



LA REGULACIÓN FINANCIERA Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Ramiro Martínez-Pardo, Director, Gomarq Consulting
Ignacio Santillán Fraile, Director General Fogain

I. MARCO GENERAL

De acuerdo con la evidencia empírica, uno de los factores determinantes del crecimiento económico en el ámbito mundial, ha sido la existencia de un sistema financiero desarrollado que favorezca la financiación de la economía productiva. Y la regulación a su vez es un elemento clave para cimentar un sistema financiero eficiente e íntegro que responda a sus objetivos.

Tras el estallido de la crisis financiera y económica mundial, han sido numerosas las propuestas de adopción de medidas, de tipo regulatorio y supervisor, en relación con el funcionamiento de los mercados financieros a nivel global. El objetivo era abordar los problemas causantes de la crisis y formular medidas que evitaran que algo similar volviera a ocurrir. La respuesta inicial se materializó, por un lado, en propuestas tendentes a incentivar la vuelta a la actividad más tradicional y básica por parte de las entidades financieras, en detrimento de algunas prácticas bancarias de mayor riesgo y menos transparentes¹ y, por otro, en la aprobación de

una extensa agenda regulatoria y en la búsqueda de sistemas de supervisión más eficaces.

Además, para afrontar los efectos inmediatos de la crisis, los estados ofrecieron, de forma generalizada, fuertes estímulos y ayudas a las entidades más afectadas.

Todas estas propuestas, en la medida en que sirvieran a dotar de mayor eficiencia al sistema financiero, debían contribuir a impulsar el crecimiento económico. Sin embargo, los retrasos en su implantación, la magnitud de la crisis, y el hecho de que el objetivo prioritario de las medidas fuera su prevención en el futuro, no han logrado evitar el fuerte deterioro del crecimiento.

ACTUACIÓN COORDINADA GLOBAL

Desde el primer momento, la globalidad de la crisis hizo imprescindible trabajar de forma coordinada y, para ello, se creó el Consejo de Estabilidad Financiera² (FSB por sus siglas en inglés) al objeto de ordenar a nivel internacional el trabajo de los reguladores y autoridades nacionales e internacionales y promover la implantación de las medidas y de los planteamientos iniciales del

¹ El modelo tradicional basado en tomar depósitos y conceder préstamos dejó de regir el funcionamiento básico del negocio bancario internacional para dar paso a un modelo centrado en la originación y distribución de activos, consistente en la realización de operaciones que se registraban fuera de su balance, propiciaban la transferencia del riesgo desde los inversores más conservadores hacia los que mostraban una menor aversión al mismo y buscaban mayor rentabilidad.

² El Financial Stability Board (FSB) se creó en la cumbre de Londres del G20 de abril 2009 como el sucesor del Financial Stability Forum (FSF), para reforzar su efectividad como un mecanismo a disposición de las autoridades nacionales, y las instituciones financieras internacionales para implementar un marco regulatorio y supervisor más fuerte y asegurar la estabilidad financiera global.



G-20 de noviembre 2008 (Washington Action Plan)³.

En sucesivas reuniones de las diversas instituciones financieras internacionales involucradas, se han ido desarrollando nuevas propuestas y reforzando las iniciales, bajo el principio de que los problemas globales requieren soluciones también globales.

El número de propuestas regulatorias resultó tan abundante que bien podía afirmarse que nos encontrábamos a las puertas de una auténtica revolución en los mercados financieros que modificaría de forma radical las reglas de juego existentes hasta entonces. La agenda inicialmente formulada por el G-20 y el Consejo de Estabilidad Financiera incluía reformas en los numerosos ámbitos que se habían identificado como causantes de la crisis y se consideraron básicos para impulsar el desarrollo. Eran propuestas tendientes a incrementar la transparencia, prevenir el riesgo sistémico y devolver la confianza a los mercados.

