



## Conferencia de clausura Congreso: Hacia un sistema financiero de nuevo cuño. Reformas pendientes y andantes

LOURDES CENTENO, VICEPRESIDENTA DE LA CNMV

Madrid, 28 de octubre de 2014

Buenas tardes.

Es un placer estar hoy aquí clausurando este Congreso que, bajo el sugerente título "*Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes*", ha reunido a un importante elenco de expertos.

Estoy convencida de que durante estos dos días han tenido ustedes la oportunidad de analizar los aspectos más relevantes de los asuntos más candentes que nos ocupan y, en ocasiones, preocupan, a todos los que, de una manera u otra, trabajamos en el sector financiero.

No tengo intención de detenerme a repasar la multitud de iniciativas en curso, que seguro que ya han sido magnífica y exhaustivamente desgranadas.

Por el contrario, me gustaría aprovechar la clausura de estas jornadas para hacer una reflexión de carácter más general y dar, metafóricamente hablando, un paso atrás para separarnos de los detalles y recordar de dónde venimos y dónde estamos y, sobre todo, plantearnos hacia dónde queremos, o debemos, ir.

Porque, utilizando una expresión coloquial pero, a la vez, muy gráfica, creo que, en ocasiones, los árboles no nos dejan ver el bosque. Y ahora mismo estamos inmersos, tanto a nivel internacional como nacional, en un momento de vorágine normativa y de grandes cambios estructurales que se están produciendo a un ritmo vertiginoso.

¿Cómo hemos llegado a este punto? Permítanme, hacer un repaso, de forma telegráfica y muy simplificada, de cuales fueron los orígenes. Resumiendo, hay dos elementos: una crisis y una reacción o, como argumentan algunos, una sobrerreacción.

Una crisis financiera que, como todos sabemos, se inició en 2007 en Estados Unidos y que se propagó rápidamente por el resto del mundo, explicitando la ausencia de fronteras y la creciente interconexión de los mercados financieros.

Una crisis que literalmente secó los mercados de capitales mundiales y que, lamentablemente, hizo perder la confianza de los inversores en el conjunto del sistema financiero.

Una crisis que puso de manifiesto importantes debilidades de la regulación financiera, la cual se mostró insuficiente para controlar el desarrollo vertiginoso de los mercados financieros internacionales.

Una crisis que, en definitiva, permitió identificar deficiencias de supervisión y coordinación internacional.

Y una reacción concentrada tanto en la arquitectura de supervisión como en la regulación, en los términos que pasaré a comentar. Los fallos percibidos de manera evidente forzaron a los diferentes líderes mundiales a dar una respuesta y, de esta forma, llegar a importantes acuerdos a nivel internacional, fundamentalmente en el seno del G20, para ampliar el perímetro de regulación y supervisión.

Por un lado, se revisó la arquitectura de supervisión para reforzar los organismos internacionales encargados de controlar la estabilidad financiera, fundamentalmente el Consejo de Estabilidad Financiera o FSB, que ha visto incrementadas sus competencias y capacidad de influencia.

Este organismo, que, como saben, se fundó en abril de 2009 a partir de su antecedente, el Foro de Estabilidad Financiera, se ha convertido en pieza central para establecer la agenda regulatoria a nivel mundial. Una de sus cualidades es su composición diversa, ya que reúne a las autoridades nacionales responsables de la estabilidad financiera, instituciones financieras internacionales, organismos que agrupan a reguladores y supervisores y el Banco Central Europeo.

Su finalidad es promover la estabilidad financiera internacional a través del aumento de intercambio de información y cooperación en la supervisión financiera. Y en desarrollo de su mandato, el FSB está impulsando iniciativas cruciales para devolver la confianza a los inversores y reactivar la economía. Soy consciente de que no es necesario dada la audiencia pero, a título de ejemplo, se pueden mencionar los trabajos sobre entidades sistémicas (bancarias y no bancarias), *shadow banking*, titulizaciones, financiación a pymes, y un largo etcétera de ámbitos que, sin duda, están en la lista de prioridades de todos los supervisores.

También a resultas de la reacción a la crisis, aquellos organismos internacionales que, como IOSCO o el Comité de Basilea, fomentan la coordinación entre supervisores y desarrollan los mandatos del FSB han ido ganando peso en el sector financiero mundial.

