



## Intervención en el XIII Encuentro Financiero Expansión – KMPG

RODRIGO BUENAVENTURA, PRESIDENTE DE LA CNMV  
29 de noviembre de 2022

Gracias, Ana y Juanjo por la presentación y por la invitación a participar, un año más, en este evento. Me alegro, asimismo, al comprobar cómo en la edición de este año, respecto al año pasado, habéis dado más peso al sector de gestión de activos y los mercados de capitales no bancarios.

Y eso es importante porque la inversión colectiva y el sistema financiero no bancario, han de jugar un papel fundamental y clave en la transformación económica de España en los próximos años. Me refiero más concretamente a la función que deben desarrollar, de manera complementaria al sistema bancario, los mercados bursátiles, los mercados de renta fija y el propio capital riesgo como fuente de financiación de la extraordinaria inversión que requerirán nuestras empresas en el proceso de digitalización y descarbonización.

Esa inversión extraordinaria no puede ser apalancada en su totalidad. Por lo tanto, necesitaremos nuevas aportaciones de fondos propios que complementen la financiación ajena. El mercado de valores ofrece alternativas viables para aportar no solo la proporción de equity necesaria en las nuevas inversiones, sino además una diversificación de fuentes de financiación que otorguen una estructura de pasivo más equilibrada.

Lo diré más claro: la economía española y europea necesita, en términos porcentuales, menos financiación bancaria y más financiación no bancaria. Mucha más. Casi el doble de la media histórica si queremos parecernos a la economía con una estructura de capital de sus empresas más resiliente: la estadounidense. Eso creo que lo tenemos claro todos, la Unión Europea, el Gobierno de España, la CNMV, las empresas españolas y desde luego los bancos. Hay que fomentar y potenciar los mercados de valores porque en ello nos jugamos, ni más ni menos, que la capacidad de la economía española de coger el tren de la transformación digital y sostenible. Si no conseguimos que las empresas españolas se recapitalicen en mercado, no serán financiadas.

Así que estamos abocados a tener más, mucha más, intermediación financiera no bancaria. ¿Es eso un problema? Para mí no lo es, sino que sería una bendición para la economía española. Pero en los últimos dos años hemos asistido a diferentes declaraciones con orígenes diversos, exponiendo el supuestamente elevado riesgo sistémico asociado a la intermediación financiera no bancaria y en concreto a la inversión colectiva, o a una parte de ella. A raíz de los acontecimientos acaecidos con los fondos monetarios en marzo de 2020 y más recientemente con los fondos de pensiones en el Reino Unido, algunos señalan a la intermediación financiera no bancaria como una supuesta fuente de riesgo sistémico. A mi juicio, ese tipo de afirmaciones, así en términos tan genéricos hacen un flaco favor a un debate serio.

La inversión colectiva internacional es en términos generales, sólida, segura y estable. Desde luego, no menos que el sector bancario. No presenta ningún rasgo intrínseco o consustancial que sea una fuente permanente de riesgo sistémico. Por supuesto, lo que sí hay, dependiendo de las condiciones de mercado, son focos específicos, muy concretos y en algunos países, de riesgo serio que puede ser sistémico. Y, como luego mostraré, ninguno que sea relevante hoy en el caso español. Esos focos son actualmente a mi juicio tres:

1. Los fondos monetarios de valor constante. Este tipo de vehículos, relativamente frecuentes en otras jurisdicciones, nacieron pretendiendo lo imposible: que una participación en una cartera de títulos a corto plazo valdrá siempre un euro (o un dólar), pase lo que pase. Eso, en momentos de volatilidad extrema, no puede cumplirse (porque las letras del tesoro y pagarés valen lo que valen, no lo que uno quiera que valgan) y puede generar incentivos a que los inversores se salgan del fondo cuando creen que vendrán mal dadas, generando una retroalimentación que puede ser peligrosa.
2. Los vehículos extra-apalancados. Esto no debe ser una sorpresa para nadie. Sobre-apalancarse es peligroso si los precios bajan de golpe y a uno le piden márgenes adicionales para garantizar las operaciones que superan la caja disponible o la financiación a la que puede accederse. Lo sabemos desde hace décadas, desde que la crisis del LTCM en 1998 –apalancado 25 veces a pesar de tener dos premios Nobel en su consejo- puso de manifiesto ese riesgo. Cualquier vehículo sobre-apalancado, sea de inversión colectiva o individual, genera ese tipo de riesgos. Un subconjunto de esta categoría son los fondos de pensiones que deben cubrir prestaciones definidas en el futuro, que deben apalancarse para poder cubrir esos compromisos. Ese fue el origen del último episodio, el británico, ligado a las turbulencias generadas por el mini-budget del Gobierno de Liz Truss.
3. Los vehículos ilíquidos que, no obstante, ofrecen liquidez diaria o que en general ofrecen una frecuencia de liquidez no ajustada a la liquidez de sus inversiones. Cuando un fondo que invierte en valores fundamentalmente ilíquidos se vende como con liquidez inmediata, está haciendo una promesa que no podrá mantener en tiempos turbulentos, cuando la liquidez de los mercados

se resienta y los precios bajen. Los plazos de reembolso deben adaptarse a la liquidez de la cartera, de manera que se eviten conflictos de interés entre los inversores. Y si el supervisor no controla ni monitoriza ese aspecto, ese riesgo puede pasar desapercibido.

