



# Comparecencia del Presidente de la CNMV en la Comisión de Economía, Comercio y Transformación Digital del Congreso de los Diputados. Presentación informe anual 2022

RODRIGO BUENAVENTURA, PRESIDENTE DE LA CNMV  
10 de abril de 2024

Señorías, comparezco ante esta Comisión para dar cuenta de las actividades de la CNMV a lo largo de 2022 así como de la evolución de los mercados financieros, tal y como establece la Ley de Mercado de Valores. La comparecencia ordinaria no pudo producirse en el verano de 2023, por las elecciones generales.

Sus señorías tienen el informe anual publicado, así como una presentación que resume las principales magnitudes de nuestra actividad a lo largo de 2022. Me centraré en mi intervención inicial, en la medida en que puede ser de mayor interés para sus señorías, en repasar las claves, tendencias y retos actuales de los mercados financieros españoles.

## **Desarrollo de los mercados españoles, debate sobre CMU**

Si tuviese que destacar un mensaje por encima de todos los demás en esta comparecencia, es la urgente necesidad de impulsar el desarrollo del mercado de valores.

Tenemos dos problemas serios para los cuales la potenciación de los mercados de valores puede ser la solución: 1) nuestros ciudadanos invierten sus ahorros de modo manifiestamente mejorable y 2) nuestras empresas van a tener muy difícil financiar las inversiones que necesitan acometer. Y ambas cuestiones tienen implicaciones importantes para la economía española, como luego señalaré.

Las inversiones financieras de los españoles, al cierre del tercer trimestre de 2023, se reparten en cinco bloques principales: depósitos (38%), fondos (15%), fondos de pensiones (4%), inversión directa (32%) (letras y bonos, renta variable y otro tipo de participaciones) y otros instrumentos – seguros y otros- (11%). Y si miramos la composición de las carteras de fondos que compran los españoles, vemos que es tremendamente conservadora: sólo el 30% está en renta variable,

fundamentalmente internacional, y la mitad o más es de nuevo renta fija (sobre todo, deuda pública).

Es decir, el ahorro de los españoles no parece muy alineado con la cartera ideal para necesidades de largo plazo, como el complemento para la jubilación. En esto no somos muy distintos de la media de los europeos, que tienen problemas muy similares.

Por otro lado, decía que nuestras empresas van a necesitar un volumen de inversión y por lo tanto de financiación inaudito en la próxima década. Según los cálculos oficiales de la Unión Europea, las empresas españolas van a tener que invertir en torno a 50.000 millones de euros adicionales en cada uno de los años de la próxima década para poder abordar la transformación digital, la descarbonización y el previsible incremento de la inversión en defensa. Estamos hablando de 500.000 millones de euros en España: una cantidad que hace palidecer los 70.000 millones que supuso el programa multianual *Next Generation* EU tras la pandemia.

Todos los observadores cualificados coinciden en que es simplemente impensable que los presupuestos públicos o que la banca, incluyendo la banca pública, puedan financiar íntegramente esa cantidad. Los empresarios van a tener que aportar nuevos recursos propios, es decir más capital, para poder ser financiados por los bancos. Y esos recursos se obtienen de beneficios acumulados o de ampliaciones de capital.

Además, tenemos un problema en España y en el resto de Europa que es la dependencia bancaria que tienen nuestras empresas para financiarse. A diferencia de las empresas norteamericanas, las empresas españolas dependen tres veces más del crédito bancario que sus competidores estadounidenses y no complementan ese crédito con financiación en mercados.

Las consecuencias de todo esto son claras: la estructura de los balances de las compañías españolas y europeas es más débil que la de sus competidoras estadounidenses. Las empresas dependen casi en exclusiva de cómo evolucionen las condiciones de crédito bancario de los bancos españoles (porque el mercado bancario está muy fragmentado). Y eso tiene implicaciones serias para la economía española.

Que una empresa tenga capital suficiente, reduciendo su dependencia del crédito, tiene por ejemplo efecto en el empleo. Sus trabajadores tienen menos posibilidad de perder su puesto de trabajo por un endurecimiento de las condiciones monetarias o de otros costes. Sus clientes, los consumidores, verán cómo ante una subida de los tipos de interés, el traslado a los precios de ese incremento será menor, porque la empresa lo sufrirá en menor medida que otros competidores más apalancados. Eso contiene la inflación.