Por otro lado, se asumió en el contexto de la reacción frente a la crisis, la necesidad acuciante de mejorar la regulación financiera. Un primer foco de atención, muy evidente, fue el incremento de la solvencia y capacidad de resistencia de las entidades crediticias. Los hechos acaecidos mostraron claramente que los niveles de capital exigidos a las entidades resultaron insuficientes para hacer frente a los riesgos asumidos.

Pero, además, también se llegó a la conclusión de que la calidad de este capital debía ser mejorada e, incluso, que se debía prestar mucha más atención a los niveles de liquidez necesarios para afrontar situaciones adversas.

Asimismo, se apreció la necesidad de perfeccionar los mecanismos para la resolución de entidades, especialmente de aquellas que, por su tamaño y actividad internacional e intersectorial, podían tener un efecto sistémico en el conjunto de la economía mundial.

También, como comentaba anteriormente, se llegó al consenso internacional de regular y supervisar, en mayor o menor medida, áreas a las que, hasta entonces, no se había prestado la suficiente atención, como pueden ser los derivados OTC, las agencias de rating, los *hedge funds* o, con carácter general, el *shadow banking*. Es decir, todas aquellas formas alternativas de financiar la actividad productiva y cuyo volumen y características no son controlables a través de la supervisión de los balances de las entidades bancarias.

En Europa, como saben, también se ha producido una reacción que podría calificarse como contundente.

Para empezar, la percepción de la necesidad de fortalecer los sistemas financieros nacionales mediante la cooperación entre autoridades se ha concretado en una importante reforma de la supervisión financiera determinando que en enero de 2011 se pusiera en marcha el Sistema Europeo de Supervisión Financiera que, con una estructura de red descentralizada, ha establecido un nuevo sistema de supervisión micro y macroeconómico.

Sistema que se basa en la coexistencia pacífica y en la cooperación de los supervisores nacionales preexistentes junto con organismos europeos de nueva creación.

El nuevo pilar microeconómico de la supervisión, con las autoridades europeas de supervisión EBA, ESMA y EIOPA, lleva más de tres años funcionando eficazmente. Y en el ámbito bancario ya se ha planteado una modificación o avance sustancial que, como todos ustedes saben, se va a concretar en pocos días con la entrada en funcionamiento del nuevo Mecanismo Único de Supervisión bancaria.

Dicho mecanismo supone un paso más hacia una supervisión integrada a nivel europeo que permitirá desligar las condiciones de desempeño de las entidades de las potenciales vicisitudes de sus Estados miembros de origen.

Asimismo, se ha potenciado la supervisión macroprudencial de la que se encarga el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico o ESRB, cuya misión es prever y tratar de mitigar los riesgos potenciales para la estabilidad financiera en Europa.

Y esta nueva estructura de supervisión ha venido de la mano de un intenso plan de reformas normativas para solucionar los fallos en la regulación detectados durante la crisis.

Como ha sucedido a nivel mundial, en Europa se ha prestado atención a la necesidad de mejorar los niveles de capital, su calidad y la liquidez de las entidades bancarias y también se han regulado ámbitos nuevos, como las agencias de rating, que ahora se registran y se supervisan directamente por ESMA, o las ventas en corto, donde ESMA también ha asumido un importante e intenso papel de coordinación de las autoridades nacionales.

De forma paralela, se ha revisado la normativa existente para ajustarla a las nuevas necesidades de los mercados, fomentar la transparencia e incrementar los poderes de los supervisores de valores.

Y ¿dónde estamos ahora? Podemos decir que nos encontramos en un momento en el que tenemos que convivir con un sinfín de iniciativas, todas ellas muy relevantes, que se están desarrollando en un periodo muy breve de tiempo y a las que van a seguir otras muchas.

Se trata, por tanto, de un escenario en el que unas jornadas de dos días enteros son apenas suficientes para hacer un repaso rápido de los aspectos más esenciales.

Son tantos los cambios que estamos viviendo a nivel normativo y estructural en el sector financiero internacional y, sobre todo, europeo, que resulta complicado no perderse en esta maraña de iniciativas.

