



## III Observatorio de las Finanzas El Español – Invertia

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

Muchas gracias a El Español por vuestra invitación a este tercer observatorio de las Finanzas. Es para mí un placer poder asistir de nuevo a este foro.

Hoy, que celebramos el día internacional de la mujer, en el que se conmemora la lucha de las mujeres por su participación en la sociedad en un plano de igualdad, es justo y necesario referirse a la diversidad en el sector financiero y en las sociedades cotizadas.

El pasado 23 de noviembre se aprobó la directiva 2022/2381 por la cual la Comisión Europea establece que los Estados Miembros deben fijar por ley objetivos mínimos de diversidad de género para antes de 2026. Mediante la directiva se establecen dos opciones: un mínimo del 33% de mujeres en los puestos de administración o uno del 40% entre los administradores no ejecutivos. Ayer mismo, el Gobierno anunció un proyecto de Ley para concretar y mejorar algunos de esos mínimos para las cotizadas y entidades de interés público españolas.

Hay que recordar que, hasta ahora, el impulso a la participación de las mujeres en los consejos y la alta dirección de las sociedades cotizadas ha descansado exclusivamente en las recomendaciones que viene haciendo la CNMV sobre buen gobierno desde 2015 y en la propia acción de las cotizadas españolas. En este terreno, no debemos dormirnos en los laureles, pero es justo reconocer el camino recorrido.

En 2012, había un 12% de mujeres en los consejos de las cotizadas. A cierre de 2022, una década después, había en torno a un 38% en el caso del IBEX y cerca de un 33% para el conjunto de cotizadas en bolsa, en comparación con la recomendación del 40% de consejeras que la CNMV estableció (en 2020) para finales de 2022. Es decir, no estamos allí, pero casi. Estos datos no son oficiales de CNMV (nuestra publicación la hacemos con los IAGC de todas las compañías), sino aproximados.

Estamos hablando de una mejora de 21 puntos porcentuales en una década. Sin ningún instrumento más que las recomendaciones del Código de Buen Gobierno. Creo que la evolución ha sido muy positiva.

Con este comportamiento pasado, la exigencia de la Directiva para 2026, será alcanzable para nuestro mercado y espero que ocurra lo mismo respecto a los mínimos, más exigentes, que propone el Gobierno en su proyecto de Ley porque se cifra en un 40% sobre el total del consejo, aunque es cierto que estas cifras son medias.

Sin embargo, en la CNMV somos muy conscientes de los efectos de las normas que distinguen entre cotizadas y no cotizadas en materias no estrictamente ligadas a los intereses de los accionistas. Y también creo que hay consenso en que la igualdad no es una cuestión sólo de las sociedades cotizadas. Por ello será importante aclarar, cuando conozcamos el proyecto completo, si como parece recoger la prensa hoy estas exigencias legales alcanzan, con un mayor plazo de adaptación, a compañías no financieras de cierto tamaño aunque no coticen. Por ejemplo, como hace actualmente la obligación de publicar anualmente información no financiera.

En el ámbito de mujeres directivas, la CNMV no ha realizado recomendaciones cuantitativas, sino sólo cualitativas. La buena noticia es que los porcentajes han ido mejorando año tras año, pero no a ritmo suficiente. Aunque no tenemos los datos completos, probablemente en 2022 no alcanzaremos el 25%. Si no mejoramos pronto en ese ámbito, estaremos desaprovechando la oportunidad que representa la alta dirección no solo como cantera de nuevas consejeras, sino la influencia y el talento que las mujeres pueden aportar a la gestión empresarial.

Ahí como saben, hay dos teorías: la de la masa crítica y la de los puestos críticos. La primera vaticina que una vez superado un determinado umbral de diversidad, en el conjunto del consejo o de la dirección, se produce un vuelco rápido, una cierta reacción en cadena, hacia la paridad. La segunda, afirma que el camino hacia la paridad no es solo cuestión del porcentaje, sino de si hay mujeres que ocupan un número suficiente de puestos críticos, como Presidenta, Consejera delegada, Directora Financiera, Secretaria del Consejo, etc. Quizás debamos prestar atención a las dos dimensiones. No sólo a los porcentajes medios.

Animo desde este foro a todas las empresas y también a los medios de comunicación como agentes de socialización, para que el objetivo de la paridad podamos conseguirlo muy pronto.

No quiero dejar pasar la oportunidad de señalar otro par de cuestiones del mercado de valores.

La primera de ellas tiene que ver con la creciente comercialización de instrumentos de renta fija. Ello engloba tanto los fondos como los títulos de renta fija. Se ha ido produciendo en 2022 una creciente comercialización de fondos con objetivo concreto de rentabilidad y de fondos con estrategia de comprar y mantener. Y también hemos observado un interés creciente por la compra directa de letras y bonos (del Estado o de empresas).

