



## Intervención en el curso de la Universidad Internacional Menéndez Pelayo organizado por la APIE “El nuevo modelo económico. Lecciones de la crisis”.

ELVIRA RODRÍGUEZ, PRESIDENTA DE LA CNMV  
Madrid, 19 de junio de 2015

Buenos días a todos. En primer lugar, muchas gracias a Miguel Ángel Noceda y a Amancio Fernández (directores del seminario) por su invitación a pronunciar esta ponencia. Estoy encantada de encontrarme nuevamente en esta ciudad y, por supuesto, en este foro.

Durante estas jornadas, diversas autoridades, incluyendo dos ministros, han comentado los efectos de la crisis económica en cada uno de sus ámbitos y, concretamente, su opinión sobre las características del nuevo modelo económico que debemos tratar de aplicar en España a raíz de las lecciones que nos ha dejado la crisis.

Y esta mañana abro un panel en el que se podrá escuchar también al Presidente de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia y al Subgobernador del Banco de España.

Sinceramente, me parece que este panel final es muy oportuno ya que creo que los organismos supervisores tenemos un papel protagonista en la construcción de este nuevo modelo económico.

Por eso, y centrándome en el área que me compete, voy a compartir con todos ustedes algunas reflexiones sobre el papel de los supervisores de valores y, concretamente, de la CNMV, en la reactivación de la actividad económica.

Una reactivación que, para que sea duradera, debe tener unas bases sostenibles, apoyándose en valores como la transparencia, la productividad o el valor añadido. Una reactivación que, en definitiva, debe dar lugar a un crecimiento de la renta nacional que sea resistente a los vaivenes coyunturales propios de los ciclos económicos.

En este sentido, debemos recordar que la crisis económica internacional tuvo como uno de sus componentes más significativos los problemas de financiación. Una financiación que, quizás, había fluido con exceso y que, se resintió enormemente, más allá de lo razonable o soportable, en el momento en que se quebró la confianza de los inversores.

Ya que, si bien la manifestación más conocida, al menos en España, de estos problemas financieros fue la reducción del crédito bancario, esta disminución del flujo crediticio encontró su causa inicial en las restricciones que aparecieron en diversos mercados de capitales, como el interbancario, el de deuda pública, el de renta fija corporativa e incluso en las dificultades para emitir títulos representativos de capital por parte, primero, de las entidades financieras y, posteriormente, del resto de compañías.

En este contexto, es interesante repasar el fundamento de la Ley de Mercado de Valores, aprobada en 1988, que constituyó un cambio radical del sistema español, alineándole

con los de los países europeos. Esta ley por otra parte crea la CNMV y le encomienda “la supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de cuantas persona físicas y jurídicas...” intervengan en ellos.

Y dice, expresamente, que la CNMV debe velar “...por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios...y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines”.

La Ley, que tiene ya casi 27 años, supuso una reforma integral de los mercados de valores en España realizada con un doble objetivo. Por un lado, se quería dotar a los mercados españoles de una coherencia que se echaba en falta y, por otro, como señala literalmente su Exposición de Motivos, la reforma iba encaminada a “potenciar nuestro mercado de valores ante la perspectiva, en 1992, de un mercado europeo de capitales...” con el objetivo final de que nuestro mercado de valores estuviera en condiciones apropiadas cuando el mercado europeo llegase a ser una realidad.

Es en ese contexto en el que, como apuntaba antes, la CNMV se configura como una pieza indispensable para cumplir los objetivos que se habían marcado.

Han transcurrido, 27 años y sigue habiendo mercados de capitales con necesidades de transparencia e información similares a las que originaron la Ley. Tenemos unos mercados que han sufrido etapas de bonanza y fuertes crisis que, como bien recoge el título de este seminario, han dejado enseñanzas a tener en cuenta, tanto las crisis como las bonanzas.

Mercados que han vivido una desaparición progresiva de las fronteras geográficas en las que operan y que han experimentado el interés creciente de los responsables e instituciones públicas nacionales e internacionales por su importancia para financiar la economía y, por tanto, para ayudar al crecimiento y la creación de empleo. Unos mercados que, al menos en el caso europeo, se siguen enfrentando al reto de un mercado único.

Los países desarrollados han vivido, hemos vivido, esta crisis sin precedentes que surge en el verano de 2007 en el sector financiero y cuyas consecuencias económicas todavía estamos padeciendo. Y digo que es una crisis sin precedentes por tres factores: su duración, su profundidad y su extensión geográfica.

Como decía hace un momento, con efecto y evolución diferente en Estados Unidos y en Europa, hemos visto cómo el deterioro financiero impactaba en la economía real o productiva para, posteriormente, volver a afectar a la economía financiera como consecuencia de la crisis de deudas soberanas por el deterioro de las finanzas públicas.