Del mismo modo, una empresa que cotice en bolsa y que vea una oportunidad de negocio que requiera inversión podrá financiarla con mayor facilidad si ya cotiza, generando empleo nuevo asociado a esa inversión. Y el sistema en su conjunto será más robusto, reduciendo el impacto negativo neto en sus ciudadanos de las crisis y episodios de inestabilidad. Y ello, además, permite minorar también la necesidad de apoyo público y el impacto negativo en el déficit, de lo cual se benefician directamente todos los contribuyentes.

Además, un mercado de valores profundo permite que los ciudadanos tengan más posibilidades de rentabilizar sus ahorros, que la inversión en empresas rentables o incluso emergentes se democratice y no sea un coto cerrado para las personas con mayor renta. Y también que, los que planean complementar con sus ahorros su futura pensión de jubilación, puedan contar con inversiones a largo plazo que, especialmente en entornos de inflación elevada, les ofrezcan rentabilidades reales positivas.

La calidad de la gobernanza, la transparencia y la rendición de cuentas es también mayor en las cotizadas, lo que mejora la consideración de los intereses de todos los colectivos que se relacionan con la empresa. Incluso la presencia de mujeres en puestos directivos y en los consejos en empresas cotizadas ha avanzado más deprisa que en las no cotizadas.

Es decir, la mejora en los balances empresariales mediante un mayor uso de los mercados bursátiles como fuente de financiación afecta positivamente a los consumidores, a los futuros pensionistas, a los trabajadores, a las mujeres, a todos los ciudadanos, no sólo a unos pocos. Por tanto, es fundamental que adoptemos como prioridad la potenciación del ahorro a largo plazo en instrumentos financieros de los españoles y la atracción de más compañías a que capten recursos directamente en los mercados, como complemento del crédito bancario. Y en este sentido es una magnífica noticia el reciente anuncio de una gran empresa española radicada en Cataluña para salir a bolsa en las próximas semanas.

Este debate está muy vivo ahora en la UE bajo el poco afortunado título de “Unión del Mercado de Capitales”. Digo poco afortunado, porque el asunto no versa de unir en mayor medida los diferentes mercados nacionales, como su título podría sugerir, sino de aumentar el tamaño del mercado y su grado de atractivo para las empresas y los ahorradores europeos. Los mercados de capitales, en realidad, ya están muy integrados en la Unión Europea. Lo que ocurre es que son demasiado pequeños y están perdiendo liquidez y tamaño.

No existe ninguna solución mágica, sino más bien medidas puntuales para mejorar ciertos aspectos del mercado. Pero las soluciones más importantes no están en el ámbito de la regulación financiera. Por ejemplo, en los países europeos donde sus mercados de valores están sirviendo mejor a sus empresas, como Suecia, ha habido desde hace años una política fiscal estable sobre el ahorro, con instrumentos como

la cuenta de ahorro personal multi-producto, que han estimulado notablemente el ahorro financiero de los suecos y han permitido que vaya a financiar en una parte muy importante a sus empresas.

En España, hemos impulsado un estudio por parte de una misión internacional de la OCDE, para realizar un diagnóstico del mercado español y proponer posibles medidas a escala nacional para potenciarlo. Está previsto que se presente en diciembre de este año y creo que puede ser un ejercicio muy fructífero que seguro será del interés de esta Comisión, cuando se concluya.

### **Esquema supervisor**

Ese debate lleva aparejado, como un componente más, un debate sobre la supervisión en los mercados financieros de la UE y en concreto si la autoridad europea ESMA debería tener más competencias de supervisión directa. Lamentablemente, este es un debate que se ha vulgarizado en exceso y hay muchos opinadores con poco conocimiento de la supervisión de mercados de valores recomendando soluciones simples a problemas complejos. La posición de la CNMV en esto es clara: la centralización de la supervisión en París no va a solventar la atonía de los mercados de valores europeos. No hay que esperar ningún efecto integrador o de crecimiento del mercado por trasladar competencias desde las autoridades nacionales hacia ESMA. Eso no significa que no haya áreas donde una supervisión de ESMA pueda ser más eficaz que una nacional. Pero a mi juicio el supervisor europeo no va a hacer la supervisión de un folleto, de unas cuentas o de un caso de abuso de mercado mejor, más rápido, ni más barato, que un supervisor nacional, por razones bastante obvias de cercanía, conocimiento y eficiencia.

Como saben, la CNMV ha señalado tradicionalmente las ventajas de otro tipo de cambio en el sistema de supervisión, pero a escala nacional. Me refiero al desarrollo de un modelo tipo *twin peaks*, con un supervisor de solvencia y otro supervisor de normas de conducta y protección de la clientela. Es el modelo que se sigue en Reino Unido o en Holanda, con resultados muy positivos para la protección efectiva del cliente. Soy consciente de que no es un plan que esté sobre la mesa en España en este momento, pero siempre he creído que es un modelo superior de organización de la supervisión, si queremos realmente poner en el centro la protección del cliente.