En particular se proponían reformas sobre (i) el criticado papel de las Agencias de Calificación Crediticia en los mercados financieros, (ii) la opacidad de los paraísos fiscales, (iii) la falta de transparencia y la importancia cuantitativa de las transacciones con productos derivados OTC, (iv) la operativa a través de *hedge funds*, (v) la solvencia y liquidez de las entidades de crédito, (vi) la supervisión reforzada de las entidades con importancia sistémica, (vii) la remuneración de los ejecutivos de las entidades financieras, (viii) el papel de los Consejos de Administración en el control de los riesgos, o (ix) la supervisión micro y macro de las entidades financieras.

³ La cumbre del G 20 sobre Mercados Financieros y la Economía Mundial tuvo lugar el 14-15 de noviembre de 2008, en Washington. En ella se aprobó el denominado «G 20 Action Plan on development» con el fin de establecer vías de cooperación en áreas claves dirigidas a reforzar el crecimiento económico, afrontar la crisis financiera, y sentar las bases de la reforma necesaria para evitar crisis similares en el futuro.

REFORMAS PENDIENTES

Han transcurrido cuatro años y los problemas se acumulan. A día de hoy, a pesar de que la práctica totalidad de los temas inicialmente identificados como cuestiones a resolver han sido tratados repetidamente en unos y otros foros, aún se mantienen en la agenda regulatoria como asuntos pendientes algunas de las propuestas iniciales y los avances se han concentrado en pocas materias. El consenso inicial sobre los temas a regular y en la forma de hacerlo no se ha plasmado en acciones rápidas y en la adopción de las correspondientes nuevas reglas de ordenación del sistema financiero global. Y esto ha sido así, como consecuencia de intereses divergentes (propiciados por las actitudes proteccionistas de algunos estados o de la resistencia de la industria) o de las dificultades técnicas inherentes a la propia regulación propuesta.

En realidad, gran parte del problema reside en que muchas de las soluciones globales formuladas se refieren a cuestiones que deben ser formalmente adoptadas a nivel nacional y/o regional por lo que su efectiva implantación depende de decisiones locales. El resultado final del proceso será un sumatorio de medidas regulatorias y supervisoras, aprobadas en el ámbito doméstico, que deben producir efectos similares o resultados equivalentes en los diferentes mercados financieros internacionales.

Alcanzar este objetivo global mediante una ejecución local, requiere múltiples modificaciones en los ordenamientos jurídicos de muchos países y regiones del mundo, con características, intereses y niveles de desarrollo muy diferentes. Si los acuerdos en un mundo dominado por las economías occidentales han sido difíciles, tras la crisis las dificultades serán mayores. Nos encontramos en un mundo diferente, más global, que está reconfigurando la industria financiera en favor de las potencias emergentes que hasta ahora tenían poco peso en la industria financiera. Y todo en ello en un contexto de retraining de la economía que requiere la formulación de



medidas de todo tipo, normativas también, para recuperar tasas positivas de crecimiento.

II. LA REGULACIÓN EUROPEA

En la Unión Europea, estamos viviendo un proceso complejo que añade al gran número de medidas regulatorias nacidas de las propuestas del G-20, otras propuestas de carácter político y económico que han surgido como consecuencia del fuerte incremento de los déficits públicos, del aumento de las primas de riesgo, de una falta de crecimiento más acusada que en otras partes del mundo y de la crisis del euro y que, en definitiva, son necesarias para reubicar Europa en el nuevo escenario mundial.

Este es el caso, por ejemplo, de la reciente iniciativa de la Comisión y del Consejo europeos, del Eurogrupo y del Banco Central Europeo (el documento titulado «Hacia una verdadera Unión Económica y Monetaria» de junio 2012) que considera necesario para avanzar en la resolución de la crisis y afianzar el euro como divisa de referencia, un reforzamiento de la Unión Europea basado en tres pilares: la unión bancaria, la unión fiscal y la unión económica. Estas propuestas son de hondo calado y requerirán profundas reformas de los Tratados y de las instituciones europeas y un largo tiempo para implementarse.