Para que se hagan una idea, en el ámbito del mercado de valores, que es el que más directamente me concierne, IOSCO está ahora mismo trabajando, ni más ni menos, que en 90 iniciativas diferentes, la mayor parte de las cuales están relacionadas con la emisión de estándares y principios.

Se trata de una tarea fundamental ya que, a través de este trabajo de fijación de benchmarks, IOSCO contribuye de una manera muy efectiva a lograr una mayor armonización de la regulación y de las prácticas de supervisión de los más de 120 supervisores de valores que forman parte de la organización.

Por su parte, ESMA ha incluido en su programa regulatorio del año 2014 196 actuaciones que tienen como objetivo último contribuir a la armonización normativa en la Unión Europea.

Este elevado número de trabajos regulatorios es reflejo de la ingente actividad normativa que estamos viviendo en Europa y que va conduciendo a configurar un nuevo *"rule book"* europeo, elemento imprescindible para conseguir una más que deseable convergencia supervisora.

Sin ánimo de ser exhaustiva, y usando las siglas que ya hemos incorporado todos a nuestra terminología habitual, puedo mencionar: MiFID, MAD, EMIR, PRIIPS, Reglamento sobre CSDs, Directiva de Transparencia, Directiva y Reglamento de auditoría, UCITS V, Reglamentos sobre Fondos de Capital Riesgo y Fondos Sociales, normativa sobre benchmarks.... Y un largo etcétera.

¿Y hacia dónde vamos? El futuro, en mi opinión, debería definirse por una palabra: "equilibrio". Fácil de decir, pero complicado, muy complicado, de lograr.

Yo hablaría, simplificando mucho, de perseguir un triple equilibrio.

En primer lugar, hay que buscar un punto medio entre la óptica nacional y la internacional. Nadie duda ya de la importancia de avanzar hacia una mayor integración normativa y hacia una mayor cooperación entre supervisores a nivel mundial. Y en el ámbito europeo esta certeza es todavía mayor.

Pero, sin perder de vista ese loable objetivo final, debemos plantearnos cuál es el ritmo adecuado para conseguirlo. Porque en el camino no podemos olvidar las especificidades de los mercados nacionales y las peculiaridades de los inversores locales.

¿Podemos, honestamente, concluir que la problemática de los mercados de países como Estados Unidos o el Reino Unido, es la misma que la de mercados como el panameño o el búlgaro?

¿Son tan similares los inversores de los distintos países de la Unión Europea? ¿tienen el mismo nivel de educación financiera?

¿Estamos seguros de que una mayor centralización de la supervisión en autoridades europeas va a revertir en una mejor supervisión y en una mayor protección de los ciudadanos europeos?

A este respecto no debemos olvidar el carácter esencial del principio de subsidiariedad en el funcionamiento de la Unión Europea. Este principio, que refleja la idea de equilibrio nacional-europeo, implica que la actuación a nivel europeo solo está justificada en tanto en cuanto la misma sea más eficaz que la de los Estados miembros. Ello obliga a los reguladores europeos a plantearse, antes de proponer nueva normativa, si la acción que se está analizando tiene aspectos transnacionales que no pueden ser abordados singular e individualmente por los Estados miembros y si la actuación a nivel europeo presenta ventajas manifiestas.

En cualquier caso, ahora que las autoridades europeas llevan ya tres años de existencia, se ha abierto, porque así se estableció en sus reglamentos de creación, un proceso para revisar su funcionamiento.

En marzo de este año, el Parlamento Europeo publicó una resolución con recomendaciones dirigidas a la Comisión Europea sobre la revisión del Sistema Europeo de Supervisión Financiera.

Y, en agosto, la Comisión Europea hizo público un informe con su opinión sobre el funcionamiento del Sistema que ha sido remitido al Parlamento y Consejo Europeo.

Para elaborar dicho informe, la Comisión tuvo en cuenta las auto-evaluaciones que se hicieron en el seno de las autoridades de supervisión europeas, la resolución de marzo del Parlamento Europeo y las respuestas a la consulta pública que la propia Comisión planteó sobre esta materia.

No voy a resumirles todo el informe pero sí me gustaría destacar que la revisión de la Comisión ha puesto de manifiesto que, a pesar del breve periodo de existencia, en general las autoridades europeas han funcionado de forma adecuada.

