



Inauguración XXVIII Encuentro del Sector Financiero “El sector Financiero en el contexto post Covid” Deloitte – ABC – Sociedad de Tasación

Rodrigo Buenaventura. Presidente de la CNMV
Madrid, 29 de septiembre de 2021

Muchas gracias Julián, Fernando y Juan por vuestras palabras introductorias y mi agradecimiento a Deloitte, ABC y Sociedad de Tasación por vuestra invitación a participar en este encuentro.

Un repaso a la agenda de ponencias y entrevistas previstas para las sesiones de estos dos próximos días, muestra la calidad y la profundidad de este encuentro sobre el futuro del sector financiero. Observo que casi todos los ponentes y paneles proceden o están relacionados con el sector bancario.

Por ello, tengo la intención de tratar la “otra parte” del sistema financiero, la no bancaria, cosa que no es sorprendente procediendo de donde procedo.

Son muchos y conocidos los retos y oportunidades a los que se enfrenta el sector bancario: tipos de interés bajos, márgenes de negocio, estructuras de distribución, eficiencia y regulación. Todo ello unido a tres realidades implacables que transformarán la industria bancaria: la digitalización, la sostenibilidad y la mayor competencia liderada por prestadores de servicios no tradicionales.

No es infrecuente que oigamos el término “banca en la sombra” cuando se habla de competencia en los servicios financieros y también de riesgos.

Es en este último punto donde quiero iniciar mi intervención de hoy y lo haré sobre la base de tres conceptos: nomenclatura, complementariedad y regulación macroprudencial.

Nomenclatura

Lamentablemente, existe un escaso rigor a la hora de definir qué entendemos por “banca en la sombra” término que incorpora una connotación negativa. Muchos incluyen en esta definición a las bigtech y a las plataformas fintech, lo que tiene cierta lógica respecto a algunos servicios. Otros, a algunos vehículos de inversión privados, apalancados y no regulados. Pero otros incorporan en ese término, a los fondos monetarios, a los fondos UCITS, a los fondos más tradicionales y, llevado al extremo, al mercado de valores en su conjunto. Incluir en la definición el mayor número de elementos y actividades posibles, aunque unos y otros no tengan nada que ver, no ayuda a un debate racional.

El concepto “banca en la sombra” debería formarse a mi juicio por referencia a dos factores simultáneos:

1. La propia esencia de actividad bancaria, consistente en tomar para ofrecer préstamos.
2. La presencia de riesgos idénticos o similares a los que genera el sistema bancario

Ante la indefinición del término “banca en la sombra” o por lo menos lo que yo he ido percibiendo en los debates de los últimos meses, o incluso el de “intermediación financiera no bancaria”, algo más amable el término pero igualmente impreciso, los supervisores de valores tenemos que reivindicar una parte variada y rica del sistema financiero que es el mercado de capitales, y especialmente el de valores, que por definición es una criatura no bancaria. Y, para que nadie se inquiete, un ámbito estrechamente regulado y supervisado desde hace décadas.

Me referiré a partir de ahora al mercado de capitales, incluyendo el mercado bursátil, el capital riesgo y la inversión colectiva regulada, que espero coincidan conmigo que ni son banca, ni están en la sombra.

Complementariedad

El mercado de capitales, tal y como lo acabo de definir, es un necesario complemento al sistema bancario.

Permítanme una pequeña digresión, que me volverá a traer a por qué son complementarios. El proceso de descarbonización de las economías y su transformación hacia la sostenibilidad, se constituye como el reto más exigente al que nos hemos enfrentado en los últimos 20 o 30 años. Asistimos a la mayor transformación de las finanzas públicas y privadas de nuestra historia y son cada vez más los inversores que incorporan el elemento sostenible como el eje central de sus decisiones de inversión y con ello, arrastran al conjunto del mercado en un movimiento continuo hacia la adopción de un nuevo estándar.

La magnitud de la inversión necesaria para financiar y provocar el cambio verde es de una dimensión histórica. En el caso español, unos 30.000 millones de euros anuales durante toda esta década. Y no hay forma (ni sería deseable) que la banca financie el 100% de esa inversión extraordinaria y adicional de las empresas españolas. Las empresas van a necesitar mucho equity adicional para esa inversión extra y eso lo proporciona el mercado de valores y el capital riesgo.

Por lo tanto, el papel del sistema financiero no bancario es complementario al de las entidades bancarias tradicionales, no excluyente, sino simbiótico con ellas, vamos a necesitar ambos para poder financiar este esfuerzo que las economías necesitan.

El mercado de valores, totalmente ajeno a la definición de banca en la sombra y estrechamente regulado y supervisado, se conforma como uno de los puntos de encuentro necesarios del sistema financiero y se constituye como elemento esencial de la financiación de la transformación de los modelos económicos actuales. Cotizar en bolsa, por ejemplo, ha permitido que muchas empresas españolas salvaran la crisis del COVID de un modo que empresas cotizadas no

habrían tenido acceso a ese tipo de financiación en los tiempos en los que se consiguieron mediante ampliación de capital secundarias.