Sólo a modo de ejemplo y por referirnos al ámbito financiero, el proceso de Unión Bancaria requiere la adopción de decisiones sobre el supervisor bancario único europeo (cuestión sobre la que se ha llegado recientemente a un principio de acuerdo para una supervisión limitada a grandes entidades bancarias y que retrasa su implantación hasta el año 2014), y sobre los sistemas de garantía comunitarios y los procesos de liquidación de entidades, proyectos ambos ya iniciados que se están aún debatiendo.

De cualquier forma, aunque ha habido recientes avances, la complejidad es grande y la posibilidad de llegar a acuerdos globales requerirá múltiples debates y concesiones de los Estados

miembros hasta alcanzar el necesario consenso para lograr la deseada Unión Económica y Monetaria.

PROPUESTAS DE REGULACIÓN FINANCIERA

Al margen de estas reformas que consideramos indispensables para lograr los objetivos de integración, solidaridad y unicidad de mercados que están en la base de la construcción europea, existen numerosas propuestas de regulación que obedecen a causas diferentes.

Podemos distinguir tres tipos de medidas:

1. Por un lado, aquellas acordadas en las reuniones del G-20 que están siendo o deben ser incorporadas al acervo regulatorio comunitario.

En este grupo de materias podríamos situar, a modo de ejemplo y al margen de otras iniciativas de ámbito más amplio, (i) la compensación de derivados OTC en cámaras de contrapartida central, (ii) la revisión del marco de regulación y registro de las Agencias de Calificación Crediticia, (iii) diversas medidas encaminadas a la protección de los consumidores de servicios financieros, (iv) reglas en materia de adecuación de capital de las entidades de crédito, (v) el acercamiento a la regulación y supervisión de la banca en la sombra, (vi) la regulación de aspectos específicos para el originador o colocador en operaciones de titulización, o (vii) la atención regulatoria y supervisora a los *dark pools*.

2. Al mismo tiempo, se está tratando de dar soluciones a otras cuestiones propias del mercado financiero europeo que, como consecuencia de la crisis, demandan regulación específica. Es el caso de la prohibición o limitación de las ventas en descubierto y de las posiciones cortas sobre valores bancarios, de la operativa en derivados



de crédito sobre deuda soberana o de la regulación de las cámaras de contrapartida central a nivel comunitario.

3. Por último, en un tercer grupo, deben situarse aquellas medidas regulatorias adoptadas o en curso que traen causa, en su mayoría, de normas anteriores a la crisis que se encuentran incluidas en el Plan de Acción de Servicios Financieros. Se trata de normas que deben ser actualizadas como consecuencia de la propia evolución de los mercados.

Son muy numerosas las propuestas que podemos incluir en este tercer conjunto de normas. Entre ellas, (i) la regulación de las figuras de gestión alternativa, (ii) la mejora continua en la regulación y armonización de las instituciones de inversión colectiva, (iii) la reciente regulación y la actual revisión del marco regulatorio para centros de negociación de instrumentos financieros y para empresas de servicios de inversión, (iv) el desarrollo de las normas de conducta y del nivel de información en la comercialización de productos estructurados, (v) la posible separación de las actividades de banca comercial de las actividades de inversión, (vi) el marco de regulación del abuso de mercado, del folleto en las ofertas públicas, de los mercados para pequeñas y medianas empresas, de los depositarios centrales de valores, de los sistemas de registro de valores desmaterializados, y del ejercicio de los derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, entre otros.

La sola enumeración de las iniciativas en curso causa vértigo y produce una profunda preocupación. La dificultad del cumplimiento y supervisión de tan elevado número de reglas, algunas de ellas promovidas para modificar normas que han tenido un escaso periodo de vigencia, la profusión de sus diferentes orígenes que, en ocasiones, genera falta de consistencia entre ellas, y la posibilidad de que los costes de su implementación sean superiores a las venta-

jas que se quieren conseguir, podrían ser factores contraproducentes y contrarios a los objetivos perseguidos de eficiencia regulatoria y supervisora, transparencia, integridad del mercado, abaratamiento de los costes de transacción, incremento de la seguridad en las operaciones, protección del inversor y en definitiva de devolver la confianza al mercado⁴ y favorecer el crecimiento.

