



OBSERVATORIO DE LAS FINANZAS

Foco: inversión y nuevas tendencias

RODRIGO BUENAVENTURA, PRESIDENTE DE LA CNMV

25 de marzo de 2021

Buenos días.

Quiero agradecer a El Español e Invertia la invitación a participar en este evento. Es un buen momento para debatir y escuchar a los actores del sector en una situación tan excepcional como la que vivimos.

La CNMV, como entidad supervisora de los mercados financieros, debe actuar siempre con los tres objetivos que nos asigna la Ley: protección del inversor, transparencia de información y ordenado funcionamiento del mercado. Pero en el contexto actual, debemos además facilitar que los mercados financieros se constituyan como una de las herramientas que impulsen una recuperación económica sostenible y digital.

Las líneas maestras de nuestra estrategia para el bienio 2021-2022 se asientan sobre esta idea. Recientemente, hemos presentado en público las líneas estratégicas 2021-2022 de la CNMV en lo que denominamos Plan de Actividades. Las líneas estratégicas que hemos definido son cuatro:

- En primer lugar, desarrollar una supervisión rigurosa basada en la protección de los inversores y en un mayor uso de los datos.
- En segundo lugar, el impulso de los mercados de capitales como fuente de financiación para la recuperación económica.
- En tercer lugar, facilitar el papel del Mercado de Valores en la transición hacia una economía más sostenible e inclusiva asegurando en todo momento la fiabilidad de la información al inversor.
- Y como cuarto objetivo, el fomento de los avances tecnológicos aplicados a los mercados de valores, previniendo sus riesgos

Las cuatro líneas anteriores recogen, bajo nuestra óptica, las tres grandes tendencias que impulsan los mercados de valores, sobre las cuales me gustaría detenerme a continuación, así como las actividades que la CNMV está desarrollando en cada una de ellas. Estas tres grandes tendencias vienen determinadas por:

1. El desarrollo tecnológico y los procesos de digitalización como factor de cambio
2. La imparable transformación que introduce la sostenibilidad
3. El camino hacia una Unión de Mercado de Capitales y el incremento de la participación del inversor minorista y su protección

1.- El desarrollo tecnológico y la digitalización

A lo largo de los últimos años hemos sido testigos de una aplicación intensiva de las nuevas tecnologías digitales en los servicios financieros que han dado lugar al establecimiento de nuevas líneas de negocio, nuevos productos y nuevos operadores. Desarrollos como el tratamiento y análisis masivo de datos, el empleo de sistemas de inteligencia artificial, el almacenamiento en la nube (*cloud*), la robotización, las nuevas herramientas de registro de transacciones (*blockchain*) y la *tokenización*, están provocando cambios relevantes en el sector financiero y también en los supervisores. Esta tendencia trae aparejada un cambio cultural que afecta a las empresas – que pueden mejorar sus servicios en aras de una mayor eficiencia – y a los inversores, a los que se requiere una mayor formación para la comprensión de los nuevos enfoques.

Si bien las nuevas tecnologías permiten un mayor abanico de opciones a los inversores, no por ello están exentas de riesgos que deben comprenderse y vigilarse. La clave es encontrar el equilibrio adecuado entre el fomento de la innovación, el desarrollo tecnológico y el mantenimiento de la integridad de los mercados de valores y servicios de inversión. La próxima normativa europea (MICA y DORA) cubrirá esos riesgos tanto en materia de los llamados criptoactivos como en ciberseguridad.