Habrá que seguir muy de cerca las iniciativas concretas y propuestas de cambios que salen de esta revisión del Sistema Europeo de Supervisión Financiera, así como los avances que se sustancien en el ámbito bancario porque la instauración de una unión bancaria y, en particular, del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y el Mecanismo Único de Resolución (MUR), potencialmente incidirá en el funcionamiento de todo el sistema de supervisión financiera.

Esta unión bancaria no tiene necesariamente que poner en tela de juicio la existencia y conveniencia del sistema que tenemos ahora pero, sin duda, la experiencia va a ser clave a la hora de decidir los próximos pasos en otras áreas en las que la necesidad de centralización europea no parece tan acuciante.

Y habrá que ver también en qué se concreta el objetivo que ha manifestado públicamente el nuevo presidente de la Comisión Europea, Jean-Claude Juncker, de desarrollar e integrar los mercados de capital en Europa.

Sin perjuicio de que me parezca razonable hacer una revisión del sistema e incorporar los cambios necesarios para lograr de forma efectiva la convergencia internacional más eficiente, creo que debemos plantearnos también el manejo de los plazos con cautela e inteligencia.

Si pretendemos implantar muchos cambios, aunque sean para mejorar lo que no funciona adecuadamente, en poco tiempo, corremos el riesgo de dificultar seriamente la eficiencia de los mismos.

Los mercados, y los supervisores, necesitan tiempo para ajustarse a las modificaciones y para adaptarse y asimilar el nuevo marco de supervisión que se ha creado en Europa que, sinceramente, y en esto coincido con la Comisión Europea, creo que está proporcionando unos resultados satisfactorios.

Existen, en mi opinión, mecanismos muy eficientes que se pueden explotar en este camino hacia una mayor integración internacional y que favorecen el deseable equilibrio entre interés nacional e internacional del que estoy hablando.

A nivel mundial debemos apostar por incrementar y mejorar los acuerdos para el intercambio de información (MMOUs) entre supervisores.

Al respecto, debo decir que IOSCO está haciendo un excelente papel en este ámbito. Esta organización ha elaborado un documento de referencia para la cooperación, el Acuerdo Multilateral de Entendimiento (MOU), que establece la actuación de las autoridades en materia de asistencia mutua e intercambio de información. De esta forma, se facilita considerablemente la investigación y persecución de infracciones transfronterizas.

Ahora mismo ya somos 103 autoridades los que hemos firmado este MOU y colaboramos entre nosotros en la supervisión de los mercados. Y, tomando este Acuerdo marco como referencia, se han negociado cientos de acuerdos que regulan la cooperación entre los organismos reguladores de los mercados de valores en materia de aplicación y de intercambio de información.

Además, como prioridad para los próximos años, IOSCO quiere revisar el MOU para adecuar su ámbito de aplicación a las nuevas necesidades de los supervisores de los mercados y facilitar que las investigaciones de infracciones en las que existe un componente transnacional puedan llevarse a cabo con éxito.

Para ello, estamos trabajando en incorporar al MOU cinco nuevas áreas que faciliten la supervisión, inspección y sanción:

- capacidad para obtener documentos relativos a las auditorías realizadas a las entidades bajo supervisión y, en su caso, a las sociedades cotizadas;
- capacidad para realizar tomas de declaración y, en los casos en los que sea posible, la toma de declaración bajo juramento en nombre de otros supervisores firmantes del MOU;
- capacidad para bloquear activos en nombre de otro supervisor; para, en su caso, su posterior repatriación, mediante la intervención de las autoridades judiciales;
- capacidad para obtener acceso a registros de los proveedores de servicios de internet; y
- acceso a registros telefónicos.

La revisión del MOU no es una tarea fácil y va plantear dificultades de tipo legal para muchos países, entre otros el nuestro, pero es una pieza clave en el camino hacia la integración.

A nivel europeo disponemos de mecanismos todavía más sofisticados para cooperar entre los supervisores. En concreto, en la mayoría de las normas europeas en el ámbito de los mercados de valores desde hace años se viene recogiendo la figura de la delegación de competencias entre supervisores.