III. LA SITUACIÓN EN ESPAÑA

En España, el escenario al que se enfrentan en la actualidad los mercados financieros es una suma de dos factores relevantes: por un lado, los conocidos efectos de la crisis económica sobre el sistema financiero español (derivados de la explosión de la burbuja inmobiliaria, del impacto del alto nivel de desempleo sobre el nivel de morosidad de las entidades de crédito, de la falta de liquidez y de la caída del consumo privado), y por otro, el marco regulatorio y de supervisión europeo cambiante y tremendamente abundante.

Pero también el mercado español tiene sus propios elementos configuradores y ventajas competitivas, en términos de operadores e infraestructuras, así como oportunidades de desarrollo específicas.

En este contexto, en los siguientes puntos haremos algunas consideraciones acerca de las orientaciones que serían deseables para impulsar los mercados financieros españoles hacia los niveles de productividad, excelencia y eficiencia necesarios para impulsar el crecimiento y competir con éxito en un marco de recuperación de la actividad económica, que deberá llegar, más pronto que tarde.

⁴ La preocupación por el posible exceso regulatorio alcanza incluso al propio Consejo de Estabilidad Financiera, que en su informe de evaluación sobre las medidas del G-20 de noviembre de 2011, señaló el riesgo de que la carga de la regulación pudiera conducir a las entidades a desarrollar su actividad fuera del perímetro regulado (banca en la sombra).



III.1. CONSIDERACIONES GENERALES

La salud de un sistema financiero, entendido como el conjunto de normas, medios e instituciones que intervienen y regulan los mercados financieros es de gran importancia para impulsar la economía de un país. Por lo tanto, las acciones dirigidas a fortalecerlo deben ser el principio orientador de la actividad de los poderes públicos y de las iniciativas privadas en consideración a las múltiples ventajas que de un sistema financiero sano se derivan.

No solo la función de intermediación en el crédito desarrollada por las entidades de crédito o la de canalización de excedentes hacia inversiones productivas a través de los mercados de capitales son esenciales sino que, también, las actividades de los mercados secundarios, de los sistemas de post-negociación y de los operadores de los mercados, otorgando liquidez a los activos financieros y transformando riesgos y plazos, son servicios de alto valor añadido que requieren empleados de alta cualificación técnica y capacidad de innovación tecnológica y financiera que son básicos para estimular el crecimiento y desarrollar la economía productiva.

Es imprescindible para conseguir cualquier objetivo, la coordinación de los diferentes ámbitos de la regulación –financiero, económico y fiscal– con los de supervisión –en su diseño y actuación–, tanto para la toma de decisiones en materia de orientación, promoción o mejora de los mercados financieros, como para llevar a la práctica las conclusiones alcanzadas.

Actuaciones que no respondan a tales planteamientos, pueden ser difíciles de implementar y obstaculizarían la consecución del fin perseguido.

Las consideraciones anteriores nos llevan a la concreción de la siguiente reflexión: el Estado español debería considerar como un objetivo estratégico de primer nivel para favorecer el crecimiento, la promoción del desarrollo de sus mercados financieros, explotando las posibilidades existentes y de futuro así como el nuevo marco regulatorio europeo y global.

Junto a esta consideración inicial, hemos de destacar que para que el sistema financiero transmita todos estos valores al sistema productivo, aquél debe ser sólido, solvente, eficiente, íntegro, útil y, por supuesto, fiable. Debe ofrecer confianza y garantías a todos sus participantes.

Para tener estas características, un sistema financiero debería disponer, al menos, de los siguientes elementos:

- (i) entidades solventes con una buena supervisión y una profunda cultura de cumplimiento,
- (ii) consumidores de servicios financieros formados e informados, capaces de entender en qué productos invierten y adecuadamente protegidos, tanto en sus relaciones contractuales con las entidades financieras, como en la protección de sus activos,
- (ii) infraestructuras competitivas.