Esos son los elementos concretos que deberíamos estar discutiendo y analizando a escala internacional, en lugar de hablar genéricamente de los riesgos de “intermediación financiera no bancaria” o “banca en la sombra” como si se tratase del “coco” o del “hombre del saco”. Si queremos un debate adulto, bajemos al detalle y abordemos las medidas que esos tres temas requieren.

Ante eso, hay que hacerse dos preguntas:

1. ¿Qué pasa en España sobre esos tres riesgos?
2. ¿Qué medidas legislativas se están tomando?

La situación en España es muy distinta a la de otras jurisdicciones:

- No tenemos apenas fondos monetarios y, desde luego, ninguno de valor constante.
- No tenemos apenas fondos de prestación definida
- Nuestros fondos tienen apalancamientos muy reducidos (en torno al 40% bruto y 27% neto, lo cual es sólo un 0,4 de apalancamiento)
- Nuestros fondos alternativos adoptan marcos de gestión de liquidez estrictos, en el seno de una Guía técnica de la CNMV
- La CNMV recibe desde 1991 información mensual de carteras de todos los fondos españoles y hace desde hace años stress test de liquidez de modo periódico, tanto desde la óptica macro como desde un punto de vista micro (a nivel de FI y de SGIIC)

Hablando de la llamada acepción estrecha de la intermediación financiera no bancaria, hay que señalar que en nuestro país ésta supone apenas el 6% del tamaño del sistema financiero.

Si abrimos el foco y consideramos la inversión colectiva en su conjunto, incluyendo las carteras de renta variable, observamos que, en marzo de 2020, los fondos españoles pudieron atender el notable aumento de los reembolsos sin ninguna incidencia relevante. Ningún fondo español tuvo que activar ninguna medida extraordinaria de liquidez como suspensiones de reembolsos o *side pockets* y la CNMV reforzó sus mecanismos de coordinación y vigilancia de la liquidez con las gestoras. Se les incentivó además a utilizar, en el caso que resultara necesario, las herramientas disponibles de gestión de liquidez y particularmente la valoración de activos en función de los precios bid y esquemas de swing pricing. Esa es y ha sido la situación en España.

Respecto a medidas legislativas en marcha, la Unión Europea está discutiendo actualmente un cambio en las Directivas FIA y UCITS que incluye el reporte de carteras al supervisor y los requisitos de gestión de liquidez, extendiendo el sistema español a todos los países de la UE. Eso redundará sin duda en la mayor solidez y estabilidad de la inversión colectiva europea y permitiría una mejor supervisión.

Cambio de tercio, para referirme a otro tema de actualidad: la protección del inversor y las criptomonedas. Antes de adentrarme en ello, aprovecho para recordar que ayer iniciamos una consulta pública desde CNMV sobre una medida de restricción de la comercialización a minoristas de contratos por diferencias (CFDs) mediante el uso de publicidad. El motivo es el alto nivel de riesgos que estos productos representan, el hecho de que la inmensa mayoría de clientes acaban perdiendo dinero y las técnicas ofensivas de venta que estamos observando, especialmente desde firmas no españolas. Son bienvenidos los comentarios y sugerencias hasta el 31 de enero.

Volviendo a las criptos, durante los últimos cuatro años hemos asistido a un desarrollo fulgurante pero accidentado de las criptodivisas como objeto de inversión. Tras el crypto-invierno del último año, y más aún con el colapso de FTX, queda un rastro doloroso de inversores en esta clase de productos que han experimentado cuantiosas pérdidas.

Desde 2018, los supervisores financieros hemos venido advirtiendo cada año de los riesgos que implica la inversión en criptodivisas, la probabilidad de pérdida de la totalidad de la inversión y la inexistencia de valor intrínseco de esta clase de productos. Señalábamos que no están regulados, ni supervisados, sin red de seguridad ni una mínima protección a los inversores, que no son aptos para minoristas y donde, de la noche a la mañana, la criptomoneda, el custodio, las claves o la propia entidad podían desaparecer.

En España regulamos la publicidad de criptoactivos como inversión desde febrero de este año 2022. Obligamos a los anunciantes a advertir de que la inversión en ellos no está regulada y que puede perderse todo el dinero invertido.

Lamentablemente, eso es justo lo que ha ocurrido en el reciente caso de la quiebra de FTX.

