



XXX Encuentro del sector Financiero ABC- Deloitte "Acelerando la transformación en momentos inciertos"

RODRIGO BUENAVENTURA, PRESIDENTE DE LA CNMV
8 de noviembre de 2023

Muchas gracias a ABC y Deloitte por invitarme un año más a este encuentro de la industria financiera.

Hace poco más de un mes, en un encuentro financiero similar a este, señalaba un tema que, a tenor de comentarios y opiniones posteriores, ha causado cierto debate. Me refiero a la intervención de los emisores en los mercados de valores a través de los procesos de recompra de sus acciones. Con ellos, el emisor utiliza la liquidez existente en la compañía para recomprar capital en el mercado, amortizarlo y con ello, reducir la cifra de sus recursos propios.

No voy a repetir aquí lo que ya dije entonces. El discurso, como todos, lo tienen colgado en la web de la CNMV. Pero sí creo que es oportuno hacer algunos comentarios añadidos a la luz de opiniones o piezas de análisis que se han publicado en el último mes sobre esta cuestión.

Lo primero que creo que es importante recalcar es que la cuestión de la suficiencia de capital y recursos propios en general a disposición de los emisores, solo es relevante para aquellos sectores que no tienen un regulador prudencial que les indica el nivel de capital que deben tener. Por tanto, mis comentarios sobre la suficiencia del nivel de capital no van dirigidos al sector bancario, a pesar de lo que algunos han interpretado, sino precisamente a todos los sectores menos al bancario y al asegurador, que ya tienen un regulador que se preocupa por qué nivel de recursos propios deben tener las entidades supervisadas.

La segunda consideración que puede ser interesante es la relativa a la supuesta creación de valor y el impacto sobre el precio de las acciones que son objeto de recompra. Es obvio que, si el mercado es eficiente y los precios incorporan toda la información relevante, el precio de mercado es la mejor aproximación al valor de la acción. En ese caso, la posición del accionista es la misma si se reparte dividendo o si se hace una recompra.

El problema viene cuando los gestores presentan la recompra como una operación que crea valor porque se están recomprando acciones a precios inusualmente bajos, por

debajo de su “valor real”. Ahí surge la confusión y hay que ser muy cuidadosos con esos planteamientos.

Y esto está relacionado con el impacto que las recompras producen sobre el precio de mercado después de haber sido anunciadas o ejecutadas. Y sobre eso, lamentablemente se leen demasiados análisis con muy poca base empírica. A veces se analiza el precio de una sola compañía o de un grupo de tres o cuatro para sacar conclusiones empíricas sobre si sus recompras han impactado positiva o negativamente en los precios.

En este sentido creo que es importante aplicar metodologías robustas de tipo econométrico a la hora de analizar estas cuestiones. Como por ejemplo la que utiliza el estudio publicado recientemente, en el boletín semestral de la CNMV, desarrollado de forma independiente por dos profesoras universitarias. Un artículo amplio donde se plasma un análisis econométrico sobre el efecto de 211 anuncios de recompra de acciones realizadas por empresas españolas cotizadas durante el periodo 2011 – 2022, la mayoría de ellas con el objetivo de amortizar acciones. Los resultados del estudio muestran que, tras el anuncio, no se encuentran rendimientos anormales a largo plazo (hasta un año después de la recompra anunciada) o, lo que es lo mismo, la evolución observada en el largo plazo de las acciones de las empresas que realizaron las compras no difiere de la que se esperaría si no las hubiesen realizado. Por el contrario, en el corto plazo (en un margen de 3 días posteriores al anuncio), algunas empresas obtuvieron rendimientos anormales muy pequeños, de alrededor del 1%.

Estos resultados vienen a confirmar que el mercado es eficiente y que las recompras no aprovecharon momentos de supuesta infravaloración. Y que dichas acciones no corrigieron, pasado un año, esa supuesta infravaloración.

Además de las cuestiones señaladas, hay otras que deben ser parte del análisis y que figuran en la literatura académica sobre estos temas. Por ejemplo, los posibles conflictos de interés en aquellos emisores que tienen los bonus de los ejecutivos ligados al beneficio por acción (que depende de cuántas acciones se detraigan del denominador por las recompras) o las cuestiones ligadas a la caja excedentaria y a su relación con el atractivo de la compañía como posible objeto de una opa, con todas las implicaciones que ello supone para los directivos y los accionistas. Todo ello sin olvidar las cuestiones fiscales, tanto los efectos para la Hacienda Pública de la forma elegida para distribuir dicho efectivo, como los experimentos que algunos países como Holanda han anunciado recientemente gravando las propias recompras.

En general pienso que este es un debate interesante y sano, en el sentido de reflexionar sobre los costes y beneficios de este tipo de operaciones. Obviamente, van a seguir realizándose si los gestores y los accionistas así lo consideran. Pero es importante que tengamos una visión clara de las ventajas que aportan y de los riesgos que suponen.