Y desde luego, contar con la involucración comprometida de los poderes públicos en la promoción de su fiabilidad y desarrollo.

III.2. CONSIDERACIONES CONCRETAS RESPECTO DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

Para que el profundo cambio regulatorio al que estamos asistiendo pueda ser efectivo ha de ser asimilado por la industria y plasmarse en sólidas prácticas por parte de todos los intervinientes en los mercados quienes se verán obligados a transformarse para sobrevivir ante el impacto de la crisis.

Una crisis que tuvo su origen en un proceso de desregulación creciente y en una política monetaria expansiva que causó un exceso de liquidez global y una euforia financiera general que (i) distorsionó la percepción del riesgo, (ii) condujo a un excesivo apalancamiento y (iii) al sobreendeudamiento de familias y empresas, en un contexto de escasa regulación del sector bancario no tradicional.



Pero no solo las políticas monetarias laxas han estado en el origen de la crisis. También lo han estado las malas prácticas de la propia industria (en gobierno corporativo, control de riesgos o cumplimiento normativo), los fallos en la supervisión (sobre la solvencia de las entidades y prevención del riesgo sistémico) y la falta de formación financiera en los inversores.

La gravedad y duración de la crisis nos ha mostrado además otros fallos del sistema que han obstaculizado la esperada recuperación. Este es el caso, por ejemplo, del sobredimensionamiento del sector financiero (en capacidad productiva por entidad y en número de entidades), de la ausencia de alternativas al crédito bancario para la financiación de las pequeñas y medianas empresas, de la inadecuada comercialización de determinados productos financieros, de la falta de flexibilidad y la complejidad del marco institucional y la escasa internacionalización de nuestras entidades financieras.

Pero la industria financiera española también tiene puntos fuertes que deben ser aprovechados. Entre ellos destacamos la disponibilidad de infraestructuras competitivas en tecnología, comunicaciones y servicios profesionales auxiliares y de entidades con cualificación y capacidades profesionales de alto nivel sobradamente probadas en un mercado global.

Una política encaminada a fomentar el crecimiento económico basado en un mercado financiero sólido y fiable, que resulte atractivo para los inversores internacionales y contribuya a hacer de España una plaza financiera de primer orden, debe tratar de solventar los fallos del sistema y explotar sus puntos fuertes para sentar bases firmes en las que cimentar un potente desarrollo del mercado.

La contribución del sector financiero al crecimiento económico vendrá por la mejora en la disposición de crédito, sin duda, pero también por medio de un posicionamiento adecuado ante el previsible papel cada vez más relevante que el mercado de capitales puede jugar en la financiación de la economía. Este último elemento

requiere tomar las decisiones precisas y ejecutarlas, tanto en lo que respecta a las entidades que operan en estos mercados en sus distintas vertientes, como en lo relativo a los inversores y a las infraestructuras de soporte en negociación y liquidación, promocionando el desarrollo de las industrias concomitantes y aprovechando las oportunidades que se presenten.

Así, junto a la necesaria reordenación y saneamiento del sistema bancario, que viene siendo eficazmente atendida en España, y que resulta un elemento esencial en la dinamización del crédito y el crecimiento económico, consideramos que existen otros ámbitos del mercado financiero español en los que se debe centrar la atención, de forma que se puedan conseguir tanto mejoras en la financiación del tejido empresarial, como un adecuado nivel de competencia y de desarrollo de las fortalezas específicas de este mercado.

Todo ello con la necesaria involucración de los poderes públicos, que debe plasmarse, por un lado, en la búsqueda permanente de un marco regulatorio –dentro del contexto europeo– que provea de un adecuado nivel de seguridad jurídica, al tiempo que permita un desarrollo de los mercados en España; y por otro, en otorgar a la actividad supervisora la importancia que tiene en dicho potencial desarrollo.