Disminuyeron los ingresos tributarios por la pérdida de crecimiento y empleo y se incrementaron los gastos asistenciales para hacer frente a las necesidades sociales derivadas de la situación.

Decía antes que todavía estábamos “padeciendo” las consecuencias de la crisis, y esta mañana voy a referirme a algunas de esas consecuencias: a las medidas que se han tomado para paliar sus efectos (los de la crisis) y también, en especial, a las que se están tomando para procurar que no se vuelvan a repetir las circunstancias que la provocaron.

La primera cuestión a la que tuvieron que hacer frente los responsables públicos fue la de resolver un problema “sistémico” o de contagio inminente o generalizado y, para solventarlo, acudieron en ayuda de sus instituciones financieras para sanear el fuerte

deterioro de sus cuentas y atajar los efectos reputacionales. Y, al mismo tiempo, se adoptaron medidas para que no se volvieran a producir situaciones similares.

La crisis ha sido de tal magnitud que, como era de esperar, formó parte de la agenda del G20 que instó, en su reunión de abril de 2009, a “establecer: a) una cooperación mucho más consistente y sistemática entre los países y b) el marco de altos estándares internacionales que el sistema financiero global necesita”.

Para ello, el G20 colocó en el centro de la cooperación regulatoria reforzada al Financial Stability Board (FSB), heredero del Financial Stability Forum, que fue una organización creada en 1999 por los Ministros de Finanzas y gobernadores de Bancos centrales para promover la estabilidad financiera internacional mediante el intercambio de información y la cooperación internacional en el ámbito de la supervisión y vigilancia de los mercados financieros.

En este contexto se toman las primeras medidas en Europa para conseguir una supervisión financiera más integrada, cuya razón última es evitar los problemas de descoordinación entre autoridades a la hora de afrontar los problemas que se pusieron de manifiesto, así como asegurarse de que las entidades de los distintos países siguen las mismas reglas de igual forma, reduciendo la incertidumbre y los posibles arbitrajes regulatorios.

De esta forma, hace ahora cuatro años, surgen las tres autoridades supervisoras europeas: la bancaria, EBA, la de seguros, EIOPA, y la del mercado de valores, ESMA, así conocidas por sus acrónimos en inglés. En el caso específico del sector bancario se ha percibido incluso la necesidad de dar un paso más con una verdadera Unión Bancaria, por la que se centraliza el control en el Banco Central Europeo.

En estos años, además de avanzar en la integración de la supervisión financiera, se han tomado las medidas que se han entendido adecuadas para la contención, el seguimiento y la corrección de los riesgos sistémicos; medidas que suponen un endurecimiento significativo de las normas de solvencia de las entidades.

Esto ha provocado que la disminución crediticia que se produjo en las fases iniciales de la crisis no se haya superado de forma completa, ya que las restricciones al funcionamiento de las instituciones bancarias han originado obstáculos a su papel como financiadoras de la economía y esto produce efectos inmediatos sobre su evolución (la de la economía).

Probablemente, además, no sea posible ni conveniente que el volumen total de crédito bancario retorne a sus niveles anteriores, lo cual no significa que la economía no necesite ser financiada de forma creciente si pretendemos mantener un deseable aumento de la renta.

Por ello, el interés de los responsables de la economía mundial se ha centrado en un nuevo objetivo, que no es otro que procurar que la actividad productiva se desarrolle en un entorno favorable que le permita crecer. Y, en este contexto, las miradas necesariamente se vuelven hacia los mercados de capitales.

Precisamente, hace un mes y medio, el 5 de mayo, tuve la oportunidad de escuchar en un foro económico a Jonathan Hill, comisario europeo de Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y Unión de los Mercados de Capitales.

En su discurso, el Comisario explicó el proyecto de la Unión de los Mercados de Capitales (Capital Market Union) y expuso una serie de mensajes que, de forma certera,

desgranaron los retos a los que habremos de enfrentarnos en los próximos años todos aquellos que trabajamos en este sector.

La idea esencial que nos trasladó fue la de que es necesario movilizar el capital financiero improductivo o ineficientemente asignado en Europa para así animar el crecimiento y reactivar el empleo. Para lo cual, señaló, es imprescindible potenciar la financiación de la economía real a través de vías alternativas y complementarias a la financiación bancaria.

Como decía, la crisis y las medidas que se han llevado a cabo para que no vuelvan a repetirse “procesos sistémicos” han supuesto una importante reducción del crédito bancario, lo que ha dificultado el acceso a la financiación de las empresas europeas, especialmente las pymes.

