



13 de octubre de 2022

EP2.2-22

Encuentros en
el Espacio Público.
Instituciones del Estado
Democrático de Derecho

**El regulador independiente
de los mercados**

Sebastián Albella

Encuentros en el Espacio Público. Instituciones del Estado Democrático de Derecho Segundo encuentro.

El regulador independiente de los mercados 13 de octubre de 2022

Director de los encuentros “Instituciones del Estado Democrático de Derecho”

Betancor, Andrés Catedrático de Derecho Administrativo

Ponente

Albella Amigo, Sebastián Ex presidente de la CNMV

Diálogo. Participantes invitados

Albella Amigo, Sebastián	Ex presidente de la CNMV
Álvarez-Sala, Juan	Notario
Álvarez Vélez, Maribel	Facultad de Derecho-ICADE
Aragón, Manuel	Ex magistrado del Tribunal Constitucional
Arruñada, Benito	Universidad Pompeu Fabra, BSE y FEDEA
Astarloa, Ignacio	Huarte-Mendicoa Letrado de Cortes
Carlón, Matilde	Catedrática de Derecho Administrativo
Conthe, Manuel	TCEE; ex presidente de la CNMV
Cuenca Miranda, Alfonso	Letrado de Cortes
De Carreras, Francesc	Catedrático de Derecho constitucional
de la Fuente, María José	Consejera Tribunal de Cuentas
de Montalvo, Federico	Facultad de Derecho-ICADE
Delgado, Irene	Catedrática de Ciencia Política
del Saz, Silvia	Catedrática de Derecho administrativo
Desdentado, Eva	Catedrática de Derecho administrativo
Fernández Farreres, Germán	Catedrático de Derecho administrativo

García de Enterría, Javier	Catedrático de Derecho mercantil
García-Manzano Jiménez de Andrade, Pablo	Letrado del Consejo de Estado
García, Eloy	Catedrático de Derecho constitucional
Irurzun, Fernando	Abogado del Estado
Jiménez Blanco, Antonio	Catedrático de Derecho administrativo
Lavilla, Juan José	Letrado de Cortes
López Martín, Ana Gemma	Catedrática de Derecho internacional público
Madrigal, Consuelo	Fiscal, Exfiscal General del Estado
Mestre, Juan	Catedrático de Derecho administrativo
Montes Gan, Vicente J.	Director de la Fundación Rafael del Pino
Mora-Sanguinetti, Juan	Economista senior e investigador del Banco de España
Pérez de los Cobos, Francisco	Ex presidente del Tribunal Constitucional
Petitbò, Amadeo	Ex presidente Tribunal de Defensa de la Competencia
Roca, Encarna	Ex vicepresidenta del Tribunal Constitucional
Rodríguez Zapata, Jorge	Ex magistrado del Tribunal Supremo y Constitucional
Rojo, Ángel	Catedrático de Derecho mercantil
Soldevilla, Santiago	Magistrado de lo Contencioso-Administrativo
Solozábal, Juan José	Catedrático de Derecho constitucional
Tuero, Manuel	Administración Civil del Estado
Vidal, Carlos	Catedrático de Derecho constitucional

Segunda ponencia. El regulador independiente de los mercados

Sebastián Albella

En La expresión “Regulador independiente de los mercados” se refiere a la CNMV y ha sido escogida como título de la ponencia de hoy por nuestro coordinador, Andrés Betancor, que por cierto escribió hace ya más de veinte años un libro pionero sobre “las administraciones independientes”, un fenómeno que ha venido suscitando bastante interés tanto a administrativistas como a constitucionalistas.

Ni a Manuel Conthe (me consta) ni a mí nos gusta especialmente la expresión. Preferimos hablar de supervisión. Hacer referencia a **la CNMV como regulador tiende a destacar un aspecto relativamente secundario de la función o papel que corresponde al organismo, su capacidad normativa, propiamente dicha o en términos de “soft law”. Frente a ello, la CNMV es sobre todo y en esencia un supervisor, una entidad que supervisa la prestación de servicios de inversión y en general el mercado de valores, velando por que las normas se apliquen adecuadamente.**

Hay que reconocer, no obstante, que la voz “regulador” tiene el mérito de evocar que el organismo, precisamente mediante sus actuaciones de supervisión, **modula el tráfico en los mercados financieros**, incidiendo en cómo son y se ofrecen a los inversores los productos de inversión, en la información que circula sobre ellos y sobre los emisores y en el modo en el que éstos, los emisores, desarrollan su actividad en el mercado de capitales y son objeto de operaciones corporativas.