En concreto, se debería prestar atención a los siguientes asuntos:

Competencia en la prestación de servicios financieros

La existencia de entidades bancarias de gran tamaño y con capacidades sobradamente mostradas de operación a nivel global, es un elemento importantísimo para el sistema financiero español y para el desarrollo doméstico e internacional de su tejido empresarial, que está en la base de la reordenación del sistema bancario en curso.

Pero más allá de esta reordenación, por otro lado forzada por las circunstancias, creemos que



se debería prestar atención a cuál deseamos que sea la estructura de prestadores de servicios financieros en el mercado doméstico español.

En este sentido, habría que diferenciar lo que se refiere a servicios estrictamente bancarios, de lo que son los servicios de inversión, que serán aquellos que ayuden a los consumidores e inversores a acceder a las posibilidades de inversión que otorgan los mercados de valores, incrementando, al tiempo, los volúmenes de inversión. En este segundo ámbito, la existencia de entidades de tamaño más reducido, especializadas en servicios financieros específicos, se considera –independientemente de su estatus legal– algo positivo para conseguir un escenario competitivo con más oferta, que lleve a mayores niveles de mejora, tanto en calidad del servicio, como en innovación y coste.

Este tipo de entidades, por otro lado, no son de importancia sistémica y en España están sometidas a una supervisión de calidad, lo que unido a su elevado grado de seguridad, permite que las ventajas para el mercado doméstico, no se vean contrarrestadas con mayores niveles de riesgo.

De acuerdo con lo anterior, el diseño del mercado financiero nacional debería valorar positivamente la existencia de entidades de perfiles de prestación de servicios específicos, con un tamaño más reducido –que existen en España– y que pueden servir para promover una mayor competencia en sus respectivos ámbitos de actuación, incrementando la ya elevada calidad del servicio.

Formación de inversores

La mejora de la educación financiera de los inversores es una vieja aspiración que tras la fuerte pérdida de confianza en los mercados financieros acaecida en los últimos años, deviene un factor determinante para recuperar la senda del crecimiento y enjugar los efectos negativos de la crisis económica en el ánimo de los usuarios de servicios financieros.

Quizás, la principal consecuencia de la coyuntura actual es la desafección entre los consumi-

dores de productos financieros y los intermediarios que prestan estos servicios. Las razones son variadas pero en todas ellas subyace como elemento destacable el fuerte desequilibrio existente entre las partes intervinientes (intermediario-cliente) en la comercialización, venta e intermediación de productos financieros. La creciente sofisticación de estos productos y la progresiva popularización de la inversión han agravado este desequilibrio para cuya corrección la educación financiera es un factor determinante.

Una primera razón de la mencionada desafección de los inversores hay que buscarla en las importantes pérdidas sufridas en su patrimonio como consecuencia del colapso de las cotizaciones de los productos financieros en los últimos años. Esta situación ha acentuado su aversión al riesgo y les ha alejado de los mercados. Pero no solamente es ésta la causa del alejamiento.

Otro motivo se encuentra en la proliferación de escándalos y noticias negativas sobre la forma en la que determinadas entidades se han gobernado, lo que sin duda ha acrecentado el grado de desconfianza y el desapego de los inversores hacia la industria financiera.

Por último, la forma en la que determinados productos complejos han sido comercializados, en muchas ocasiones con grave perjuicio para los inversores que apenas entendían la naturaleza del producto ofertado, ha acentuado su distanciamiento de los mercados, ha introducido serias dudas sobre la integridad y transparencia del sistema financiero y en definitiva ha causado un importante daño reputacional a todos los participantes en los mercados.

El resultado de estas variadas circunstancias es una pérdida generalizada de la confianza en las instituciones financieras. Su recuperación es una tarea ineludible para estar en disposición de relanzar nuestros mercados.

