



Intervención en el curso de verano de la Universidad Menéndez Pelayo organizado por la APIE "La regulación en el contexto europeo"

ELVIRA RODRÍGUEZ, PRESIDENTA DE LA CNMV

Santander, 20 de junio de 2014

Buenos días a todos,

En primer lugar, muchas gracias a Miguel Ángel Noceda por su invitación a dar esta ponencia. Estoy encantada de encontrarme nuevamente en esta ciudad y, por supuesto, en este foro.

Durante estas jornadas, autoridades de todos los ámbitos han comentado su visión sobre esta crisis y, específicamente, su opinión sobre los nuevos retos a los que nos enfrentamos ahora que, como dice el título del curso, la estamos dejando atrás.

Representantes de la banca, del sector energético y de grandes multinacionales e, incluso, el Presidente de la Comisión Europea, han estado aquí para transmitirles su opinión sobre lo que se ha hecho y sobre los retos que nos quedan para el futuro.

Esta mañana me toca a mí abrir un panel en el que hablarán también el Presidente de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia y el Subgobernador del Banco de España.

Y, ciertamente, ahora que estamos en tiempo de mundiales, hablando en jerga futbolística, puedo decir que nosotros, los supervisores, tenemos un papel muy relevante que jugar en estos minutos finales del partido. En esta última fase de la crisis que, afortunadamente, está en el tiempo de descuento.

Hace ya más de 7 años que comenzó una crisis que ha tenido unos efectos nefastos para la economía mundial. Una crisis tan profunda como creo que ninguno de los que estamos aquí presentes habíamos conocido antes.

En este contexto, todos los agentes económicos nos hemos visto obligados a analizar la situación desde diferentes perspectivas. Y una de estas perspectivas, que creo que todos y cada uno de nosotros hemos adoptado, ha sido realizar un ejercicio de autocrítica con el fin de identificar aquello en lo que podíamos mejorar.

En ocasiones, sólo en situaciones de máxima tensión es cuando nos damos cuenta de qué debemos cambiar y eso es lo que ha sucedido en el sector financiero.

De hecho, si podemos extraer algo positivo de esta crisis ha sido que nos ha señalado la existencia de ciertas deficiencias y, de esta forma, nos ha obligado a acometer reformas que, sin la crisis, habrían tardado muchos más años en llegar.

Así, los supervisores y reguladores financieros hemos centrado nuestros empeños en analizar los errores que hemos cometido en el pasado para que no se vuelvan a producir en el futuro. Y hemos promovido diversas reformas para subsanar esos fallos.

Como es sabido, la crisis evidenció severas deficiencias en el marco regulatorio y supervisor de los mercados financieros que debieron de haberse, sino previsto, al menos intuido. Estas deficiencias, en términos generales, pueden agruparse en torno a dos grandes bloques.

Por una parte, se pusieron de manifiesto importantes debilidades relacionadas con la regulación. La normativa del sector financiero no pudo responder al dinamismo de los acontecimientos que se estaban produciendo ni a la evolución de los mercados financieros de los últimos años.

Una evolución que, en el periodo anterior a la crisis, estuvo caracterizada por un intenso proceso de innovación financiera e incentivos al arbitraje regulatorio.

Por otra parte, también se identificaron, a raíz de la crisis, defectos de supervisión y coordinación internacional. Estas deficiencias fueron especialmente graves al producirse en un contexto de elevada y creciente interconexión de los mercados financieros, que en los últimos años, se ha intensificado aún más.

Muestra de ello es la inusitada rapidez con la que se extendió por todo el mundo una crisis que comenzó de forma localizada en Estados Unidos con las hipotecas *subprime*.

Pues bien, deficiencias en regulación y supervisión son las dos grandes conclusiones de este ejercicio de autoanálisis. Tenemos claro aquello que debemos corregir.

De hecho, lo tenemos claro desde hace tiempo. Y, en este sentido, ya se han dado pasos significativos y se han puesto en marcha iniciativas relevantes.

Todo ello para recuperar la confianza de los inversores en el funcionamiento de los mercados financieros internacionales y, más específicamente, para conseguir más eficacia en la labor de los supervisores de esos mercados.

Con este fin, se ha llevado a cabo una importante reestructuración del sistema de supervisión a nivel mundial y europeo. Como digo, se trata de recuperar la confianza en los mercados y sus supervisores, aumentando la coordinación entre ellos. Bueno, entre nosotros.