Forma parte del **acervo cultural de los países civilizados**, yo diría incluso que del mundo, que las funciones que corresponden a entidades como la CNMV se ejerzan de modo autónomo, con un suficiente nivel de independencia, y por entidades especializadas y bien dotadas. Para ilustrar esto basta con traer a colación los principios A-2 y A-3 de la solemne lista de principios IOSCO, la *International Organization of Securities Commissions*, organización internacional de comisiones de valores, de la que forman parte 130 países y cuya sede -algo poco conocido- está en Madrid:

- *the Regulator should be operationally independent and accountable in the exercise of its functions and powers;*
- *the Regulator should have adequate powers, proper resources and the capacity to perform its functions and exercise its powers.*

En las breves líneas que siguen me limito a compartir algunas reflexiones sobre la CNMV y su papel en el sistema.

La CNMV se creó en octubre de 1988, hace más de treinta años. Es, pues, una institución añeja para los estándares de nuestro país y bastante consolidada. Y sólo por ello especialmente valiosa. Su nacimiento tuvo que ver con la liberalización del sistema financiero y de los mercados de valores de aquellos años, de la que fue pieza importante la Ley del mercado de valores y que exigía un sistema de supervisión vigoroso y eficiente y dotado de un nivel adecuado de independencia.

UN SISTEMA DE SUPERVISIÓN EFICIENTE

Creo —yo estaba allí, como Manuel Conthe— que lo primero, **crear un sistema de supervisión potente y eficaz**, fue en aquellos momentos el objetivo principal.

Antes de la liberalización apenas había supervisión. La distribución entre particulares de productos financieros estaba bastante menos desarrollada que ahora; la industria de la inversión colectiva, por ejemplo, se encontraba en una fase mucho más inicial; las operaciones bursátiles eran obligatoriamente intermediadas por ciertos profesionales oficiales (los agentes de cambio y bolsa), y la preocupación por la transparencia y por el abuso de la información privilegiada era todavía muy incipiente. Pero el mercado y las mentalidades estaban cambiando de modo acelerado y era necesario un **sistema de supervisión consistente**. Y, precisamente para que fuera serio y eficaz, al diseñarlo se quiso huir, más que del derecho administrativo, de las inflexibilidades y lentitudes de la administración, y sobre todo de sus dificultades para atraer y retener talento que se derivan a veces de las rigideces presupuestarias y del limitado juego de los incentivos en la función pública ordinaria, un talento que es especialmente necesario en el caso de

los supervisores financieros, que ejercen su función con respecto a un **ámbito singularmente sofisticado y con gran capacidad de atracción de profesionales de buen nivel**. La CNMV fue dotada de ingresos propios (tasas a percibir de los participantes en el mercado) y de un presupuesto autónomo manejable de modo flexible sin perjuicio de la necesidad de autorizaciones específicas del Ministro de Economía o del Gobierno para gastar más de lo previsto, y se sujetó a su personal al régimen laboral.

Desgraciadamente, **esta mayor flexibilidad decayó progresivamente con el tiempo hasta el punto de que el control de los gastos de personal por parte del Ministerio es actualmente férreo**, similar en intensidad y en el modo en que es ejercido al que corresponde a organismos como la Biblioteca Nacional, por citar una entidad especialmente venerable con exigencias de actividad diametralmente distintas. Y el hecho de que el personal esté sujeto a régimen laboral, comparando con el régimen convencional de los funcionarios, en la práctica se traduce en muy poco, sólo en cosas no buscadas, como la ausencia de edad máxima de jubilación.

SUPERVISIÓN INDEPENDIENTE

También se quiso, como decía, que la entidad que iba a supervisar y poner orden en los mercados de valores gozara de independencia o, por ser más precisos, de un nivel de independencia apropiado.

A veces se habla de la independencia de este tipo de instituciones como de algo que forma parte de su esencia, que sería inmanente a su naturaleza, pero en realidad **su justificación es meramente utilitaria o funcional**, por lo que no creo que haya que exagerar.