Igual de estimulante que las recompras, o quizás un poco más, son las cripto finanzas y el efecto que éstas pueden tener sobre los mercados de valores. La entrada en vigor

de MiCA, el nuevo reglamento europeo que las regulará, es un avance fundamental para el establecimiento de una regulación única en Europa que permita una adecuada emisión, negociación y supervisión de los activos cripto. Actualmente, estas actividades no están reguladas, por lo que MiCA representa un hito legislativo importante.

Pero no es una panacea, un remedio mágico o una solución perfecta para abordar este nuevo mercado. MiCA, a diferencia de MiFID, la normativa que regula los demás productos financieros no aborda todos los riesgos de los criptoactivos, ni ofrece la totalidad de las soluciones. No puede ser comparada en ningún caso con MiFID, sino más bien una versión en miniatura, a escala, y sus niveles de protección al inversor quedan alejados de los que confiere la regulación financiera. No habrá un fondo de garantía de inversores, no habrá un reporte de transacciones al supervisor que permita vigilar el abuso de mercado y los requisitos de custodia son más laxos y benignos en comparación con los que tendría un fondo o un bono. MiCA es un primer paso en la regulación de los criptoactivos, pero no los situará a un nivel parejo de protección con los activos financieros.

Es muy importante separar tecnología DLT de criptomonedas. Un activo financiero (una acción, por ejemplo) en DLT no estará regulada por MiCA, sino por MiFiD. MiCA solo se aplicará a lo que no es un instrumento financiero. Las criptomonedas, como las conocemos hoy, son y seguirán siendo por su propia naturaleza, productos altamente especulativos, propensos a múltiples riesgos de carácter financiero, operativo o de seguridad.

Además, no contribuyen a la financiación de nuevas inversiones o proyectos empresariales. En este sentido, son bastante inútiles respecto a la función de un mercado financiero.

Si, antes de esta regulación, el mundo de las criptomonedas podíamos definirlo como el “salvaje oeste” en términos de regulación, cumplimiento y protección al inversor, MiCA viene a poner algo de orden, pero sin llegar a ser la Arcadia.

ESMA ha aclarado recientemente el calendario de aplicación de MiCA y durante la fase de implementación (entre la fecha de entrada en vigor hasta la fecha de plena aplicación en diciembre de 2024) junto con las autoridades nacionales y demás autoridades europeas de supervisión, están preparando las normas técnicas y directrices que especifiquen como se aplicarán las nuevas normas a emisores, oferentes y proveedores de servicios de criptoactivos.

Una vez que MiCA sea aplicable a los proveedores de servicios de criptoactivos en diciembre de 2024, los estados miembros tendrán la capacidad de conceder a las entidades que prestan estos servicios en sus jurisdicciones un periodo transitorio de hasta 18 meses durante el cual los proveedores existentes podrán seguir operando sin una licencia MiCA. Los estados miembros pueden decidir que ese periodo dure menos,

lo cual encaja en el reciente anuncio del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital de reducirlo en España a 12 meses.

Desde la CNMV nos estamos preparando para estas nuevas atribuciones y próximamente procederemos a reforzar nuestros recursos humanos. Este año hemos obtenido la autorización para aumentar la plantilla de la CNMV en 70 personas que, aunque les parezca un número modesto, es un incremento histórico, próximo al 15% de nuestra plantilla, precisamente para prepararnos para MiCA, DORA y el resto de retos regulatorios, tecnológicos y de supervisión que nos aguardan en los próximos años.

Pero una transición oportuna y ordenada no depende exclusivamente del supervisor. Por ello, animo e invito desde aquí a los participantes del mercado (tanto los que no están hoy regulados como las entidades financieras y ESIs, que sí lo están) a que realicen con antelación suficiente los preparativos necesarios y adecuados para anticiparse a la entrada en vigor de MiCA. El primer paso debe ser alinear sus prácticas y procedimientos a los requisitos exigidos por el reglamento.

En febrero de 2022 pusimos en marcha la circular sobre publicidad de criptoactivos que ha servido para que los inversores sean más conscientes de los riesgos que asumen con estos productos y evitar con ello situaciones no deseables.

Desde la entrada en vigor de la circular, hemos sido especialmente cuidadosos en la vigilancia de la publicidad que se hace en nuestro país sobre esta oferta no regulada. Por eso, hemos realizado más de 210 actuaciones, revisado 1327 piezas publicitarias y enviado 196 requerimientos informativos. Y les adelanto que hoy haremos pública la apertura de un expediente sancionador por dos campañas publicitarias de criptoactivos que no incluían las advertencias y la información sobre los riesgos de estos productos y que tampoco siguieron el procedimiento que marca la citada circular.