Son varias las piezas clave para conseguirlo, pero entre ellas, sin duda, la educación financiera del inversor debe ser la base para el asentamiento de una nueva relación de confianza entre



mercados e inversores, más madura, en la que el cliente sea capaz de evaluar las inversiones que se le proponen y entender la naturaleza del producto ofertado, del riesgo que implica, y la relación que existe entre rentabilidad y riesgo.

Una adecuada formación de los inversores, constituye uno de los elementos más eficaces para su protección, y como tal debe ser promovida como un elemento esencial para el cumplimiento de este objetivo fundamental. Pero además una mayor formación contribuiría a allanar las relaciones entre entidades y clientes, facilitaría su entendimiento, limaría desconfianzas frente a lo desconocido, y por extensión, haría más sencilla la supervisión de estas relaciones.

Para la consecución de este objetivo es necesario continuar con la implantación de las medidas ya iniciadas por los organismos supervisores, que parecen muy positivas, así como la asunción a nivel social de la importancia de este tipo de formación, que debería llevar a incorporarla de alguna manera, en los procesos formativos generales.

Replanteamiento del ámbito operativo de los bancos que toman depósitos

Una de las reacciones regulatorias a la crisis, se ha centrado en el estudio de cómo proceder al aislamiento de los depósitos de los clientes en entidades de crédito respecto del riesgo de ciertas actividades para cuya realización estas entidades están habilitadas. Fundamentalmente, se ha prestado atención a aquellos entidades de inversión que implican la asunción de riesgos propios de los mercados de instrumentos financieros, y que pueden afectar, en última instancia, a la solvencia de la propia entidad de crédito perjudicando a los depositantes –y disparando el funcionamiento de los correspondientes sistemas de garantía de depósitos– pudiendo requerir al tiempo, apoyo de dinero público en el salvamento de la entidad en cuestión.

Con diferentes matices y estructuras, los estudios realizados, y las medidas propuestas o apro-

badas, se han centrado en la separación jurídica de estos riesgos de inversión respecto del balance de la entidad de crédito que toma depósitos. La forma en que este aislamiento se plantee desde un punto de vista jurídico, operativo y funcional es algo que aún está pendiente de determinación a nivel europeo –siendo en este ámbito el punto de referencia comunitario el Informe Liikanen como lo es el Informe Vickers en Reino Unido– y en Estados Unidos en donde la aplicación concreta de la denominada *Volkers Rule* está aún pendiente de determinación.

Habrà que esperar a los procesos reguladores europeos para identificar dónde se ponen los límites regulatorios y cuáles serán las concretas exigencias para las entidades que operan en el mercado español.

No podemos en este momento plantear una determinación específica al respecto, ni prever los concretos efectos que unas u otras opciones puedan tener sobre las entidades españolas en su actuación doméstica o transnacional. Sí cabe señalar, en todo caso, que no han sido los riesgos asumidos en operativas de *proprietary trading* y *market making* –las que previsiblemente se limiten– por las entidades de crédito españolas, los que han afectado de una manera más significativa a la actual difícil situación que arrostran algunas de ellas.

También se puede resaltar respecto de esta cuestión, que es exigible que la conclusión regulatoria que se alcance respecto de la separación de tales actividades, acredite y justifique la consecución real de un mayor nivel de seguridad, al tiempo que evite un trato discriminatorio a las entidades españolas –en el marco regulatorio europeo– respecto de las que operen en otras regiones del mundo.

Financiación de PYMES

Una de las consecuencias negativas de la actual crisis bancaria es la falta de financiación de las pequeñas y medianas empresas, protagonistas de una parte esencial del tejido empresarial español



y elemento fundamental en la creación de empleo.

En consecuencia, la exploración de fórmulas que permitan la utilización de los mercados de valores para la financiación de Pymes, no solo puede permitir superar la reducción significativa en la disponibilidad de la principal fuente de financiación –la bancaria– para este tipo de empresas, sino que debería actuar como un acicate en el proceso de creación, desarrollo y expansión de las compañías.