Coordinación e integración que ha de llevar, obviamente, al mejor funcionamiento de unos mercados que son imprescindibles para la necesaria salida de la crisis económica mundial que comenzó en 2007.

A nivel mundial, el hito más relevante fue la reunión mantenida en abril de 2009 por los jefes de Estado y de Gobierno del G20. En esta reunión se acordó fortalecer los sistemas financieros nacionales mediante la cooperación entre autoridades y el establecimiento de un marco normativo común a nivel internacional.

Y una de las medidas estrella fue la creación de un nuevo organismo, el Financial Stability Board (FSB), para sustituir al Financial Stability Forum (FSF).

Este nuevo organismo nacía con un número mayor de miembros y con un mandato reforzado y ampliado para promover la estabilidad financiera, implementar una regulación más sólida y hacer frente a las vulnerabilidades del sistema.

Por otra parte, en los últimos años, IOSCO, que reúne a los supervisores de valores de todo el mundo y cuya sede, por cierto, está en Madrid, ha ido ganando en peso y relevancia.

Esta mayor relevancia se ha visto apoyada por la recepción, cada vez más frecuente, de mandatos del FSB, e incluso directamente del G20, para analizar aspectos de los mercados de valores y establecer principios y recomendaciones conjuntas para todos sus miembros.

A través de estos principios de IOSCO se consigue una mayor armonización de la normativa y de las prácticas supervisoras en todo el mundo.

Además, IOSCO está contribuyendo muy activamente a la mejora de la cooperación, de carácter bilateral y multilateral, entre los supervisores de los mercados de valores a través del Acuerdo Multilateral de Entendimiento (MOU, en sus siglas en inglés).

Este MOU establece la actuación de las autoridades en materia de asistencia mutua e intercambio de información. Tomando este MOU como referencia, se han negociado cientos de acuerdos que regulan la cooperación cotidiana entre los supervisores en materia de intercambio de información.

Ahora mismo ya somos más de 90 países los que hemos firmado este MOU y colaboramos entre nosotros en la supervisión de los mercados. Lo que, sin duda, está desempeñando un papel esencial a nivel mundial.

Aquí en Europa también se han hecho los deberes y se han acometido cambios importantes en la estructura de supervisión de los mercados financieros para dar respuesta a las deficiencias detectadas y fomentar la cooperación.

El informe Larosière, publicado en febrero de 2009, recomendó la creación de un Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF) con el objetivo de consolidar una supervisión común en Europa y, de esta forma, dar un paso más hacia el mercado financiero único europeo.

En enero de 2011, las recomendaciones del informe Larosière se materializaban en la configuración de un sistema de supervisión micro y macroeconómico formado por supervisores nacionales y europeos.

Por un lado, la supervisión microeconómica se lleva a cabo por la Autoridad Bancaria Europea (EBA en sus siglas en inglés), la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), de la que forma parte la CNMV, y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA).

Estos tres organismos europeos son los herederos de los llamados comités de nivel 3 del esquema Lamfalussy, pero ahora nacen reforzados y persiguiendo la integración de la supervisión en Europa y ya no como meros foros de coordinación.

Por otro lado, de la supervisión macroprudencial se encarga la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB). Este organismo tiene la misión de contribuir a la prevención y mitigación de los riesgos sistémicos que se derivan del sistema financiero, a fin de evitar perturbaciones financieras.

Asimismo, este organismo debe facilitar el buen funcionamiento del mercado interior, promoviendo, además, que el sector financiero contribuya al crecimiento económico de manera sostenible.

Esta nueva estructura de supervisión en Europa ya lleva más de tres años en marcha o, más bien, solo algo más de tres años. Aunque los comienzos no fueron fáciles, a día de hoy podemos presumir de que hemos sabido trabajar bien y, poco a poco, el engranaje se ha ido ajustando.

En este sentido, yo me atrevo a decir que con la nueva estructura se ha dado una respuesta regulatoria adecuada a las deficiencias detectadas en la cooperación entre supervisores a nivel europeo.

Aunque, por supuesto, no podemos conformarnos con esto y tenemos que seguir avanzando en este proceso de integración. Haber aprendido la lección implica, en mi opinión, no quedarnos esperando a que se produzca una nueva crisis para hacer los cambios que sean necesarios para mejorar el sistema.

De hecho, una de las ventajas del Sistema Europeo de Supervisión Financiera es su vocación de autocritica, ya que en la propia normativa de creación de las autoridades se preveía la necesidad de hacer una revisión de su funcionamiento cada tres años.