El ejercicio de estas delegaciones debe regirse por el principio de asignar la competencia de supervisión al supervisor que esté en las mejores condiciones para adoptar medidas en el ámbito de que se trate. Una reasignación de competencias sería adecuada, por ejemplo, por motivos de economías de escala, de coherencia en la supervisión de un grupo, o de

optimización del uso de los conocimientos técnicos entre autoridades nacionales. Así, por ejemplo, la directiva de folletos permite que la autoridad nacional competente delegue en otra autoridad la aprobación de un folleto informativo en supuestos como cuando una oferta se realiza exclusivamente en el país de la autoridad delegada.

Esta posibilidad de delegación de competencias debe reconocerse como una apuesta por la cooperación entre supervisores. Y es una muestra de la confianza entre nosotros porque las decisiones de la autoridad delegada deben ser reconocidas como propias por la autoridad delegante y por el resto de autoridades competentes.

Además, también el reglamento de creación de ESMA regula, en su artículo 28, la delegación de funciones y competencias entre autoridades nacionales y también a favor de ESMA, cuando así lo consideren adecuado las primeras, en aras de lograr una mejor y más eficaz actuación.

No me extiendo más y paso a comentar el segundo de los equilibrios que creo que debe guiar nuestro comportamiento futuro.

Mi segunda reflexión va encaminada a plantearnos si no estamos incurriendo en un exceso regulatorio.

Normalmente, en momentos de crisis, los reguladores y supervisores tendemos a reaccionar con un elevado grado de regulación y, en momentos de bonanza, tendemos a confiar más en la capacidad de los mercados para autorregularse.

Lamentablemente, como si de un péndulo se tratara, vamos de un extremo a otro sin lograr detenernos en lo que podría ser el punto medio óptimo.

En cualquier caso, en mi opinión la crisis *subprime* ha demostrado, con un enorme coste en términos de bienestar social, que no se puede confiar en la autorregulación cuando hay conflictos de interés subyacentes de la relevancia de los existentes en el mundo financiero.

Por lo tanto, me parece imprescindible que los poderes públicos establezcan unas normas. Ahora bien, es importante también valorar con precaución el nivel de regulación y que nos planteemos si no sería más conveniente avanzar hacia un marco jurídico que equilibre normativa con recomendaciones, que siempre permiten un mayor grado de flexibilidad. Es decir, procurar buscar el punto medio adecuado entre *hard law* y *soft law*.

A los que nos hemos educado en una cultura jurídica germano-romanista o continental, como es mi caso, nos cuesta asimilar el concepto de *soft law*.

Pero debo reconocer que esta aportación de origen anglosajón, es una excelente contribución para lograr un sistema regulatorio eficiente y capaz de adaptarse con agilidad a un sector tan cambiante como el financiero.

Conceptos como el *"name and shame"* o el *"comply or explain"* forman ya parte de la cultura normativa europea y están teniendo también su reflejo en la normativa nacional.

En este sentido, el proyecto de ley de fomento de la financiación empresarial incorpora la posibilidad para la CNMV de dictar guías técnicas, que si bien carecen de carácter vinculante directo, se configuran como un instrumento útil para orientar al sector sobre la mejor forma de cumplir con la normativa.

A través de estas guías la CNMV puede informar al mercado de los criterios que seguirá en sus actividades de supervisión y la institución podrá requerir a las entidades supervisadas una explicación de los motivos por los que, en su caso, se separen de dichos criterios.

En el ámbito europeo disponemos de dos instrumentos, las guías y los documentos en formato preguntas y respuestas, a través de las cuales intentamos aportar nuestra visión armonizada de cómo se deben aplicar las normas de nivel I. Esto proporciona una cierta seguridad jurídica a los participantes del mercado y, al mismo tiempo, asegura que todos los supervisores entendamos y apliquemos la normativa de forma homogénea.

Además, se están intensificando las evaluaciones inter pares o *peer reviews* donde los supervisores se controlan recíprocamente los unos a los otros, para asegurar una aplicación de las guías de manera consistente.

En esta dirección, hemos procedido a reforzar el papel del “*review panel*”, que es el grupo dentro de ESMA que se encarga de hacer un seguimiento de cómo están aplicando las guías los distintos supervisores. Así, por ejemplo, el *review panel* está realizando visitas in situ a las autoridades para comprobar el nivel de cumplimiento de las guías.