La CNMV no es ajena a esta tendencia y está implicada en el fomento de los avances tecnológicos, en el impulso de la innovación aplicada a los mercados de valores y en su propia transformación digital. De hecho, nuestro Plan de Actividades enfoca objetivos como son, entre otros:

- Puesta en marcha del *sandbox* junto con el Banco de España, DGS y Tesoro por el que, en un entorno de pruebas controlado, se admitirán y desarrollarán proyectos tecnológicos disruptivos
- Plan estratégico de sistemas de información a tres años que permita determinar las necesidades de la CNMV a medio plazo
- Revisión de la seguridad frente a ciber-riesgos de las infraestructuras del mercado y entidades supervisadas
- Una CNMV más digital, con un mayor uso de inteligencia artificial y algoritmos de supervisión para potenciar la función de la institución

Un ámbito que está generando atención supervisora y regulatoria es el de los criptoactivos. Como ustedes saben en febrero de este mismo año la CNMV y el Banco de España emitieron un comunicado conjunto advirtiendo del riesgo derivado de esta tipología de activos. Se trata de productos complejos, basados en desarrollos tecnológicos avanzados, con elevado riesgo, y que pueden no ser adecuados para pequeños ahorradores. Productos cuyo proceso de formación de precios no es transparente y conlleva un elevado componente especulativo que puede derivar incluso en la pérdida total de la inversión. Productos donde no existe todavía una regulación europea que proporcione garantías y protección similares a las aplicables a los productos financieros.

En los últimos meses hemos asistido a un incremento de campañas publicitarias masivas, tanto en soportes digitales como físicos, sobre criptoactivos que incorporan conceptos propios de los productos financieros como “inversión” o “rentabilidad”. El riesgo de esta publicidad masiva y sus efectos sobre los inversores ha dado lugar a

una iniciativa del Gobierno para controlar la publicidad de las criptomonedas, que es acertada y oportuna. Como resultado, a primeros de marzo se ha añadido una disposición (artículo 240 bis) a la LMV por la que la CNMV “podrá someter a autorización u otras modalidades de control administrativo (incluida la introducción de advertencias) la publicidad de cryptoactivos u otros activos e instrumentos presentados como objeto de inversión”.

También se ha modificado el apartado cuatro del artículo 292 para considerar como infracción grave la realización de publicidad con infracción de los requisitos que se establezcan. Esta reforma, urgente y necesaria, otorga a la CNMV la capacidad de desarrollarla mediante Circular y ya estamos trabajando al objeto de disponer de una normativa clara para esta actividad publicitaria lo antes posible. Por lo tanto, realizaremos una consulta pública amplia, consultaremos a nuestro Comité Consultivo y la someteremos al Consejo de Estado antes de su aprobación. **Sin duda es importante actuar con celeridad pero es más importante acertar con la regulación.** También es necesario recalcar que lo que se somete al control de la CNMV no son los instrumentos (las criptomonedas) ni los proveedores ni las operaciones, sino sólo su publicidad cuando se ofrecen como alternativa de inversión.

2.- Fomento de la sostenibilidad

La Comisión Europea ya detalló en su plan de acción para financiar el crecimiento sostenible que es necesario fomentar la reorientación de los flujos de capital que faciliten alcanzar ese crecimiento, gestionar los riesgos financieros derivados del cambio climático y fomentar la transparencia y la visión a largo plazo en las actividades financieras y económicas.

Muchos paradigmas que eran axiomas en los manuales de economía en los años ochenta ahora se han desvanecido. Por ejemplo, nos enseñaban que los tipos de interés eran siempre mayores a cero y hubo que re-imprimir los manuales de macro en la última década. También aprendíamos que la teoría de inversiones se basaba en un binomio: rentabilidad-riesgo. Ahora cada vez más inversores institucionales y minoristas incorporan el impacto como un tercer eje de su gestión. Lo que antes era el binomio rentabilidad-riesgo ahora es el trinomio rentabilidad-riesgo-impacto. Probablemente veamos manuales de economía financiera también yendo a re-impresión en los próximos años.

Este cambio de paradigma, hace que estemos asistiendo probablemente al inicio de la mayor re-asignación de carteras de inversión de la historia.

La CNMV no puede ser ajena a esa tendencia y debemos incorporarla en nuestra planificación. Nos corresponderá aplicar el marco que se desarrolle en la UE para las emisiones verdes y demás productos e instrumentos de inversión con etiqueta de sostenibilidad, al igual que para índices que tomen en consideración la huella de carbono. Todo lo anterior tenemos que hacerlo sin discriminar por supuesto a ningún sector o participante.