Se trata de **propiciar que la función de supervisión se ejerza de forma estable, con mirada de largo plazo, siempre de modo limpio y neutral, y sin verse perturbada por los vaivenes y enredos de la política**. Julio Segura, también ex presidente de la CNMV, en el capítulo introductorio de un libro que coordinó hace pocos años sobre las agencias independientes (“Reguladores y supervisores económicos independientes: el caso español”, Fundación Ramón Areces, 2018) cita a propósito de esto una frase del célebre juez Hughes, que presidió el tribunal supremo de los Estados Unidos en los años treinta, momento en el que se creó la SEC (la Securities and Exchange Commission, padre y modelo

de este tipo de organismos supervisores): “traducir un principio en decisiones debidamente adaptadas a casos concretos requiere de un organismo técnico y con experiencia que actúe continuamente y que sea tan ajeno como sea posible a los engaños e intrigas de la política”. Las inversiones de los ciudadanos y la estabilidad financiera son algo demasiado serio y delicado...

La independencia —por supuesto también de intereses privados— es particularmente necesaria en un ámbito en el que, aunque obviamente cabe impugnar las decisiones del organismo ante los tribunales, por razones prácticas se litiga muy poco contra ellas. Los tiempos de los tribunales no encajan con la velocidad y requerimientos prácticos de los mercados financieros. En el campo sobre el que proyecta sus actuaciones la CNMV el Derecho vale, sobre todo, para discutir con los funcionarios y tratar de convencerles; no tanto para corregir decisiones que puedan ser incorrectas.

Esa visión utilitaria o funcional de la independencia de organismos como la CNMV debería bastar para desacreditar cualquier crítica radical al actual sistema de nombramiento de sus órganos de gobierno, en el que la iniciativa o papel principal corresponde al Gobierno. El Gobierno dirige la política interior y exterior y la administración, como dice la Constitución, y es coherente con ello reconocerle un papel relevante también en este ámbito. A mi juicio, siempre que se mantengan otros aspectos y exigencias (mandato de duración fija, inamovilidad, comparecencia previa ante el parlamento), **es normal y razonable que el Gobierno pueda nombrar a los miembros del Consejo de la CNMV**; eso sí, **debe hacerlo de un modo leal**, cumpliendo realmente el requisito de que el nombramiento recaiga en “*personas de reconocida competencia en los mercados de valores*” y que, también en casos conflictivos, cuando no resulte fácil, vayan a actuar con independencia, dando prioridad a la aplicación leal y prudente de las normas.

El problema se plantea en la práctica. Es obvio que no pocos nombramientos de miembros del consejo de la CNMV, a lo largo de la historia del organismo, han respondido principalmente a un **afán por controlar la institución o han recaído en personas no suficientemente expertas** en cómo funcionan los mercados financieros y las compañías y, sólo por ello, más proclives a atender solicitudes

o indicaciones externas. La tentación es demasiado grande. Se trata de un ámbito que puede ser muy sensible. Basta recordar episodios como la opa sobre Endesa o la más reciente sobre Abertis; o la venta masiva de participaciones preferentes en los albores de la crisis financiera; o recordar los nervios que a veces genera la operativa en corto, real o imaginaria; o casos de insider trading que han afectado a personajes importantes, o la situación que ha afectado recientemente a Indra...

Aquí una observación. Que los nombramientos sean correctos depende de la calidad, en última instancia en términos éticos, del Ministro de Economía o Gobierno de turno, pero puede verse favorecido en la práctica por las circunstancias. Así, **parece más factible -desgraciadamente sólo más factible- que se hagan con lealtad institucional en situaciones de gobierno en minoría o de coalición, en las que el nombre de los candidatos haya de ser negociado entre varios partidos.**

Por cierto, que la explicación funcional de la independencia tiene como trasunto que el regulador independiente de los mercados no debe "meterse en política". Por ello, es perfectamente razonable que **sus facultades normativas sean limitadas, circunscritas a aspectos muy técnicos o de interpretación, y debe ser cuidadoso y muy respetuoso con la iniciativa del Gobierno a la hora de regular.** Un ejemplo, algo límite por lo instaladas que están en nuestras conciencias las preocupaciones por el medio ambiente y en general relacionadas con el movimiento ESG (*Environmental, Social and corporate Governance*): no es cosa de la CNMV promover la lucha contra el cambio climático o las iniciativas de responsabilidad social en entidades financieras y empresas. Es cosa, en su caso, del Gobierno. El regulador de los mercados debe limitarse a supervisar que se cumplen las normas aprobadas por el Parlamento o el Gobierno, o por la Unión Europea en dicho ámbito (entre otros aspectos, sobre la información no financiera que deben publicar las empresas o los intermediarios financieros facilitar a sus clientes).