Europa es consciente de esta necesidad y esa es la razón de la iniciativa denominada Capital Markets Union (CMU) cuyo objetivo es potenciar el sistema financiero no bancario mediante la atracción a los mercados de capitales no bancarios de mayor número de empresas e inversores. La dependencia de las empresas europeas respecto a la financiación bancaria es excesiva y eso lastra su acceso a fondos propios o a nueva financiación ajena en momentos complicados para la banca o cuando la regulación exige niveles de capital difíciles de consolidar. La UE lo tiene claro: hay que reducir el peso porcentual (nótese que he dicho porcentual, no absoluto) del sector bancario, aumentando el que tiene el mercado de capitales, profundizando en la desintermediación financiera. Y el modelo es el mercado estadounidense, donde sólo entre un 8% y un 12% del pasivo de las empresas es deuda bancaria, frente al 30% de la UE.

La Unión Europea ha identificado otra línea estratégica en su política regulatoria sobre el sistema financiero, paralela a la anterior: potenciar la inversión en valores de los inversores minoristas a cambio de reducir su exposición a activos inmobiliarios y a depósitos bancarios. No sólo desde la perspectiva de la necesidad de las empresas de acceder a nuevo equity, sino también desde el punto de vista del mix de la cartera de un inversor minorista en Europa, pensando también en cuestiones de jubilación y rentabilidad a largo plazo de los ahorros.

Regulación macroprudencial

En los últimos meses y en diferentes foros se ha mantenido una discusión, en ocasiones con posiciones muy encontradas, relativa a la necesidad de imponer a algún subconjunto de la denominada banca en la sombra, una regulación similar a la bancaria. Parte de los partidarios de esta propuesta defienden que la regulación existente para las entidades que realizan Intermediación Financiera no Bancarias (IFNB) es más laxa, aprovechándose de un arbitraje regulatorio y permitiendo con ello generar un cada vez más elevado riesgo sistémico.

La afirmación anterior es cuanto menos demasiado generalista dada la gran heterogeneidad que hay entre países, sectores y entidades que pueden considerarse parte de la discusión. Déjenme que les muestre varios ejemplos.

Uno de los alegatos tradicionales a favor de la tesis de una necesidad de regulación más exigente es el mayor grado de apalancamiento de algunos vehículos, lo que puede convertir a éstas en generadoras de burbujas de precios. Pero esta afirmación no es del todo correcta en Europa y en los Fondos de Inversión, que son las instituciones más importantes por su tamaño dentro de este concepto. El apalancamiento es solo más elevado en algunas categorías de fondos de inversión alternativos que representan, hoy en día, una parte pequeñísima de este universo.

Por otro lado, las UCITS, las cámaras de contrapartidas central (CCPs), o la exposición a derivados y préstamos de valores entre otros, ya tienen sus propias reglas específicas y la realidad muestra que estas instituciones han soportado las últimas crisis tan bien o mejor que la propia banca. En lo que toca a los fondos de inversión, la incorporación de medidas macroprudenciales de tipo bancario como

podrían ser los buffer de capital, carecen a mi juicio de sentido dada la muy diferente naturaleza de esas instituciones respecto a una entidad bancaria y puede provocar el efecto contrario al buscado: la limitación de la actividad de la inversión colectiva cuando más se necesitan como financiadores de esa necesidad extra de recursos propios de las empresas.

No quiero decir con todo lo anterior que la regulación sea inmutable, sino que es preciso valorar cambios con sentido y prudencia y que partimos de un punto inicial muy sólido. Por ejemplo, en el caso de los Fondos Monetarios (MMF) y especialmente aquellos de valor constante que incentivan las retiradas y ventas ante momentos de incertidumbre y volatilidad. Este tipo de fondos son casi inexistentes en España, pero en otras jurisdicciones son habituales y han presentado demandas de reembolso muy concentradas en torno a momentos de volatilidad de mercado. Para abordar ese riesgo basta con introducir periodos obligatorios de preaviso durante el cual, los supervisores puedan imponer comisiones de reembolso o el establecimiento de éstas comisiones de forma automática cuando el volumen de reembolso sea excepcionalmente elevado y con ello mitigar los riesgos que suponen.

Sin embargo, la experiencia en España muestra que incluso sin cambios normativos, con una adecuada gestión y supervisión de la liquidez, los fondos pueden afrontar un episodio como el de marzo de 2020 sin tensiones perceptibles en su gestión de reembolsos y sin necesidad siquiera de suspenderlos temporalmente. Mecanismos simples como el denominado swing pricing bastan para evitar que los episodios de reembolsos severos afecten a la equidad entre partícipes. Este tipo de medidas hace, a mi juicio, innecesaria la adopción de herramientas macroprudenciales o requisitos de capital suplementario.