No hay duda de que las reformas acometidas que he mencionado, a nivel nacional y en el ámbito europeo, con la puesta en marcha de la Unión bancaria, van a contribuir a que fluya en mayor medida el crédito bancario en el corto y medio plazo.

Pero, al margen de esta situación coyuntural, lo cierto es que en Europa tenemos un modelo de financiación extremadamente bancarizado y unos mercados de capitales con mucho camino que recorrer.

No les quiero abrumar con todas las cifras que respaldan estas afirmaciones. Pero, si me lo permiten, les voy a dar algunos datos que mencionó el comisario y que seguro que no les resultan ajenos.

Por ejemplo, el tamaño de los mercados de equity o renta variable de la Unión Europea es la mitad del de los mercados estadounidenses. Y, mientras que en Estados Unidos tan sólo un 10% de los ahorros de los ciudadanos están depositados en bancos, en Europa hay países donde ese porcentaje supera el 50% y en Alemania está cercano al 30%.

Nos encontramos, por tanto, ante una realidad que perjudica nuestras posibilidades de crecimiento al no movilizar alternativas de financiación disponibles y que nos coloca en una clara situación de desventaja frente a otros países que, como Estados Unidos, ofrecen una mayor diversificación de las fuentes de financiación para sus empresas.

¿Y qué hay que hacer para fomentar esa mayor financiación a través de los mercados de capitales? Pues uno de los elementos esenciales, sin el cual no se puede avanzar en este sentido, es la confianza de los inversores en su adecuado funcionamiento. La confianza es un catalizador imprescindible para que los mercados funcionen y, en sentido contrario, si falta se paralizan.

Una confianza que, durante la crisis financiera, se vio quebrada debido, fundamentalmente, a dos factores: la falta de un grado suficiente de transparencia y la ausencia de un adecuado control de los riesgos.

Por tanto, parece lógico pensar que es sobre estos dos elementos sobre los que hay que actuar para restaurar la confianza de los inversores, les recuerdo, que no son sólo los particulares que ahorran parte de su renta y cuya protección forma parte prioritaria de nuestro trabajo, sino también, y principalmente por su impacto en la financiación del crecimiento, los inversores institucionales: fondos soberanos, fondos de pensiones..., en su mayor parte internacionales, que si no tienen confianza no invierten.

Como señalaba al comienzo de mi intervención, la CNMV tiene un papel esencial en esta tarea puesto que su mandato legal es velar por la transparencia de los mercados y,

también, como decía, proteger a los inversores, entre otras cuestiones, de asumir riesgos sin ser conscientes de su magnitud.

Como se pueden imaginar, son muchos los frentes en los que actuamos para dar cumplimiento a ese complicado mandato legal. Simplificando, y al margen de nuestro trabajo cotidiano, que es hacer frente de manera eficaz y eficiente a todo lo que recibimos, que cada vez es más numeroso debido al creciente dinamismo del mercado español –tanto por lo que respecta a operaciones a supervisar como a productos y operaciones corporativas que aprobar-, lo que nos ocupa se puede clasificar en tres bloques.

Por una parte, aquello que deriva de la reflexión estratégica respecto a la “ejecución” de nuestras responsabilidades: dos buenos ejemplos son el trabajo que hemos llevado a cabo en materia de gobierno corporativo o los programas de “supervisión preventiva” que llevamos algunos años aplicando.

La importante reforma recientemente aprobada en la primera de las cuestiones, mediante una profunda modificación de la Ley de Sociedades de Capital y la publicación de un nuevo Código de Buen Gobierno para las empresas cotizadas ha consumido muchas horas de trabajo y de debate en la CNMV con un Grupo de Expertos nombrado a tal fin.

La mejora, hasta alcanzar el nivel de las jurisdicciones con los estándares más elevados en la materia, del marco aplicable en España a las conductas de gestión empresarial supone un importante incentivo para atraer y retener la inversión tanto local como foránea en nuestras empresas. El establecimiento de reglas y recomendaciones sobre cómo deben relacionarse los gestores de las compañías con sus propietarios, fomenta la confianza en el buen funcionamiento de las empresas españolas.

Igualmente, es notable el esfuerzo que hemos hecho en la CNMV al potenciar actuaciones supervisoras muy tempranas en aquellos ámbitos que pudieran tener más impacto en las decisiones de los inversores minoristas. A través de comprobaciones de supervisión específicas y con la imposición de exigencias concretas de transparencia e información de los productos comercializados hemos trabajado para conseguir que los inversores sean más conscientes de las decisiones que adoptan.