LA CNMV Y EL ESTADO AUTONÓMICO

Acabo llamando la atención sobre dos cuestiones interesantes, aunque poco relacionadas con lo dicho hasta aquí: la posición singular de la CNMV en un Estado fuertemente descentralizado como España y las implicaciones para la institución del creciente nivel de cooperación en Europa en materia de supervisión financiera.

Sin ninguna duda, **la atribución a una autoridad independiente de las competencias de supervisión de los mercados de valores ha facilitado y apuntalado que estas se mantengan en el nivel estatal** sin apenas discusión ni tensiones. Algo por lo que debemos felicitarnos, no por nostalgia de un Estado central más fuerte o porque pueda ser deseable que haya aspectos distintos de la defensa en que el Estado actúe en toda España, sino porque hace más factible una **supervisión eficiente y de calidad.**

En 1997 el Tribunal Constitucional resolvió los recursos de inconstitucionalidad interpuestos en su momento por el Gobierno Vasco y el Parlamento y el Consejo Ejecutivo de la Generalidad de Cataluña contra la Ley del mercado de valores de 1988 respaldando en general el contenido de ésta, incluidas las competencias supervisoras de alcance nacional de la CNMV. La sentencia basó su argumentación, en particular, en la competencia estatal sobre las bases de la ordenación del crédito y la planificación económica, y claramente tuvo muy en cuenta que **nada hay más integrado que los mercados de capitales, cuyas instituciones tienden de modo natural a consolidarse, y que la supervisión en este ámbito exige especialización, equipos expertos y entrenados que sólo pueden generarse en ámbitos con masa crítica suficiente.**

Desde entonces, la cuestión ha de considerarse pacificada. Ni siquiera generó especial tensión en este ámbito el nuevo Estatuto de autonomía Cataluña de 2006, que sólo se refirió al ámbito de actuación de la CNMV al tratar de las competencias de la Generalidad en materia de centros de contratación de valores situados en Cataluña, aspecto poco relevante en términos prácticos, y que, a diferencia del caso de las entidades de crédito o aseguradoras, no mencionó expresamente los servicios de inversión ni ningún área normativa ni entidad especializada del sector (empresas de servicios de inversión, gestoras de fondos, depositarios de valores, plataformas de

financiación participativa...).

LA CNMV Y EL PROCESO DE INTEGRACIÓN EUROPEA

La CNMV, finalmente, como otras autoridades independientes españolas, está viéndose muy afectada por el proceso de integración europea. Cuando era presidente de la entidad me gustaba subrayar que éramos, la CNMV, cada vez más y al mismo nivel, de un lado, **un supervisor nacional y, de otro, un elemento o parte de la autoridad europea de supervisión de los mercados de valores** (ESMA, la *European Securities and Markets Authority*), una de las autoridades europeas de supervisión financiera creadas en 2010, tras la crisis financiera, a raíz del famoso *informe Larosière*.

ESMA tiene atribuidas muy relevantes competencias: de supervisión directa en ciertas áreas —por ejemplo, en relación con las agencias de rating—; de coordinación y promoción de la llamada convergencia supervisora entre las autoridades nacionales; competencias en el ámbito normativo, etc. Y, al igual que las autoridades europeas en materia de banca y seguros -EBA y EIOPA- está diseñada como una **autoridad independiente**, cuestión en la que se insiste en los correspondientes reglamentos europeos que las regulan.

Centrándonos en el reglamento de ESMA, de 2010 aunque modificado de modo relevante en 2020, llamo la atención sobre dos previsiones que contiene en relación con las autoridades nacionales, cuyos presidentes o equivalentes, entre ellos el de la CNMV, integran el órgano máximo de la organización (el *“Board of supervisors”*), formando parte también algunos de ellos del consejo o comité de dirección (*“Management board”*): la que establece que los miembros de estos órganos actuarán en ellos **independiente y objetivamente en interés de la Unión globalmente considerada y no atenderán instrucciones de ninguna institución o instancia europea, de ningún Gobierno ni de ninguna otra entidad privada o pública**, y la que encomienda a ESMA, entre otras muchas tareas, la de **promover y monitorizar la independencia de los supervisores nacionales**.



Encuentros en el Espacio Público
Rafael Calvo, 39
28010 Madrid
Spain

T (+34) 91 396 86 00
info@frdelpino.es
www.frdelpino.es