De igual forma y en aras de favorecer la transparencia y la difusión de la información no financiera por parte de emisores, debe contarse con un marco legal claro y homogéneo que facilite la comparabilidad de dicha información y que evite prácticas de fraude o *greenwashing*. Adicionalmente, los profesionales de los mercados financieros y las entidades ya están incorporando en sus requisitos organizativos los

factores ASG (ambientales, sociales y de gobierno corporativo). Todo ello favorecerá la canalización de flujos de capital hacia inversiones sostenibles.

En línea con esta tendencia, la CNMV llevará a cabo este año diversas actuaciones entre las que merece la pena señalar las siguientes:

- Se desarrollará un estudio sobre la emisión y comercialización de productos financieros de carácter sostenible .
- Potenciaremos las actividades de educación financiera sobre la sostenibilidad mejorando con ello la formación de los inversores sobre la comprensión de esta tipología de productos y sus riesgos.
- Se desarrollará un estudio sobre la integración del seguimiento del riesgo climático en la supervisión prudencial de conducta y macroprudencial
- Mejoraremos el Portal de Finanzas Sostenibles con el objetivo de favorecer la difusión de información y tener una mayor capacidad de interacción con el sector.

3.- El camino hacia una Unión de Mercado de Capitales

La Unión de Mercados de Capitales se configura como un elemento esencial para la mejora de las opciones de inversión y una financiación más diversificada de las empresas. La idea básica es aumentar el peso de los mercados de valores en la financiación de las empresas mediante acciones (por oposición a la financiación bancaria vía préstamos). Ello reportará tres beneficios: mayor resiliencia de las empresas europeas ante futuras crisis, mayores posibilidades de crecimiento para esas empresas (tenemos un problema de tamaño medio de las empresas europeas y españolas especialmente) y mayores oportunidades de inversión y desinversión para los ahorros de los inversores.

Dos factores recientes ilustran y matizan este argumento. Por un lado, los efectos de la pandemia que estamos viviendo y la importancia que tiene para el conjunto de los emisores contar con suficiente capital para hacer frente a momentos de incertidumbre global y para los inversores construir carteras diversificadas. El segundo, el propio Brexit, y lo relevante que supone una diversificación adecuada de centros financieros. Es importante comprender que la unión de los mercados de capitales será más robusta basada en varias plazas financieras nacionales en lugar de una única. Y todo ello es compatible con una supervisión policéntrica, con varias plazas financieras nacionales en lugar de una única, pero unida a mecanismos de coordinación más estrictos y una ESMA, supervisor europeo de los mercados, más fuerte

Es asimismo conveniente una reflexión de cómo podemos facilitar la incorporación al mercado de más empresas, fundamentalmente PYMEs, así como una mayor participación y protagonismo del inversor minorista. Esta reflexión, en aras de proporcionar herramientas y alternativas tanto a empresas como a inversores minoristas, no debe evitar en ningún caso que su combinación se realice con cuidado. Especialmente si al mismo tiempo se promueve una reducción de los requisitos de divulgación por parte de los emisores.

La combinación de más pymes cotizadas, más inversores minoristas y menores requisitos de acceso al mercado, puede configurarse como ingredientes de una receta peligrosa por varias razones. Por un lado, en el caso de los inversores minoristas, por

carecer en algunos casos de la formación y experiencia adecuada para evaluar las nuevas empresas entrantes. Por otro, la necesidad de contar con una mayor cobertura de análisis de esta tipología de empresas, más pequeñas. Y en tercer lugar, el hecho de que las PYMEs están sujetas, con mayor frecuencia, a una volatilidad superior, a un binomio rentabilidad-riesgo más elevado y por ello a tasas de impago más altas, lo que las convierte en inversiones con un componente de riesgo adicional.