Se trata del primer expediente sancionador que se abre por incumplimiento de la circular que regula la publicidad de criptoactivos. Este anuncio debe servir para recordar la necesidad de seguir y respetar los preceptos que recoge el citado texto. Aunque el cumplimiento de su contenido ha sido la norma general y el sector ha respondido satisfactoriamente desde su aprobación, es especialmente importante recordar la necesidad de informar a los inversores sobre los riesgos asociados a estos productos, así como seguir los procedimientos de control y supervisión de su publicidad que la circular establece

El mensaje que quiero trasladar al sector es claro: antes y después de MiCA, nuestra prioridad es y será la protección del inversor. Y en relación a los criptoactivos que se presentan como inversión, seremos escrupulosos y contundentes en la consecución de este objetivo.

También por eso hemos sido especialmente activos en la lucha contra el fraude financiero. Cripto-finanzas y fraude no son sinónimos, pero parte del fraude, en los últimos años ha venido de la mano del mundo cripto. Hemos aglutinado la preocupación de muchas instituciones públicas y privadas por el aumento de engaños financieros al calor de la creciente digitalización de nuestra sociedad y el desarrollo de las redes sociales fundamentalmente entre los jóvenes. Creemos que la proliferación de esos intentos de fraude daña la confianza de los inversores y la reputación de nuestro sistema financiero, objetivos cuyo cuidado y vigilancia deberíamos compartir instituciones públicas y empresas privadas.

Desde la CNMV estamos siendo especialmente activos en este terreno y hemos comprobado con preocupación que la permisividad y hasta la complacencia con estos fenómenos es aún alta en algunos terrenos. Por ejemplo, en los últimos días hemos detectado anuncios publicitarios, en la red social X (antigua twitter) promocionados por un chiringuito financiero.

Las piezas publicitarias utilizan ilícitamente la imagen de algunos actores españoles y suplantando el diseño y la identidad de un medio de comunicación nacional para tratar de obtener datos y dinero de inversores. Se trata de difundir un intento de fraude cometido por una entidad pirata con una web falsa y aprovechando sin su conocimiento (mucho menos consentimiento) el prestigio de personajes famosos. Es difícil concebir un intento de fraude más claro y es difícil admitir que se difunda por cualquier canal como si fuera normal, moral o legal.

La vigente ley del mercado de valores, a propuesta de la CNMV, incorporó en marzo de este año un nuevo artículo (el 246.3) que obliga a empresas de internet, medios de comunicación y redes sociales a tomar medidas para evitar difundir publicidad de servicios de inversión por entidades que no tienen licencia. Para ello, tienen la obligación legal de comprobar que los anunciantes no figuran en la lista de entidades pirata que publicamos y que cuentan con la correspondiente autorización para prestar servicios financieros. La ley asigna a la CNMV la vigilancia en este ámbito y la sanción de los incumplimientos. Les aseguro que vamos a ejercitar escrupulosamente todas nuestras capacidades, poderes de supervisión y de sanción en estos casos.

Además, nos gustaría ver que todos los implicados asumimos la responsabilidad compartida de reducir el campo de actuación de los defraudadores y los perjuicios para los inversores. También las redes sociales y plataformas tecnológicas, que no deberían admitir como remuneración por anuncios ni un euro de empresas sin autorización destinadas a lucrarse mediante el engaño a sus seguidores. Reducir y tratar de evitar el fraude financiero está en las manos de todos.

Y el mejor consejo para evitar fraudes es muy claro: operar solo con proveedores autorizados, que figuran en el registro de CNMV, y comprobar siempre que la entidad que le contacta es exactamente la que figura en el registro, incluyendo el dominio de internet o de correo. Las entidades reguladas están sometidas a múltiples controles y

ofrecen una experiencia y un servicio al usuario que en general puede calificarse de muy positivo. Una reciente encuesta que encargamos desde CNMV y cuyos primeros resultados publicaremos en los próximos días, y realizada a 1350 clientes de servicios de inversión muestra que en un 90% de los clientes se muestran satisfechos o muy satisfechos con su entidad.

Por supuesto que en el mundo regulado y supervisado puede haber problemas, pero su grado de incidencia, a juzgar por estos datos, o por el bajísimo número de reclamaciones que llegan a la CNMV es como el día y la noche respecto al mundo no regulado. En el segundo, lo más probable es que se pierda toda la inversión, sin derecho siquiera a reclamar.

Por eso es tan importante que todos, especialmente las entidades financieras, que cuentan con más recursos, colaboremos activamente en la lucha contra la lacra del fraude de inversiones.

No quisiera concluir con un tema tan negativo.

Existen claras oportunidades de mejora de nuestros mercados de capitales. Tenemos la oportunidad y la obligación de potenciarlos y mejorarlos para que contribuyan en mayor medida a la financiación de empresas españolas.

Hay modificaciones legislativas estimulantes, como la Listing Act o los cambios en MiFiD. Hay compañías tanteando la posibilidad de salir a cotizar. Y hay inversores (particulares e institucionales, españoles e internacionales) que ven en el mercado español de valores un destino sólido, líquido y bien regulado para sus inversiones.

Confío en que con la contribución de todos ayudemos a que el mercado español siga soportando una parte tan importante de la financiación de nuestra economía.

Muchas gracias.