



## “Nuevos Retos que enfrentan los Mercados de Valores: Perspectiva del Regulador Español”

**JUAN MANUEL SANTOS SUÁREZ, CONSEJERO DE LA CNMV**

Buenos días a todos,

En primer lugar me gustaría felicitarles por el XX Aniversario de la promulgación del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, por el que se regula el mercado de valores del país y se crea la Comisión Nacional de Valores (hoy Superintendencia del Mercado de Valores).

En estos 20 años han impulsado unos mercados de valores fuertes y fundamentados en la transparencia y la integridad.

Además, durante este tiempo, especialmente durante la última década, Panamá ha asistido a un **fuerte ritmo de desarrollo económico**, situándose como la segunda economía en términos de crecimiento económico en América Latina y como una de las economías de mayor crecimiento a nivel global. Muestra de ellos es que en los últimos 5 años el país ha experimentado un crecimiento promedio del 5,6% anual<sup>1</sup>.

La **intermediación financiera** ha sido, precisamente, uno de los sectores que ha permitido ese crecimiento. Su avance ha

---

<sup>1</sup> Fuente Banco Mundial

conseguido posicionar a Panamá como un centro económico-financiero relevante para América Latina.

Así lo reconoce el Ministerio de Economía y Finanzas panameño en su Plan Estratégico 2014-2019, donde defiende la necesidad de impulsar el posicionamiento del país como auténtico **hub económico empresarial**<sup>2</sup>. Sacar a Panamá de la lista de paraísos fiscales y, en la misma línea, la reciente regulación del delito fiscal han sido determinantes.

Para llegar a este punto, Panamá ha tenido que hacer frente a cambios regulatorios importantes<sup>3</sup>, que han buscado reforzar la **transparencia de sus mercados financieros y cumplir con altos estándares internacionales**.

No cabe duda que en este proceso ha jugado un papel fundamental el supervisor, la Superintendencia del Mercado de Valores.

Por todo ello,

- Voy a dedicar la primera parte de mi intervención a destacar la **importancia de un supervisor eficiente para el impulso y el correcto funcionamiento del mercado de valores**.
- En segundo lugar, presentaré lo que en mi opinión son los **nuevos retos a los que nos enfrentamos los supervisores**. Los mercados evolucionan y los supervisores tenemos nuevos desafíos que nos obligan a adaptarnos.

---

<sup>2</sup> <https://www.mef.gob.pa/wp-content/uploads/2018/07/Plan-Estrategico-de-Gobierno-2015-2019-1.pdf>

<sup>3</sup> Última actualización: Ley N° 66 de 9 de diciembre de 2016

- Por último, les hablaré de la **realidad de los mercados europeos y de sus supervisores** de los que creo que se puede aprender para el futuro del mercado panameño.

En España precisamente el año pasado cumplimos nuestro 30 aniversario y hemos vivido un proceso muy similar al que ha tenido lugar en Panamá y seguimos en un proceso de cambio, que siendo honesto no puedo prever como acabará, dada nuestra pertenencia a la UE.

## **I- IMPORTANCIA DE UN SUPERVISOR EFICIENTE PARA EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES.**

El correcto funcionamiento del sistema financiero resulta fundamental ya que produce una asignación eficiente de los recursos, aspecto que es clave para que las empresas lleven a cabo sus proyectos, impulsando su desarrollo y la creación de empleo.

En este contexto el funcionamiento de los mercados de valores juega un papel especialmente relevante. Los mercados actúan, por un lado, como motor y, por otro, como indicador del estado de la economía de un país.

Un mercado de capitales desarrollado permite el acceso por parte de los agentes económicos a un número mayor de fuentes de financiación. Además, un mercado de capitales líquido y profundo incrementa la competitividad de los países y de sus empresas, ya que favorece la reducción de los costes financieros en los que éstos incurren.

Por último, un mercado de capitales desarrollado y confiable permite incentivar el ahorro. La confianza permite que los

ahorradores acudan al mercado y, por otro lado, un mercado eficiente ofrece productos atractivos al ahorrador. Se produce un círculo virtuoso.

a) **La supervisión efectiva es una palanca que impulsa a los mercados. Garantiza la transparencia, lo que da confianza a todos los que participan en el mismo.**

Un **mercado transparente** es aquel en el que son identificables todos los elementos que lo componen, en el que todos los participantes conocen los aspectos relevantes que utilizarán a la hora de tomar sus decisiones de inversión como son la información de las sociedades emisoras y de los valores emitidos por las mismas, y en el que todos los inversores tienen acceso a la misma información y al mismo tiempo.

Los supervisores de valores somos precisamente los encargados de velar por la transparencia en los mercados de valores. Para ello, es importante que llevemos a cabo una **supervisión efectiva**.