Desde la CNMV consideramos especialmente importante desde hace tiempo que el cliente reciba una explicación clara y precisa del riesgo de mercado soportado por estos productos, fundamentalmente ante un escenario como el actual. El precio de los instrumentos de renta fija, por mucho que pudiera parecer a inversores poco avezados, no es fijo y menos aún en productos con horizontes temporales largos y en momento de expectativas de incremento de las curvas de tipos de interés.

En este sentido, hemos hecho tres cosas en el último año:

1. Alertar públicamente, en diversas intervenciones, sobre estos riesgos.
2. Aplicar a partir de mayo de 2022 a las entidades que registraban fondos de comprar y mantener la guía técnica de la CNMV de 2017, aunque no les resultase formalmente de aplicación.
3. A mediados de febrero de 2023, hace pocas semanas, publicamos a consulta pública una actualización y mejora de la guía técnica de 2017 introduciendo nuevas pautas para fondos de comprar y mantener o con objetivo concreto de rentabilidad.

Creo que más allá de la guía dirigida a las entidades que comercializan fondos, es importante seguir trasladando un mensaje a los inversores minoristas que están analizando invertir en renta fija:

1. Valore los riesgos si suben más los tipos,
2. Sea consciente de la rentabilidad real (probablemente negativa) que el producto ofrece,
3. Infórmese de las posibilidades de retirar su inversión antes de tiempo y la consecuencia que podría tener para usted,
4. Compare la alternativa en términos de coste y fiscalidad entre comprar y mantener los valores o comprar el fondo de inversión que invierte en dichos valores.

El segundo elemento relacionado con el mercado de valores es la atención social y mediática en torno a la propuesta que el consejo de Ferrovial ha anunciado que realizará a sus accionistas, que incluye el traslado de la sede y el lugar de registro de las acciones de la compañía a Holanda.

Creo que merece que comparta con ustedes algunas consideraciones, pero no sobre la cuestión de la sede social o fiscal, cosa que no me compete, sino sobre algunos ángulos de la operación, que están relacionados con la cotización o el registro de los valores de la compañía resultante.

Permítanme en todo caso recordar en primer lugar el papel de la CNMV en cualquier operación similar de fusión, que no es otro que el que los inversores tengan la información necesaria sobre las condiciones de la fusión y, en este caso, sobre la

admisión a negociación de las nuevas acciones resultantes para que puedan ejercer sus derechos.

Nuestra función como supervisor no es cuestionar las motivaciones de las decisiones empresariales, sino asegurarnos de que se publican de forma completa, correcta y comprensible y se ejecutan conforme a la normativa con la máxima transparencia para los accionistas e inversores, que son a los únicos a quienes debemos proteger.

En todo caso, es un caso que nos permite reflexionar sobre la adecuación de los mercados de capitales europeos y el español en particular.

Mi primera reflexión es que contamos con un mercado de capitales europeo altamente integrado y con una elevada apertura internacional. Algo que desde la CNMV siempre hemos impulsado y valorado de forma positiva. En la CNMV no miramos la nacionalidad, el pasaporte o el lugar donde tiene su sede social ningún emisor: sólo nos fijamos en que cumpla las normas.

Y he dicho muchas veces que apreciamos la apertura de los mercados de valores tanto para empresas extranjeras que quieren cotizar en España como empresas españolas que quieren cotizar en el extranjero, particularmente a nivel de la Unión Europea. En España, por ejemplo, hay hoy 11 emisores no españoles que han decidido cotizar aquí y 3 infraestructuras de liquidación europeas no españolas con pasaporte para prestar servicios a emisores españoles.

El mercado de acciones, en cuanto a la libertad de elección del lugar de cotización o registro, no está fragmentado a escala de la Unión Europea, todo lo contrario. Son múltiples los ejemplos de compañías que tienen su sede social en un país y registran y negocian sus acciones en otro. Tampoco existe fragmentación, a pesar de algunos comentarios que he oído en los últimos días, en materia de requisitos de información de los emisores (financiera y no financiera, folletos, transparencia o información privilegiada). Es un error pensar que las compañías eligen su lugar de cotización en función de estos parámetros, puesto que son idénticos en toda Europa, basados en reglamentos comunitarios de obligado cumplimiento en todos los países.

Por supuesto que yo preferiría que todas las empresas españolas cotizasen en España, aunque eso no depende sólo ni principalmente de las normas y reglas de cada mercado. Aun así, nos hemos marcado en la CNMV en los últimos años un objetivo, subordinado al principal, de asegurar que los mercados españoles sean plenamente homologables y competitivos con los demás mercados en primera fila a nivel internacional. Se han tomado muchas medidas en este ámbito, por parte de los últimos gobiernos, por la CNMV y por el operador del mercado. Como ejemplo se pueden señalar tres, que están en trámite en la nueva LMVSI, que previsiblemente se aprobará mañana mismo: la eliminación de algunos vestigios del sistema de liquidación (el denominado PTI) que separaban nuestro mercado del imperante en la UE, la nueva normativa para permitir que en España se puedan registrar SPACs y la reforma radical que está prevista para

agilizar la verificación y admisión de los instrumentos de renta fija, los bonos y obligaciones que emiten las empresas españolas.