Este ejercicio periódico le otorga una continuidad que refleja su fortaleza pero, al mismo tiempo, estas revisiones le dan flexibilidad a la hora de afrontar los retos que se puedan plantear.

A día de hoy estamos a la espera de que la Comisión Europea presente sus informes de conclusiones y propuestas de mejora en los que lleva ya un tiempo trabajando.

Sin perjuicio de que apoyemos las propuestas encaminadas a favorecer la eficiencia del sistema, en la CNMV, y creo que es algo compartido por la mayor parte de nuestros colegas de los diferentes estados miembros, estamos satisfechos con este esquema de supervisión europeo en el que operamos ahora.

Su estructura en red nos está permitiendo un elevadísimo grado de coordinación, junto con la atención precisa a los problemas locales.

Satisfechos al menos en el ámbito de los mercados de valores, que es el subsector financiero en el que la CNMV centra sus competencias. Y digo esto porque, como saben, en el sector bancario se ha percibido la necesidad de ir más allá del sistema en red actual.

De hecho, ya se han tomado medidas mucho más profundas y aceleradas y, a mediados de 2012, la Comisión Europea propuso la creación de una unión bancaria. El objetivo era adoptar un enfoque más integrado y complementar la estructura de la unión monetaria y el mercado único, evitando la fragmentación financiera.

Una unión bancaria que tiene tres pilares básicos, el Mecanismo Único de Supervisión, el Mecanismo Único de Resolución y un Fondo de Garantía de Depósitos Único, y que ya está en marcha, con más o menos vaivenes.

No me voy a extender en este asunto porque estoy segura de que se ha tratado a lo largo de estas jornadas y tienen ustedes aquí dentro de un rato a Fernando Restoy, subgobernador del Banco de España, que está participando directamente en la puesta en marcha de este proyecto.

Así que retomo la otra idea que mencioné al principio de mi intervención. Además de las deficiencias en la coordinación supervisora que, como he comentado, se han solucionado, al menos en gran medida, con esos cambios, decía que la crisis había puesto de manifiesto deficiencias en la regulación.

Y para paliar estas deficiencias también hubo acuerdos a nivel internacional que se han concretado en actuaciones decididas para ampliar el perímetro de regulación y establecer normativa en áreas que antes no estaban sujetas a control.

En este sentido, desde el G-20 y desde el FSB se ha promovido regulación en ámbitos como las agencias de *rating*, los *hedge funds* o los derivados OTC. Ámbitos que hasta entonces no se vigilaban y que durante la crisis se puso de manifiesto que habían ocasionado fallos en el sistema.

A nivel europeo este impulso regulatorio se ha concretado, con rapidez, en una revisión de la normativa existente y en la elaboración de nuevas directivas y reglamentos. Esta revisión ha tenido por objeto ajustar las normas a las nuevas necesidades de los mercados y fomentar la transparencia.

Asimismo, esta revisión de la normativa europea va encaminada a reforzar y armonizar los poderes y herramientas supervisoras de las autoridades nacionales.

Precisamente, un aspecto que también incidió en la crisis fue el hecho de que no todos los supervisores tenían los instrumentos de inspección adecuados ni capacidad sancionadora suficiente.

Por ello, se están incorporando a la normativa comunitaria nuevas facultades para las autoridades, como la posibilidad de prohibir la comercialización de determinados productos, y nuevos tipos sancionadores armonizados, como las sanciones administrativas y penales en el ámbito del abuso de mercado.

Podría hacer un listado, créanme que extenso, de todas las normas que se han revisado o que se van a modificar en breve, pero solo me voy a detener a comentar, a título de ejemplo, un par de iniciativas.

En primer lugar, la revisión de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (lo que se conoce como MiFID II), que es una pieza angular.

En segundo lugar, también me gustaría comentar, porque creo que es de gran importancia aunque se encuentre en una fase inicial, la reciente propuesta de la Comisión Europea para modificar la normativa ya existente en lo que respecta al fomento de la implicación de los accionistas a largo plazo y a temas de gobierno corporativo.

Empiezo con la revisión de la vigente MiFID, que va encaminada a paliar dos de las deficiencias más relevantes observadas a raíz de la crisis.

Por una parte, introduce medidas para aumentar la transparencia en diversos mercados y tipos de plataformas de negociación. Este incremento de la transparencia se hace extensivo a todos los mercados incluyendo, por ejemplo, a los de renta fija y los mercados de derivados.