La supervisión eficaz, centrada en la prevención y disuasión de conductas o prácticas perniciosas que puedan dañar los intereses de nuestros inversores es uno de los principios que debe guiar la actividad de nuestras instituciones.

b) **Impulso de la competitividad de los mercados nacionales**

En segundo lugar, los supervisores de valores tenemos también un papel muy destacado a la hora de **fomentar la competitividad y el fortalecimiento de nuestros mercados**.

Este aspecto es especialmente relevante en un contexto en el que la competencia en las plazas financieras es máxima y en un entorno que está experimentando grandes cambios como consecuencia de

la nueva normativa y de eventos de gran magnitud que afectan globalmente a todos los mercados.

Para promover nuestros mercados debemos instaurar una serie de medidas tendentes a fomentar el atractivo de los mismos, de cara a que el mayor número de empresas posible acudan a financiarse a nuestros mercados de capitales, para lo cual es importante que facilitemos que las empresas puedan realizar emisiones.

La **modernización de los supervisores** y una **cultura flexible, ágil**, con requisitos y trámites simplificados para llevar a cabo determinadas operaciones, **abierta al diálogo y a la innovación**, contribuirá a dicho proceso.

Un ejemplo de esta flexibilidad puede ser la posibilidad de atender sus necesidades directamente en inglés o conceder la posibilidad de que las emisiones estén sujetas a otras jurisdicciones.

En España hemos tomado medidas en este sentido (Programa *Welcome To Spain* o medidas para el fomento del registro emisiones en España) con bastante éxito y gran acogida por parte de los emisores e inversores.

Con carácter general, las actuaciones del supervisor deben ser predecibles y comprensibles por parte de los participantes del mercado.

También es importante que el **marco jurídico** esté **en línea con los países de nuestro entorno** y con aquellos que nos resultan especialmente relevantes. Para ello, deben evitarse en la medida de lo posible, restricciones o peculiaridades locales que generen desventajas competitivas o confusión entre los participantes.

Por último, un mercado competitivo y atractivo debe ser capaz de **adaptarse a las nuevas tendencias** y hacerlo con rapidez. Esta adaptación pasa en primer lugar por el reconocimiento y el análisis de los retos a los que nos enfrentamos.

## II-NUEVOS RETOS DE LOS SUPERVISORES DE VALORES.

### a) Exceso de regulación.

La crisis financiera mundial puso de manifiesto debilidades muy importantes en la supervisión y en la regulación.

En España, con especial virulencia, se comprobó el fallo de algunas de las premisas sobre las que se había fundamentado la regulación del sistema financiero hasta ese momento.

La existencia de falta de claridad sobre la **verdadera situación de los emisores de valores** puso en duda la veracidad de la información financiera proporcionada por los mismos. Además, se vislumbró también la falta de transparencia en relación con los productos financieros comercializados.

A partir del año 2005, la **comercialización de productos financieros complejos** creció de forma considerable en nuestro país. Las entidades ofrecieron a su clientela instrumentos financieros cada vez más difíciles de entender (Bonos Convertibles obligatoriamente en acciones, bonos estructurados, deuda subordinada...) lo que produjo que un número elevado de clientes inexpertos y sin capacidad, ni medios para detectarlos, adquirieran instrumentos no adecuados para inversores minoristas.

Es el caso de las importantes colocaciones de participaciones preferentes por parte de las Cajas de Ahorro y en menor medida por los bancos, que afectó a decenas de miles de ahorradores, con un ahorro que parecía perdido. Posteriormente, la justicia dio la razón a los inversores menos expertos, que han visto como les devolvían sus ahorros. En el mismo sentido, se pueden mencionar las salidas a bolsa de las antiguas cajas de ahorro convertidas en bancos, como el caso de Bankia, el cuarto banco del país. Todo ello provocó una pérdida de confianza en los bancos, los mercados de valores y sus instituciones.

Todo esto indicaba que la **normativa existente en el sector no era capaz de responder a la crisis y al dinamismo de la evolución de los mercados financieros.**

En este contexto y para hacer frente a esta situación, se ha llevado a cabo **una intensa actividad de fortalecimiento de la regulación en materia financiera** que ha dado como resultado diversas iniciativas tanto a nivel nacional como a nivel internacional. En el caso de España y centrándonos en el mercado de valores casi toda la regulación viene de Europa.

Sin embargo, echando la vista atrás aunque reconocemos que el marco normativo que estaba vigente durante la crisis resultaba inadecuada, creemos que la extensa actividad normativa desarrollada con posterioridad a la crisis puede estar dando lugar a determinadas **rigideces** que están entorpeciendo la **actividad del sector y a consecuencias no deseadas, como una importante concentración de mercados y de intermediarios.**

Como seguramente ya habrán podido identificar, este es precisamente uno de los principales retos a los que nos enfrentamos actualmente, **encontrar un balance equilibrado entre**

una regulación adecuada y que a la vez resulte suficiente y no excesiva.