Para la CNMV la protección del cliente es la prioridad más importante. A diferencia de otros supervisores financieros españoles, la LMV impone muy claramente el marchamo de supervisor de conducta, transparencia y protección del inversor. Y ese ha sido también en 2022 nuestra prioridad absoluta.

### **Gestión de reclamaciones**

Por supuesto, la protección del inversor no es la gestión de quejas y reclamaciones. Es mucho más y empieza desde que se autorizan los productos, las entidades o las emisiones y sigue en cómo se regula, cómo se supervisa y cómo se sanciona. Confundir gestión de reclamaciones con protección del inversor sería como

confundir la gestión de denuncias en las comisarías con la seguridad ciudadana o las urgencias de los hospitales con la política de salud pública.

Las reclamaciones son el paso último, cuando ha fallado todo lo demás y no son ni mucho menos el elemento más relevante del conjunto. Pero aún así son importantes. En la medida en que la autoridad de defensa del cliente (que no “protección”, que como he dicho es mucho más amplio) puede que vea la luz en unos meses, tras su tramitación parlamentaria recientemente iniciada, comentaré dos aspectos importantes.

El primero es que la situación de las reclamaciones de los inversores españoles destaca por su absoluta falta de conflictividad. En media de los últimos cinco años (2019-2023), hemos admitido a trámite unas 780 reclamaciones al año. Compáren ese dato con las 16.000.000 de cuentas de valores que hay en España. Significa que en todo un año solo 1 de cada 21.000 clientes tiene un problema que requiere el envío de una reclamación a la CNMV. La gran mayoría se resuelve amistosamente una vez que se ha iniciado el examen de la reclamación por la CNMV. Y cuando fallamos en favor del cliente que reclama, en más del 80% de los casos las entidades actúan siguiendo nuestro criterio y resuelven el problema del cliente. El número de ciudadanos que, al final de dicho proceso, llevando razón a juicio de la CNMV, no obtuvieron satisfacción a su reclamación y se vieron abocados en 2023 a decidir si acuden al sistema judicial es 57 en toda España. Aproximadamente, uno por provincia y año.

No puedo opinar, obviamente, de banca o seguros, pero a la luz de estas cifras creo que el grado de mejora posible en la situación de la gestión de reclamaciones en el mercado de valores es muy reducido y ello, a mi juicio, viene determinado por un hecho: que la supervisión preventiva de la CNMV es muy intensa y muy detallada; porque somos un supervisor de conductas y nuestra prioridad ha sido siempre el inversor, el cliente.

El segundo aspecto es que es muy importante que el encaje de la nueva autoridad en el diseño institucional con tres supervisores sectoriales sea armonioso y funcional. Como he dicho, la conexión de regulación, supervisión, sanción y tramitación de reclamaciones es un continuo, formando todo parte de la protección al inversor. Es vital que haya mecanismos fluidos de interacción entre supervisores y defensor del cliente. Y que éste, al resolver las reclamaciones o unificar doctrina, lo haga con criterios plenamente consistentes con los criterios de supervisión que aplicamos día a día los supervisores. Y en eso creo que el proyecto de Ley puede mejorarse (por ejemplo, en la audiencia a los supervisores antes de unificar doctrina) y espero que se mejore en la tramitación parlamentaria.

## **Riesgos para la estabilidad financiera**

La CNMV dedica una atención creciente a los aspectos relacionados con la promoción de la estabilidad financiera. Además de la participación activa en la AMCESFI y el análisis del nivel de estrés de los mercados, llevamos a cabo test regulares de liquidez y de apalancamiento en los fondos de inversión, y hemos reforzado la supervisión de las principales infraestructuras de los mercados de valores. También estamos desarrollando las nuevas competencias en resolución de cámaras de contrapartida central.

Respecto a los productos de inversión, los inversores españoles invierten una parte importante de su ahorro en fondos de inversión. Unos 380.000 millones de euros para ser exactos. Y para la protección de sus intereses es esencial que esos vehículos estén bien regulados y supervisados. En general, la situación del sector de fondos españoles es robusta. En 2022 y 2023 han mostrado una resiliencia notable a los movimientos de mercado. Presentan un apalancamiento muy bajo (de alrededor del 10% en 2023 y 2022 en términos netos) y resisten adecuadamente los tests de stress a los que les somete la CNMV cada año. Su exposición a uno de los principales focos de riesgo en la UE, el sector inmobiliario, es también muy reducida. En general, no identificamos fuentes de riesgo relevantes en la llamada intermediación financiera no bancaria en España. Y teniendo en cuenta que la potenciación del mercado de capitales y el fomento de la inversión a largo plazo deberán descansar en el sector de inversión colectiva, es positivo que dicho sector tenga cimientos sólidos en nuestro país.