Aún tardaremos en saber los detalles del colapso de FTX, pero lo que se va conociendo indica que no parece asociado a complejas *technicalities* propias de las criptomonedas, sino a un conjunto de elementos más mundanos, más tradicionales y ya vistos en otros acontecimientos a lo largo de la historia financiera. Ausencia total de controles, gobernanza inexistente, uso presuntamente fraudulento o cuando menos irregular de los activos de los clientes, contabilidades imaginativas y una estructura empresarial compleja y opaca, que permite ocultar evidentes conflictos de interés.

En resumen, elementos clásicos de la larga historia de las crisis financieras. También ha puesto de manifiesto el peligro del efecto aura que a veces rodea a supuestos genios empresariales y que a la larga no siempre es un precursor del éxito. Para invertir, aunque suene más aburrido, es mejor fiarse de empresas reguladas, sólidas, prudentes y profesionalizadas, como la gran mayoría de las firmas con licencia para operar en España en el ámbito de los servicios de inversión.

En todo caso, si las debilidades que parece que tenía FTX se producen en una de las firmas pertenecientes al top 5 de las empresas crypto más grandes del mundo, no es difícil imaginar lo que podría estar sucediendo en firmas más pequeñas en un mercado con más de 10.000 criptodivisas. Debemos asumir que las irregularidades y las debilidades empresariales, los controles inadecuados, no son una mera excepción, lo que ha de llevarnos, en el medio plazo, nuevamente a extremar la cautela y a regular este sector.

Eso es justamente lo que ha hecho la Unión Europea, adelantándose a las demás zonas económicas: el reglamento europeo MiCA ofrece un primer marco regulatorio (complementado por el reglamento Pilot DLT). Es importante anticipar que no es un marco completo, perfecto o tan seguro como en el caso de los instrumentos financieros. Pero es una primera capa de regulación y de protección al inversor, que necesitará el tiempo necesario para desarrollar la norma reglamentaria y comenzar a aplicarla. El objetivo es evitar que los proveedores de criptomonedas sigan el camino ya emprendido por FTX, Celsius, Terra / Luna o, ayer mismo, Blockfi.

Mientras llega MiCA, la única solución es seguir advirtiendo a la sociedad sobre los riesgos asociados a la inversión en criptomonedas, sobre todo si tenemos en cuenta que las criptos (cuando subían, no ahora, claro) se usaron como reclamo en numerosos episodios de estafas en las que cayeron miles de ciudadanos, pensando que podían obtener una rentabilidad muy elevada con ese tipo de inversiones.

En este contexto tan luctuoso hay, a mi juicio, una buena noticia que debemos destacar. Es la relativa a que las entidades reguladas españolas, ESIS y bancos principalmente, no hayan adoptado de modo significativo las criptomonedas en su oferta de productos a clientes. Algunos nos tachaban de conservadores cuando alertábamos de los riesgos que para las entidades reguladas podía significar aquello. Viendo el panorama actual, me alegro de haber sido conservador en este aspecto y me alegro de que las entidades reguladas hayan salido indemnes de este cripto-invierno o cripto-glaciación. Me reafirmo en la visión que la CNMV, al igual que otros supervisores internacionales, llevamos trasladando desde hace tiempo a la comunidad inversora y a la sociedad en su conjunto sobre el mundo cripto: la tecnología DLT aplicada a las finanzas es sin duda prometedora en múltiples aspectos y potencialmente generadora de grandes eficiencias en los mercados, pero las monedas digitales están vacías de contenido y son inútiles como activos de inversión. En este sentido, como digo habitualmente, necesitamos más cripto-finanzas y menos cripto-monedas.

Y paradójicamente, la pérdida continua de valor de las cripto divisas, el colapso de algunas de sus entidades y la vorágine de especulación a la que ha estado sometido puede conducirnos a una merma de la reputación, fiabilidad y confianza en la propia tecnología DLT. En cierta manera incluso a su propio desprestigio.

Cuanto más asociemos el futuro de las cripto-finanzas a la escasa utilidad de las criptomonedas, más opciones hay de dañar y desprestigiar las posibles transformaciones que nuestro sistema financiero requiere y de las cuales podría beneficiarse a través de la tecnología DLT.

Finalizo ya, con un mensaje de cierta esperanza para las entidades reguladas. Les animo a centrar sus esfuerzos en proyectos transformadores como los que estamos viendo en el sandbox, con los que, mediante el uso de la tecnología, mejoren el sistema financiero, los servicios a los clientes y la financiación de empresas, en vez de preocuparse por ofrecer una oportunidad de trading a sus clientes en monedas vacías de valor y con un elevado riesgo de pérdida de la inversión. Les pido que la prudencia que han demostrado hasta ahora en la protección de los intereses de sus clientes se mantenga en el futuro. Mientras se culmina la normativa que he comentado y los mecanismos para su aplicación, la gestión de activos de los inversores debe seguir presidida por la transparencia, el control y la profesionalidad que el sector ha demostrado hasta ahora.

Confío y espero que la jornada de hoy sea de su agrado.  
Muchas gracias por su atención.