Probablemente la única forma inteligente de promover al mismo tiempo el nuevo flujo de PYMEs y un mayor número de inversores minoristas, es impulsar que éstos accedan a este nuevo mercado a través de la inversión colectiva. Los esquemas de inversión colectiva administrados por gestores profesionales brindan tanto diversificación, que es clave cuando hablamos de PYMEs, como capacidad de análisis, lo que reduce los riesgos y aumenta rentabilidades. De hecho, este tipo de vehículos podría incluso incentivarse desde la regulación frente a la inversión directa en acciones de PYMEs individuales. Los vehículos de inversión colectiva también podrían contribuir a profesionalizar las PYMEs a través del activismo y su implicación como accionistas.

Es evidente que necesitamos atraer más empresas al mundo cotizado, de todos los lados del espectro: grandes y pequeñas, tradicionales e innovadoras. Para ello, es apropiado reducir los costes y el tiempo necesario para acceder al mercado, pero al hacerlo no deberíamos reducir la protección del inversor. La clave para unos mercados de capitales fuertes y estables es la confianza a largo plazo de los inversores, así como el desarrollo, mejora y perfeccionamiento de una educación financiera adecuada que permita, a todos los inversores, una mejor comprensión del riesgo en la toma de decisiones de inversión.

Lo que ha demostrado la situación de crisis sanitaria que vivimos desde hace un año y sus efectos sobre la economía, es que las empresas cotizadas y en general, los emisores de los mercados de valores, han encontrado un mayor abanico de recursos para salvar la situación formando parte del mercado. Algunas empresas españolas, por ejemplo, lideraron las mayores ofertas de acciones secundarias en 2020 y estar ya cotizadas ha supuesto una diferencia real para ellas en comparación con lo que habría sido el caso como empresa no cotizada. La profundidad mostrada por los mercados de capitales de la UE ha sido realmente notable en ese sentido.

Pero más allá de un mayor número de empresas en los mercados y sobre todo, un mayor protagonismo del inversor minorista, cabe preguntarse ¿cómo pueden interactuar ambos en un contexto dominado por crecientes fuentes de información accesibles para todos? E igualmente, ¿pueden factores externos, como las redes sociales por ejemplo, configurar un panorama diferente en lo referente a la estructura del mercado y las normas que lo regulan, recordando el caso de Gamestop de hace un par de meses?

Las redes sociales son un elemento cotidiano a través del cual los inversores se conectan y los supervisores no podemos ni debemos obviar este hecho. Contribuyen a una comunidad mejor informada, siempre que la información compartida a través de ellos no sea falsa ni privilegiada. Las redes sociales también son cada vez más utilizadas por emisores e incluso reguladores, por lo que no se les debe culpar por las prácticas abusivas que puedan ser acordadas a través de ellas. Además, sin órdenes y ejecuciones reales, ninguna conducta (a menos que se trate de información falsa o engañosa) supone manipulación del mercado. Es sólo con la negociación real cuando

aparece el posible comportamiento manipulador. En otras palabras: la regulación de abuso de mercado (MAR) no contempla la “infracción de pensamiento”.

El papel de los *influencers* y líderes de opinión a través de esos medios está ya sujeto a las reglas de abuso del mercado. El régimen de recomendaciones de inversión, por ejemplo, es aplicable a cualquier persona que “se presente como un experto”, aunque muchos de ellos quizás no lo sepan. Probablemente los supervisores tengamos que hacer un esfuerzo especial en incrementar el conocimiento de la normativa por los inversores minoristas, a través de iniciativas de educación financiera, de forma que los inversores minoristas se familiaricen con qué tipo de operaciones están permitidas y cuales están prohibidas. Y probablemente tengamos que hacerlo con métodos distintos de los tradicionales, pues no es a través de comunicados oficiales y discursos como podemos llegar a la nueva comunidad de inversores conectados que está surgiendo.

Concluyo con el deseo de que estas jornadas resulten interesantes y provechosas y que la evolución y las tendencias en el mundo de la inversión y en los mercados de valores, nos permitan, con el esfuerzo de todos, facilitar una recuperación sólida y rápida de nuestra economía.

Muchas gracias por su atención.