### **Llegada de la regulación a los criptoactivos**

Uno de los principales cambios que nos aguardan es la llegada de dos regulaciones novedosas y que pueden transformar el concepto de sector regulado en nuestro mercado: el reglamento DORA, que regula la resiliencia operativa y la resistencia al ciber riesgo y el reglamento MICA, que regula los criptoactivos y sus proveedores. Este es el proyecto más relevante, de lejos, para la CNMV en 2024 y supone un incremento notable de competencias y funciones.

Según datos de una encuesta encargada por la CNMV, en torno a un 7% de los españoles tienen o han tenido criptomonedas. Si tuviese que destacar un riesgo sobre los demás, sería que los inversores concluyan erróneamente que una vez que estén regulados y supervisados los proveedores de criptoactivos a partir de diciembre, las criptomonedas pasarán a tener el mismo nivel de regulación, supervisión y protección que los instrumentos financieros. Nada más lejos de la realidad. Las criptomonedas (al menos el tipo que hoy conocemos) seguirán siendo, incluso cuando estén reguladas, productos extremadamente arriesgados, poco recomendables para el inversor minorista y con un nivel de protección del inversor muy inferior al de los productos financieros. También las posibilidades de supervisión estarán notablemente mermadas y la CNMV, y el sistema en su conjunto, no podrá ofrecer una protección remotamente similar a la que ofrece en productos financieros. Creo que es muy importante que realicemos un esfuerzo

conjunto en la sociedad española para alertar al inversor de esa circunstancia y evitar que pasemos a la euforia pensando que ahora es seguro invertir en criptomonedas.

### **Paridad en Consejos**

Quisiera referirme brevemente a la participación de mujeres en los órganos de gobierno de las compañías, que es un tema de gran relevancia. Está en tramitación un proyecto de Ley de transposición de la directiva europea, la cual exige que las cotizadas cuenten con un 33% de consejeras. La transposición que planteó el Gobierno, que entiendo que se encuentra en tramitación en la Comisión de Igualdad, acertó en dos aspectos, a mi juicio:

- 1) Optó por una versión más exigente que la directiva, al pasar del 33% al 40% de consejeras. Y también más próxima a la ratio real de las cotizadas españolas.
- 2) Incluyó en su ámbito de aplicación a las grandes empresas no cotizadas. Soy un firme partidario de que, en materias como esta, no debe haber diferencias regulatorias entre cotizadas y no cotizadas a partir de un determinado tamaño de compañía. La diversidad de género es un elemento importante para la sociedad española, no para la bolsa española, y no veo por tanto por qué habría que exigirlo sólo en compañías que cotizan.

La CNMV ha llevado en solitario desde 2009 en España la bandera de incrementar la diversidad en los consejos de las cotizadas, por la vía de las recomendaciones. Y en estos 14 años hemos pasado de un 12% a un 40% de mujeres en los consejos del IBEX (algo menos, en torno al 36%, en el promedio del conjunto de compañías). Es decir, las compañías cotizadas, especialmente las grandes, están ya en media por encima de los objetivos que marca la directiva y están ya casi en los que marca el proyecto de ley. No quiero atribuir el mérito a la CNMV, puesto que el mérito es de la sociedad, de las empresas y en particular de las propias mujeres. Pero creo modestamente que las recomendaciones de la CNMV han sido importantes al llevarnos hasta donde estamos en el mercado bursátil.

Sin embargo, debemos ser conscientes de que la Ley incluye en su ámbito de aplicación, a las compañías cotizadas que no están en la bolsa o mercado regulado (me refiero a las que cotizan solo en mercados alternativos, como BME *Growth*). Y les exige los mismos ratios que a las que cotizan en bolsa. Y hay que tener en cuenta dos cosas: en primer lugar, estas empresas no han estado nunca sujetas a las recomendaciones de la CNMV y parten de un nivel de presencia femenina mucho más bajo y, en segundo lugar, a sus homólogas europeas (es decir, compañías que cotizan en los mercados alternativos franceses u holandeses) no les aplica la Directiva en absoluto. Debemos ser conscientes de esto para evitar que compañías que están pensando en salir a cotizar en España en mercados alternativos, vean una excusa por la aplicación de la ley y eventualmente consideren salir en el mercado francés, como han hecho varias Socimis recientemente (aunque por diferencias regulatorias distintas, no relacionados con este asunto). Para evitar eso, y para ser

realistas, deberíamos dar plazos de adaptación especialmente largos para esas compañías que están menos preparadas.