Como una reflexión de esta crisis apunto dos cuestiones:

- Los problemas del self placement, cuando una entidad financiera coloca sus propias emisiones entre su amplia base de clientes. Fue el caso español.
- En el extremo contrario, la tendencia a sobreproteger al inversor minorista, lo que puede llegar a su expulsión de los mercados, con la posible satisfacción de algunos supervisores, al alejarse la fuente de sus principales problemas y esto no puede ser.

## b) Nueva tecnologías

El segundo reto al que voy a referirme es, como ya les he adelantado, el de la adaptación a la **revolución tecnológica**.

Las nuevas tecnologías están cambiando la forma que tenemos de entender los negocios.

Se están produciendo cambios en los modelos productivos, en la forma en que los clientes demandan productos y servicios y en como éstos se relacionan con las empresas.

Además, como consecuencia de ello se han puesto de manifiesto nuevos riesgos relacionados con la **ciberseguridad**.

El ámbito del mercado de valores, ha estado marcado a este respecto por un nivel de desarrollo tecnológico sin precedentes hasta la fecha. Caracterizado por el surgimiento y crecimiento relativamente elevado de **nuevos canales de distribución** de



instrumentos financieros y **nuevas formas de financiación** con la aparición de las Plataformas de Financiación Participativas y las *Initial Coin Offerings* o criptoactivos.

La aparición de estos nuevos instrumentos de captación de ahorro basados en la aplicación de nuevas tecnologías supone, por un lado, empezar a dejar atrás el concepto tradicional de instrumento financiero incluido en nuestra Ley del Mercado de Valores<sup>4</sup> representados por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos y por otro, podemos pensar en una próxima revolución en las infraestructuras del mercado, con la desaparición de los registros únicos centralizados y de la coincidencia temporal de la contratación y la liquidación.

Los organismos supervisores tenemos la obligación de adaptarnos al proceso de innovación y al creciente uso de las nuevas tecnologías en los mercados **con actitud positiva pero sin descuidar la supervisión de los riesgos y sin ser un freno a la innovación.**

Las principales instituciones internacionales están abordando directamente los problemas que surgen de los criptoactivos y de las novedades tecnológicas relacionadas con los mercados de capitales centrándose en aspectos como la protección de los inversores, la integridad del mercado, el blanqueo de dinero, las exposiciones bancarias y la estabilidad financiera.

Relacionado con todas estas innovaciones tecnológicas, muchos supervisores en Europa están abriendo unidades llamadas de **sandbox**. Consisten en que funcionarios del supervisor acompañan a estas nuevas empresas tecnológicas en sus primeros pasos en los mercados indicando lo que pueden hacer y lo que no y cómo

---

<sup>4</sup> Artículo 2 y 6 de la Ley del Mercado de Valores (<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-11435>)

hacerlo. Pero es una fase pruebas en el mundo real, con productos y clientes. Es desde luego un gran apoyo para estas nuevas empresas, pero también para el supervisor, con un interesantísimo efecto aprendizaje. En Europa la experiencia más interesante y completa la tenemos en el Reino Unido, donde llevan más de tres años con su **sandbox**. Se abren periodos de seis meses en los que se incorporan nuevas empresas. Ya se podrán imaginar que el RU concentra el mayor número de empresas de nueva tecnología en materia financiera de Europa.

### III- DIFERENTES MODELOS DE MERCADO

Antes de terminar mi intervención me gustaría hacerles una breve descripción de los diferentes modelos de mercados y supervisores que tenemos en Europa. Creo que también les puede servir de ayuda y de los que se puede aprender para optar por un modelo determinado.

En Europa, todos los mercados están abiertos a todo tipo de inversores y de intermediarios. Un concepto básico de la Unión Europea, es el pasaporte: todas las personas físicas o jurídicas podemos circular libremente por la unión, ofreciendo nuestro trabajo, productos y servicios. Ahora bien, dentro de este principio general, nos encontramos con mercados locales (abierto eso sí a inversores de fuera) y mercados internacionales que exportan intermediarios, infraestructuras, productos y servicios. Dentro de estos últimos destaco los casos británico, irlandés y luxemburgués.

- **En primer lugar**, les comentaré sobre la FCA británica (*Financial Conduct Authority*) que es el supervisor de los mercados británicos.

Como saben la “City” es uno de los centros financieros más poderosos del mundo que emplea a más de 500.000 personas, alberga alrededor de 60.000 entidades financieras y representa casi el 3% del total de la economía británica.

La FCA es una agencia cuasi-gubernamental de Reino Unido la cual fue creada como uno de los sucesores de la *Financial Services Authority*. Este organismo se encarga de regular las firmas que proveen servicios de carácter financiero a consumidores de todo tipo (incluyendo inversores y traders individuales) así como de mantener la integridad de los mercados financieros en el Reino Unido.