Por otra parte, se ponen las bases para reducir los problemas observados en la comercialización de determinados productos financieros, elevando los estándares de protección de los inversores. Para ello, se endurecen las normas de conducta de las empresas que prestan servicios de inversión y se incorporan requisitos organizativos adicionales.

En cuestión de gobierno corporativo, como comentaba, nos encontramos ya con una propuesta de la Comisión Europea para establecer una normativa más exigente a nivel europeo. Este es un paso significativo, después de un largo proceso con varios Libros

Verdes y declaraciones de intenciones, encaminado a solucionar algunas de las deficiencias más relevantes detectadas en la crisis.

La propuesta de la Comisión Europea pretende mejorar la gobernanza empresarial de las empresas que cotizan en las bolsas europeas para contribuir a la sostenibilidad a largo plazo de estas empresas. Para ello, introduce cambios normativos encaminados a lograr cinco objetivos específicos.

En primer lugar, se quiere incrementar el nivel y la calidad de la implicación de los inversores institucionales y de los gestores de activos en las empresas en las que invierten. Para ello, se propone que éstos publiquen su política de implicación en la empresa, la manera en que se ha puesto en práctica y con qué resultados.

En segundo lugar, la Comisión Europea considera imprescindible incrementar el control de los accionistas sobre las retribuciones de los consejeros y mejorar la vinculación existente entre la remuneración y el desempeño de los consejeros. En este sentido, los accionistas deben aprobar la política de retribuciones y se propone hacer público un informe el que se proporcione información de la política de retribuciones y de las remuneraciones de cada uno de los consejeros.

En tercer lugar, la propuesta quiere mejorar la transparencia de las transacciones con partes vinculadas y la supervisión de que son objeto por parte de los accionistas.

Otro aspecto que también se introduce en la propuesta es el relativo a la actuación de los asesores de voto, los conocidos como *proxy advisors*. Lo que se pretende es garantizar la fiabilidad y la calidad del asesoramiento proporcionado por los *proxy advisors*, que deberán publicar determinados datos sobre la preparación de sus recomendaciones de voto y comunicar a sus clientes cualquier conflicto de interés que puedan tener.

Por último, con esta propuesta la Comisión Europea quiere facilitar la identificación de los accionistas a fin de que estos puedan ejercer más fácilmente sus derechos, en particular en situaciones transfronterizas. Para ello se introducen medidas para simplificar la transmisión de información transfronteriza (por ejemplo, sobre las votaciones) a lo largo de la cadena de inversión.

Sin duda, una propuesta muy interesante que esperemos que no se atasque en el proceso legislativo europeo y que se apruebe en un plazo de tiempo razonable.

Como pueden ver, los supervisores y reguladores, tanto a nivel mundial como en Europa, hemos trabajado en serio tareas para favorecer una salida lo más rápida y limpia posible de la crisis.

Y, como comentaba al principio, en este tiempo de descuento no podemos bajar la guardia y debemos seguir trabajando para culminar todas estas reformas que rectifiquen los errores cometidos y favorezcan el crecimiento económico.

Si me lo permiten, voy a concluir hablándoles de cómo enfocamos desde la CNMV estas modificaciones en la supervisión y en la regulación europeas.

Pues bien, el organismo que presido también ha iniciado un ejercicio de revisión crítica de sus actuaciones y sus procedimientos. No sólo por las lecciones de los últimos años sino, también, por la necesidad de atender los requerimientos del sistema europeo de supervisión financiera y por la situación dinámica y cambiante del mercado.

La nueva estructura de supervisión europea y el *boom* regulatorio que acabo de mencionar, están teniendo un impacto especialmente reseñable en la institución. Las decisiones nacionales están claramente condicionadas por el marco normativo y el entorno supervisor europeo. Como me gusta decir a mí, siguiendo con la jerga futbolística, el partido se juega en Europa.

Ya no somos supervisores aislados sino que formamos parte de un sistema mayor y eso, para lo bueno y para lo no tan bueno, determina nuestras actuaciones.

En la CNMV tenemos esto muy claro y se dedican importantes recursos a la actividad internacional, especialmente en el ámbito europeo.

Tenemos, en 2014, un año plagado de nueva normativa comunitaria. En el primer semestre se ha aprobado el nuevo reglamento sobre depositarios centrales de valores (CSDs), la nueva normativa sobre abuso de mercado y la MiFID II, que he mencionado antes, y esperamos que, en el corto plazo, se aprueben otras normativas como UCITS V o el nuevo reglamento sobre índices (*benchmarks*).