### **Personal y medios de CNMV**

Concluyo con un par de referencias a los datos económicos y de medios de la CNMV. Según el informe anual de 2022, la CNMV cerró con una plantilla de 450 trabajadores. En la oferta de empleo público de 2023 se nos autorizó un incremento de 76 plazas netas que nos situarán en el entorno de los 530 empleados. Esto ha sido un incremento histórico muy importante para completar los equipos de la institución y adaptarlos a las nuevas e importantes competencias que nos llegan en breve y he mencionado con anterioridad.

Sin embargo, es obligado que reproduzca en esta comparecencia el mismo lamento que vengo denunciando desde que en febrero de 2021 comparecí por primera vez en este parlamento (y que antes de mí hicieron todos mis predecesores, desde 2010). Como saben sus señorías, la CNMV está sometida a un férreo micro-control de Hacienda y Función Pública sobre el número y la remuneración de cada uno de los colectivos y niveles laborales que en ella trabajan. La mera renovación de vacantes está en teoría exenta de la sujeción a la oferta de empleo público según la ley del Mercado de Valores, pero se ha venido imponiendo en cada una de las leyes de presupuestos generales del Estado. Y ello atenaza la gestión de personal hasta extremos kafkianos. Les pongo un ejemplo: en febrero de 2023 solicitamos esas 76 plazas nuevas más la sustitución de vacantes que habíamos sufrido. Lógicamente, haremos una única convocatoria de técnicos para cubrir ambos contingentes. Pues bien, nos aprobaron las plazas en julio, luego hubo que solicitar especificación de los grupos salariales para esas plazas, cosa que nos autorizaron en diciembre. Y luego tenemos que pedir una tercera autorización para cada convocatoria pública (con los temarios, los tribunales y los requisitos formales definitivos). Luego lanzaremos las convocatorias, admitiremos los candidatos, realizaremos los exámenes, resolveremos las posibles impugnaciones, incorporaremos al personal y con suerte lo tendremos operativo en febrero de 2025. Dos años, señorías, para incorporar unos técnicos que pagan íntegramente las tasas del sector supervisado y que deberían ya cubrir competencias que nos llegan en 2024. Conozco muchos otros supervisores europeos e internacionales, de banca y de valores y les aseguro que no conozco a ninguno que no se asombre de la situación española en esta materia.

Tengan en cuenta que nos financiamos cien por cien con las tasas que paga el sector, que nunca hemos costado un céntimo al contribuyente y que los últimos años venimos generando un excedente de unos 16 millones de euros que se ingresa normalmente en el Tesoro público, cuando deberían destinarse a dotar reservas para mejorar la supervisión o, mejor aún, deberían reducirse las tasas que se cobran a las entidades supervisadas. En ese sentido, va a ser preciso reformar la ley de tasas de la CNMV, cuya última versión data de 2015, para dos cuestiones:



- 1) Adaptar algunos hechos imponibles a reformas legislativas que ha habido, como la de la regulación de criptoactivos o los cambios en la liquidación, que hacen que las tasas no cubran algunos servicios o incluso que no se puedan calcular
- 2) Reducir la carga tributaria sobre el sector regulado, reduciendo las tasas y el excedente de la CNMV, incrementando la competitividad del sector español.

Sería muy importante que el proyecto, que es fundamentalmente de ajustes técnicos a los hechos imponibles y las tarifas, pueda abordarse pronto. Y más si el defensor del cliente se crea en 2024, porque cobrará tasas específicas que se añadirán a las tasas que ya están financiando en CNMV el tratamiento de las reclamaciones y que supondrían un doble cargo, que casi siempre acaba trasladándose al cliente en forma de mayores gastos y comisiones, cosa que habría que evitar.

Concluyo ya, señorías, reiterando la magnitud de los retos que tenemos frente a nosotros, en términos de desarrollo del mercado, reformas regulatorias, potenciación de la supervisión o protección del inversor en España. Les reitero también, por supuesto, la disponibilidad absoluta de la CNMV para apoyar, asesorar y responder ante esta Comisión en cualquier materia en la que podamos ser de utilidad. Quedo a su disposición para las preguntas que quieran formular. Muchas gracias.