Es decir, nuestro mercado de valores no ha dejado de evolucionar en los últimos años, de adaptar su normativa para hacerlo más ágil, siempre dentro del marco normativo europeo, que representa la aplastante mayoría de las normas que tienen que cumplir los participantes de los mercados en España. Y nuestro mercado es plenamente homologable a cualquier otro gran mercado europeo. Está entre los cuatro mayores mercados de la UE, acoge a grandes emisores altamente internacionalizados, que tienen actividad en todos los continentes y atrae a inversores internacionales en proporción muy superior, no lo olvidemos, a los inversores nacionales.

Dicho esto, a raíz del caso de Ferrovial, la compañía ha mencionado varias razones para registrar sus valores en el registro holandés y cotizar de modo primario en Holanda y secundario en España. De entre ellas, hay una que tiene que ver con las supuestas dificultades o limitaciones que una compañía española, cotizada en España, podría tener si quisiese cotizar también en el mercado estadounidense.

Lo primero que hay que señalar es que numerosas compañías españolas y europeas han cotizado o cotizan en el mercado americano a través de los denominados ADR. Estos son certificados que emite un banco sobre una parte, normalmente reducida, del capital social de las empresas, de forma que lo que cotiza allí es una fracción del capital social que la compañía tiene admitido a negociación aquí. Y esa fracción viene determinada por la demanda que en cada momento ese valor genera entre inversores estadounidenses. La inmensa mayoría de compañías de todo el mundo que también cotizan en la bolsa de NY lo hacen mediante este método. Algunos índices, como el Nasdaq, admiten en su composición los ADR, otros no.

Otra posibilidad, que utiliza un número muy reducido de compañías europeas, es una cotización denominada listing en la bolsa estadounidense al tiempo que mantienen su cotización ordinaria en una bolsa europea. Este método permite que el capital que cotice en USA sean acciones, y no certificados sobre acciones, como el método ADR. Este método del listing tiene algunas ventajas pero también conlleva costes y obligaciones distintas en comparación con el método de los ADRs y requiere también una cierta conexión registral, más o menos sofisticada, a través de bancos que hacen de transfer agent, entre el registro europeo y el estadounidense, para poder liquidar las operaciones de modo ordenado.

Tanto en BME como en la CNMV estamos analizando si pudiese haber limitaciones al uso del listing desde España hacia Estados Unidos en dos ámbitos: la forma de representación de los valores y los mecanismos de registro indirecto entre las infraestructuras de cada país.

Respecto a lo primero, no hay que olvidar que los emisores españoles operan en un sistema completamente desmaterializado desde 1992, en el que los valores nacen en

un entorno exclusivamente digital, sin la utilización de títulos físicos. Otros mercados aún mantienen el instrumento del título de papel como representación inicial de las acciones, transformándolos luego en anotaciones en cuenta digitales para poder negociar electrónicamente. Estamos analizando si en ese ámbito hay alguna dificultad, cosa que no podemos afirmar con rotundidad a fecha de hoy.

En cuanto al segundo, es posible que conectar el sistema español y el estadounidense de modo más directo que lo que suponen los ADR requiera de ciertos ajustes, no necesariamente legislativos, para definir los mecanismos de transferencia de los valores que puedan ser objeto de negociación en USA. Qué alcance exacto tendrían en su caso esos ajustes es algo que a fecha de hoy no está definido con total precisión.

En todo caso, es importante señalar que, hasta hoy mismo, en CNMV (y creo que tampoco en BME) no habíamos recibido ninguna expresión de interés o ninguna consulta de emisores sobre la posibilidad de un listing de una compañía española en USA, sin dejar de tener sus valores registrados en España. Es decir, este caso es novedoso e inédito. Y eso que la reciente modificación de la LMV (que ha estado en consulta pública y tramitación desde mayo de 2021) podría haber sido una ocasión perfecta para analizar con calma esta cuestión, debatirla y en su caso preverla.

Del mismo modo que hemos modificado (o propuesto al Gobierno modificar) numerosas reglas de mercado en los últimos años, no tengo la menor duda de que, si esa cuestión fuese relevante para más emisores, tanto el operador de la infraestructura, como la CNMV identificaríamos qué cambios en su caso son precisos para mejorar esa conectividad. Esto debe hacerse analizando la demanda real para ello y con el rigor jurídico necesario y estableciendo un diálogo con las contrapartes estadounidenses, por supuesto. No es una cuestión a plantear o resolver en unos pocos días.

Concluyo ya. Como ven, el mercado de valores español no está escaso de asuntos de interés. Y está llamado a jugar un papel esencial en la financiación de la economía española, si a escala europea conseguimos potenciarlo y hacerlo crecer, para complementar la financiación bancaria que tantas veces ha sido, lamentablemente, el monocultivo de muchas grandes compañías españolas y europeas. Espero que en la próxima edición de este evento tengamos en marcha las mejoras que se están discutiendo a escala europea.

Muchas gracias.