En España así lo hemos hecho. Desde los primeros compases de la crisis del Covid en marzo del año pasado, la CNMV puso su empeño en el control y seguimiento de la liquidez de las IIC por las sociedades gestoras, y en la detección precoz de potenciales deficiencias en los controles y procedimientos que debían implementar para llevar a cabo una adecuada gestión de la liquidez. Este análisis y supervisión nos permitió poner el foco en dos aspectos. Por un lado, el respeto del principio de equidad entre los inversores y la aplicación de procedimientos de valoración tendentes a evitar ventas forzadas a precios significativamente inferiores a los de valoración. Y por otro, una monitorización constante de suscripciones y reembolsos, identificando movimientos relevantes, análisis de carteras y operaciones realizadas, todo ello acompañado de la emisión de criterios al sector atendiendo al conjunto de estos parámetros.

A nivel europeo también se han hecho iniciativas en este sentido, se llevó a cabo un “Common Supervisory Action” (CSA) de ESMA, una investigación solicitada por el ESRB a ESMA sobre posibles problemas de liquidez en los primeros meses de la pandemia en grandes fondos europeos.

Todos estos análisis concluyeron que las gestoras españolas realizan una gestión prudente con elevados porcentajes del patrimonio en activos de elevada liquidez, haciendo frente a una situación de extrema volatilidad e incertidumbre con una atención adecuada a las necesidades de sus partícipes y sin incidencias relevantes que mostraran conflictos de interés ni perjuicios para ellos. Es cierto que la CNMV ha sido uno de los supervisores más activos en Europa, si me permiten la inmodestia, en el tema del riesgo de liquidez en fondos. Hace poco, de hecho, hemos puesto a consulta nuestra guía técnica de gestión de liquidez de las IIC, que cubre algunos de los aspectos que acabo de mencionar.

El sector de gestión de activos español y me atrevería a decir que el de buena parte de Europa ha capeado sin problemas graves las dos últimas y profundas crisis. Siempre hay aspectos que mejorar, pero seamos pues prudentes en el debate sobre nuevas regulaciones y creo que es bueno discutir sobre actividades concretas, no categorías genéricas.

Fraude financiero y ESIs LPS

Voy finalizando, con una referencia a una parte menos agradable del sistema financiero.

En un escenario como el actual, con bajos tipos de interés, un ahorro elevado, la búsqueda constante de la rentabilidad en nuevos productos y desarrollos tecnológicos y plataformas que facilitan y acercan, al inversor no profesional, el acceso a los mercados financieros, es el caldo de cultivo ideal para ofertas de inversión poco escrupulosas. Se trata de un fenómeno complejo, que va desde la venta sin los debidos controles por entidades autorizadas (generalmente no españolas) hasta un incremento notable de actividades de fraude y estafas financieras masivas, en muchos casos de carácter piramidal, ligados a menudo a criptodivisas.

Este fenómeno genera desconfianza de la ciudadanía hacia los mercados financieros y pone en peligro el prestigio del propio sector financiero, además del perjuicio que conlleva. Una de las enseñanzas de los últimos años es que la reputación de la industria financiera es un bien tan fácil de perder como costoso de mantener, por lo que todos debemos prestar atención a aquellas actividades ilícitas que pueda dañarla.

La CNMV está siendo muy activa en dos planos:

1. Respecto a las entidades reguladas que prestan servicios en España con pasaportes emitidos desde otros países europeos, estamos intensificando la supervisión para alertar al supervisor de origen, que es quien tiene las competencias legales, de posibles irregularidades en la venta de productos de inversión. En los últimos 6 meses, las actuaciones de la CNMV han supuesto la

suspensión de actividades de 6 empresas de servicios de inversión de la UE que comercializaban sin suficiente rigor sus productos en España.

2. Respecto de las conductas fraudulentas, obviamente llevadas a cabo por entidades no reguladas, hemos detectado un incremento notable de estas actividades irregulares y estamos trabajando en un plan conjunto entre los diferentes poderes y agentes públicos y privados, incluyendo administración de justicia, cuerpos y fuerzas de seguridad y asociaciones y empresas tecnológicas, para crear un marco cooperativo que permita incrementar la seguridad y confianza de los inversores y reducir los efectos perniciosos de estas actividades delictivas.

La cooperación público-privada es necesaria para la adopción de un conjunto de medidas prácticas que nos permitan alertar e informar mejor a los inversores para dificultar y ralentizar la reproducción y el crecimiento de estas prácticas fraudulentas. Y ahí el sector bancario tiene un papel privilegiado para alertar, concienciar y formar a sus clientes.

En conclusión, espero que con la adecuada sensibilidad al importante papel esencial que el sistema financiero no bancario debe jugar en la próxima década, podamos construir un marco sólido de protección al inversor que sea compatible con una renovada forma de financiar a nuestras empresas y administraciones públicas. Y que seamos capaces de poner en valor y aprovechar esa simbiosis entre el mercado de valores y la financiación bancaria, para maximizar la contribución del sistema financiero a la economía real.

Muchas gracias