En paralelo, desde la CNMV, seguimos colaborando dentro de ESMA en la elaboración de todos los desarrollos que complementan las normas de primer nivel que se están aprobando. Esta labor de coordinación y armonización europea nos supone una carga de trabajo muy significativa.

Por ejemplo, sólo de la MiFID II, ESMA, en colaboración con los supervisores europeos, deberá elaborar 105 estándares técnicos vinculantes y recomendaciones que complementan y desarrollan el contenido de la Directiva y el Reglamento.

En la CNMV, además de participar de manera muy activa en todos los grupos de trabajo que se forman en ESMA, nos esforzamos por adoptar con rapidez los cambios necesarios en nuestros procedimientos y prácticas de supervisión para adaptarlos a los acuerdos alcanzados en Europa.

La tarea no es sencilla y desde la CNMV estamos, como pueden ver en nuestro Plan de Actividades para 2014, tomándonos muy en serio esta función internacional.

Precisamente hemos señalado la integración internacional como una de las líneas estratégicas de la institución. Porque este proceso de cambio internacional también tiene efectos prácticos a nivel local, aquí en nuestra actividad en España.

La prioridad de la CNMV, como digo, es incorporar con celeridad, tanto normativamente como en nuestras prácticas supervisoras, los avances que se están produciendo a nivel europeo. Pero, incluso, en algunos ámbitos, nos hemos adelantado y hemos ido ya adoptando medidas inspiradas en esta filosofía que está modificando la normativa internacional.

Hemos avanzado significativamente en el impulso de la transparencia incentivando que los participantes de los mercados proporcionen a los inversores la información necesaria de manera rápida y adecuada.

Un ejemplo destacable son los avances en materia de gobierno corporativo, materia en la que hemos propuesto una reforma de las normas aplicables y estamos ahora mismo revisando las recomendaciones.

Sin duda, en este ámbito vamos un paso por delante de Europa. Algunas de las nuevas propuestas que he comentado antes y que empiezan a debatirse ahora en Europa, como es el caso de las relativas a las remuneraciones de los consejeros, ya las tenemos implementadas en nuestro país.

Otro ejemplo en este sentido, muy específico pero significativo, es la información que hemos exigido que se proporcione a los partícipes que pasan de un fondo de inversión garantizado a otro con objetivo concreto de rentabilidad.

Asimismo, llevamos un par de años aplicando medidas de supervisión preventiva de las prácticas de comercialización de productos financieros entre los inversores minoristas. La idea es tratar de anticiparse a posibles problemas futuros. Por decirlo coloquialmente, es mejor prevenir que curar.

Por último, estamos promoviendo una reforma del marco legal aplicable a la CNMV. El objetivo de esta reforma es precisamente dotar al organismo supervisor de mayor autonomía para el cumplimiento de sus funciones y de capacidades superiores de actuación reguladora, inspectora y sancionadora, en línea con las tendencias internacionales.

En este contexto es en el que se enmarcan herramientas novedosas en nuestro ordenamiento jurídico como es el *mystery shopping*. Se trata, como han podido ver ustedes en los medios en las últimas semanas, de poder enviar inspectores de incógnito a las sucursales para comprobar que efectivamente se cumple la normativa y se proporciona un servicio adecuado a los clientes.

En definitiva, se trata de adaptarse lo más rápida y eficazmente posible al nuevo entorno y aprender, como decía, de las lecciones de la crisis.

Para despedirme, me gustaría transmitirles, como Presidenta de la CNMV, un mensaje moderadamente optimista.

Hemos dejado atrás lo peor de esta crisis y, como habrán visto, la CNMV, al igual que otros supervisores, es consciente de la importancia de nuestras obligaciones para generar confianza y, como dice el título del curso, dejar atrás definitivamente esta crisis.

Los mercados financieros, que cada vez están más interconectados, son extremadamente dinámicos y obligan a los supervisores a estar permanentemente preparados para afrontar los cambios y retos con velocidad.

En la CNMV no estamos escatimando esfuerzos para adaptarnos a los cambios, tanto en la estructura del mercado como en las actuaciones de sus agentes, teniendo en cuenta las enseñanzas que nos ha dejado la crisis, trabajando para impedir que situaciones como la que hemos pasado se vuelvan a producir, pero procurando no ser un obstáculo sino todo lo contrario para el desarrollo de un mercado que es esencial para nuestro crecimiento económico.

Muchas gracias por su atención.