Precisamente, el informe de la Comisión Europea que he mencionado antes insiste, como medida a corto plazo, en que las autoridades europeas deben centrarse en mayor medida en la convergencia supervisora, a fin de garantizar la aplicación coherente de la legislación europea, aumentando y mejorando, en particular, el recurso a las evaluaciones inter pares y garantizando un seguimiento más sistemático cuando se detecten deficiencias.

Comparto la conclusión de la Comisión Europea y creo que potenciar estos *peer reviews* ayudará a avanzar en la integración europea sin necesidad de elaborar normativa adicional.

En todo caso, a pesar de que parece que somos conscientes de la necesidad de buscar el equilibrio entre hard y soft law, habrá que comprobar, después de este boom regulatorio que estamos viviendo ahora, si realmente no hemos ido más allá de lo debido, estrangulando innecesariamente el desarrollo de los mercados con demasiada normativa de obligado cumplimiento.

Y esto me lleva, precisamente, al tercer equilibrio que, en mi opinión, debemos perseguir. Sin duda, la protección de los inversores es, y debe ser, una prioridad para los supervisores pero no puede ser una excusa para restringir la innovación financiera y el desarrollo de los mercados.

Los mercados financieros son esenciales para el buen funcionamiento de la economía global y, si nos empeñamos en encorsetar con normativa no adecuada o excesiva su evolución, estaremos lastrando el crecimiento económico.

Para lograr el deseado equilibrio, me parece imprescindible potenciar dos mecanismos que ya se están utilizando en las fases previas a la elaboración de las normas.

Por un lado, la realización de análisis coste-beneficio de las propuestas normativas es determinante para asegurar la calidad y la pertinencia de la regulación. A nivel europeo y también a nivel nacional, con la memoria de impacto normativo, hace tiempo que ya se ha incorporado este análisis al proceso regulatorio pero, desafortunadamente, no siempre se hace con la seriedad y rigor que serían necesarios.

La premura de tiempo sirve, en muchas ocasiones, de justificación para hacer estudios poco fundados que no miden con la exactitud adecuada el impacto que los proyectos normativos pueden tener en el mercado y en los inversores.

De nuevo en este aspecto coincido con las conclusiones de la Comisión Europea que, en su informe, hace suya la preocupación del mercado por que las autoridades europeas garanticen que se realicen análisis de coste-beneficio de calidad para los proyectos de normas técnicas.

Otro aspecto que también señala la Comisión como un ámbito que requiere mejora a corto plazo es el de aumentar la transparencia del proceso regulador, lo que incluye fijar unos plazos adecuados para responder a las consultas públicas y proporcionar información más detallada sobre las aportaciones recibidas en las mismas.

Afortunadamente, la práctica de consultar a los interesados está plenamente incorporada a la cultura regulatoria europea y nacional.

Pero, de nuevo amparados en una ausencia de tiempo, no son pocas las veces en los que esos periodos acaban reduciéndose mucho, dificultando seriamente un análisis exhaustivo de las propuestas por parte de los interesados.

Poco más me queda que decir después de esta breve pero intensa reflexión. Son muchas las ideas y preguntas que dejo en el aire para que todos nosotros dediquemos algo de tiempo a ver el bosque y no los árboles.

Ideas que se pueden resumir en unas cuantas frases. Hay que seguir avanzando hacia una mayor integración de la regulación y de la supervisión de los mercados financieros a nivel mundial y, especialmente, a nivel europeo.

Pero debemos hacerlo a un ritmo adecuado que nos permita lograr un buen equilibrio entre los intereses nacionales y los globales. Y en este camino no podemos tampoco olvidar la necesidad de combinar la protección de los inversores con el legítimo y necesario desarrollo de los mercados.

Para ello, debemos sopesar cuidadosamente la intensidad normativa, asegurando una buena calidad de la regulación y un nivel de flexibilidad suficiente.

Y termino con un mensaje de confianza hacia todos aquellos que trabajamos en el sector financiero. Es complicado pero no debería ser imposible lograr el equilibrio, hacia el cual debemos conducir cualquier planteamiento de futuro. Avancemos hacia ese punto medio.

Muchas gracias por su atención.