacerlos mejores.

Muchas gracias