Por otra parte, también tenemos que trabajar para dar respuesta inmediata a lo sucedido de forma singular, por ejemplo los recursos asignados al seguimiento y resolución de los problemas derivados de la crisis en el Banco Madrid. En este caso concreto, nuestro papel ha sido el de preservar y defender los legítimos intereses de los inversores en productos financieros gestionados o depositados en esta institución financiera, de acuerdo con la normativa del mercado de valores y la de Instituciones de Inversión Colectiva.

Así estamos tratando de preservar la percepción de que en España existe una seguridad jurídica que también es un ingrediente fundamental para preservar la confianza.

Y, por último, también como trabajo sucedido pero con un matiz claramente estructural, tenemos que hacer frente a las obligaciones derivadas de la nueva normativa española y europea, entre las que se encuentran las correspondientes a nuestra participación en ESMA.

Como es lógico, España no podía ser ajena a las nuevas necesidades del entorno financiero que he mencionado anteriormente. En esta legislatura ha sido mucha la

regulación se ha aprobado en este campo desde que en el primer semestre de 2012 se publicaran los tempranos Reales Decretos Leyes de saneamiento de nuestra banca.

Así, bien por trasposición de normativa europea, en la que hemos colaborado de forma estrecha con el Ministerio en materias propias de nuestra responsabilidad, o por decisiones nacionales de regulación para facilitar la financiación de nuestras empresas, se han aprobado múltiples leyes que alcanzan a variadas facetas e instrumentos del sector financiero. Incluso se han incorporado nuevas herramientas para que podamos hacer frente a nuestras obligaciones como supervisor de los mercados de forma más eficaz.

Precisamente, esa reforma se ha incluido en la recientemente aprobada Ley de Fomento de la Financiación Empresarial que, unida a la también a la normativa aprobada relativa al Capital Riesgo, regula un abanico de oportunidades para nuestras empresas en respuesta a lo requerido en Europa y en el mundo para los mercados de capitales.

La nueva regulación del capital riesgo permite aportar préstamos a los proyectos elegidos y se reorienta hacia las pymes en sus primeras etapas de desarrollo. La reforma del régimen de las titulizaciones contenida en la Ley de Fomento pretende hacer más competitivo este sector en España, de acuerdo con las directrices del FSB y de la Comisión Europea. Y, para ello, incrementa su transparencia, calidad y simplicidad, permitiendo estrategias innovadoras que han resultado exitosas en países de nuestro entorno.

Y esta norma también contiene una regulación detallada de las plataformas de financiación participativa o “crowdfunding”, equilibrando la posibilidad de realizar estas operaciones con la garantía de un nivel adecuado de protección del inversor.

Todos ellos son buenos ejemplos de trabajo encaminado a favorecer la financiación del crecimiento y, por tanto, del empleo en España.

Por supuesto, en España también se han adoptado, como consecuencia de normativa europea, las nuevas reglas de solvencia, junto con la Ley de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión. Ambas normas dotan de garantías al sistema financiero y le previenen de riesgos sistémicos.

En fin, se trata de nuevos cometidos y nuevas responsabilidades para la CNMV que son necesarios en este nuevo entorno y que esperamos acometer con profesionalidad, destreza y sentido común.

Concluyo con unas reflexiones que son fruto de la experiencia vivida en estos casi tres años al frente de la CNMV y de los debates que mantenemos en los foros internacionales de los que formamos parte, entre los que se cuenta el FSB, al que nos acabamos de incorporar.

Desde hace unos meses formamos parte del Comité de implementación de estándares que, precisamente, tiene la tarea de analizar la eficacia de las medidas tomadas en un doble sentido: si se han puesto en marcha y, lo que es más importante, si han conseguido el objetivo para el que se aprobaron.

Generalmente, a las grandes crisis –sean del tipo que sean- se suceden multitud de decisiones normativas con la pretensión de que no vuelvan a suceder. Esto es loable y, por supuesto, lógico. Pero, a veces aparecen efectos colaterales indeseados. Y hay quien dice que uno de los efectos indeseados de esta crisis es que se puede haber producido un exceso de regulación no tan coordinada como sería aconsejable.

Desde luego, si uno no se mueve puede que no corra peligro, pero, lo que está claro es que no llega a ninguna parte. En este momento estamos; en el de andar, con cautela pero decididos. De la crisis hemos aprendido lecciones: que no se pueden ignorar los riesgos y que, como decía, hay que pensar en el medio y en el largo plazo y ser transparentes.

Ese es el camino, y en ese camino se ha decidido que uno de los protagonistas sean los mercados de capitales.

Y, al igual que en la Ley del Mercado de Valores a la que me referí al comienzo de mi exposición, la CNMV vuelve a ser una pieza fundamental para que el objetivo último, el crecimiento económico, no se malogre. Espero, esperamos no defraudarles.

Muchas gracias.