Es por tanto una autoridad con grandes poderes y gran capacidad que se encarga de la supervisión y regulación de uno de los mayores centros financieros del mundo.

La importancia de la City le viene de antiguo. En épocas más recientes recordamos el desarrollo del euromercado en los años 60 del siglo pasado y un hito fundamental fue el **Big Bang** de 1986, donde el RU se deshizo de todas sus estructuras tradicionales y fue capaz de atraer a los grandes jugadores internacionales, principalmente de EEUU y en menor medida Japón y Suiza. Tenían la ventaja de una importante cultura pro mercados

- **En segundo lugar** destaco el mercado irlandés y su supervisor el *Central Bank of Ireland*.

La bolsa irlandesa se ha convertido en el destino favorito de las grandes corporaciones de todo el mundo. En la

actualidad cuenta con más de 4.000 emisores procedentes de más de 90 países y dispone de más de 37.000 valores listados.

Sin duda, a lo largo de los años Irlanda se ha convertido en el lugar preferido en Europa por las grandes corporaciones para la emisión de bonos corporativos y pagarés.

Respecto al negocio de fondos, la bolsa irlandesa tiene registrados más 5.400 fondos y registrados más de 1.300 inversores profesionales.

Irlanda es un modelo de mercado y de supervisor que está aprovechando las ventajas que le proporciona el idioma y su especialización en ciertos segmentos, como las emisiones de renta fija o los fondos. Presenta las ventajas de la previsibilidad ya que si un intermediario lleva una nueva emisión sabe perfectamente cuando va a estar verificada, registrada y admitida a cotización. Si la nueva emisión es compleja el intermediario lo va a plantear al banco central de Irlanda, quien le va a guiar en un plazo muy breve. Es decir, previsibilidad y accesibilidad, lo que unido al idioma y a unos impuestos bajos son las razones de su éxito.

Además y tras el Brexit, numerosas empresas de servicios de inversión se están relocalizando y optando por Dublín para situar su sede.

Recientemente la bolsa irlandesa ha sido adquirida por el Grupo Euronext, que incluye las bolsas de Bélgica,

Francia, Irlanda, Países Bajos, Portugal y parte de Reino Unido.

- **En tercer lugar**, destacaría el papel de Luxemburgo y su regulador la CSSF.

En la bolsa de Luxemburgo hay más de 36.000 valores emitidos por entidades de más de 100 países.

Alguna cifra adicional muy significativa es que permite la emisión en más de 50 monedas diferentes y tiene más de 7 trillones de euros en activos en custodia.

Luxemburgo se ha convertido en un líder internacional en emisiones de deuda, un centro clave para la titulización y los vehículos de financiación estructurada. Una de las principales razones es la existencia de una ley de titulización que garantiza la innovación y la seguridad jurídica en sus productos. Dispone de más de 1.200 vehículos de titulización.

En Europa es el principal mercado donde se domicilian los fondos de inversión.

A pesar de que es un país que pertenece a la zona euro, los trámites burocráticos necesarios son menores, por lo que el registro de fondos es sencillo y ágil, con el consecuente ahorro de costes.

- **Por último**, no puedo dejar de mencionar la CNMV a la que represento y en la que llevo trabajando como Consejero, y en ocasiones como Presidente y Vicepresidente en los últimos 5 años.

Nuestro mercado es el quinto de Europa por liquidez y en los últimos años hemos hecho un esfuerzo muy relevante por ser un supervisor ágil, flexible y que concede seguridad jurídica.

Hemos hecho grandes esfuerzos en los últimos años para conseguir este objetivo y creo que lo estamos logrando.

Ya finalizo.

A lo largo de mi intervención he destacado la importancia de la labor de los supervisores de valores en un contexto como el actual.

Como he señalado, este contexto está marcado por un gran dinamismo en el que destacan el surgimiento de nuevos retos relacionados, entre otros, con la regulación en materia financiera y las nuevas tecnologías.

Pues bien, en este contexto cobra especial importancia la cooperación entre autoridades. No hay nada mejor que aprender de los errores ajenos por lo que es fundamental fomentar la cooperación entre autoridades. Por ello me gustaría finalizar destacando la labor del IIMV en el año también cumple su vigésimo aniversario.

Enhorabuena a Santiago. Amparo y a todo vuestro equipo que hacen posible que cumplan sus objetivos con éxito.

Su labor nos ayuda a abordar, de forma global, homogénea y armonizada, los principales retos que presentan la regulación y supervisión de los mercados y sus participantes.

Esta tarea nos corresponde a todos nosotros, los supervisores de valores y de sus mercados.

Muchas gracias.