Son diversos los elementos a atender en este proceso. Así, deben cubrirse adecuadamente las exigencias de los inversores en términos de transparencia, análisis, liquidez o rentabilidad y deben diseñarse fórmulas que sean atractivas para las propias entidades financieras que potencialmente puedan operar en este ámbito, tanto asesorando como elaborando análisis o dando liquidez.

La búsqueda de mecanismos diferentes al de la intermediación financiera bancaria para las Pymes, es algo en lo que los poderes públicos y los responsables de la gestión de sistemas específicos de negociación para este segmento de mercado –señaladamente los responsables del Mercado Alternativo Bursátil– vienen trabajando, y es un esfuerzo en el que no debe cejarse.

La utilización de los mercados de valores en la financiación de Pymes puede articularse a través de la emisión de valores de renta fija o de renta variable. Estos últimos pueden ser más sensibles a aspectos culturales, si bien pueden permitir una mejora en la cimentación y crecimiento de las empresas.

En este ámbito, posibilidades tales como la creación de fondos de inversión específicos, parece que pueden ser interesantes, en tanto se encuentren fórmulas que permitan cubrir las exigencias anteriormente apuntadas.

En todo caso, lo que sí parece claro, es que el otorgamiento de un régimen fiscal favorecedor para quienes inviertan en los valores emitidos por las Pymes o por estos fondos, u operen en los correspondientes mercados, es algo de la máxi-

ma importancia, como se ha demostrado en otras experiencias internacionales.

Referencia en infraestructuras de *post trading*

A nivel europeo, la competencia entre centros de negociación de valores e instrumentos financieros y entre centros de *post trading* es una de las características más recientes. Esta competencia viene propiciada desde instancias regulatorias comunitarias, mediante normas tales como la Directiva MiFID, que consagra el reconocimiento en todo el territorio de la Unión Europea de los diferentes centros de negociación y de las infraestructuras de post contratación, y en particular de las cámaras de contrapartida central a falta de una regulación, en ciernes, sobre Depositarios Centrales de Valores.

En este escenario, la delimitación del panorama europeo, específicamente en materia de *post trading*, es algo aún no enteramente definido. Por ello, consideramos que en este ámbito –cuyas características son las de un alto nivel tecnológico y una fácil deslocalización respecto de las infraestructuras de negociación–, se abren posibilidades para que España juegue un papel relevante. Junto con el atractivo que la calidad de vida del país pueda suponer para atraer a profesionales en la materia, la localización de este tipo de actividad supondría el desarrollo aún mayor que el actual, de una industria de alto nivel tecnológico, elevado nivel de innovación, con personal hondamente cualificado y podría abrir las puertas a ser una referencia, tanto en Europa, como para otras áreas geográficas.

En este sentido, España cuenta con unas infraestructuras y unas entidades con contrastada experiencia y capacitación en la materia.

En la actualidad, se está definiendo y desarrollando el nuevo sistema de compensación, liquidación y registro en España. Este sistema debe responder a los estándares de funcionamiento internacionales y evitar incurrir en costes que lo hagan poco competitivo. Tales estándares implican –como ocurre ya en España en la actualidad–



mantener un activo papel de las entidades financieras como responsables de la custodia de los valores de sus clientes, acreditando, al mismo tiempo a estos, como titulares de los valores (en un esquema funcionalmente similar al desaparecido del depósito de títulos físicos).

En esta función de las entidades, un adecuado nivel de supervisión –con sometimiento de la actividad de custodia a licencia– y un régimen de responsabilidad reforzada frente a los clientes como el existente en España, junto con el riesgo reputacional que, dentro del mercado, puede suponer para una entidad un problema en estos ámbitos, creemos que son elementos adecuados de protección de los intereses de tales clientes, como se ha demostrado en la historia reciente.

Las infraestructuras de *post trading* tienen una doble función. Por un lado la de ser prestadores de servicios mayoristas a las entidades financieras que, a su vez, se los prestan a sus clientes, inversores. La otra función tiene que ver con una gestión de riesgos que proteja, tanto la estabilidad financiera como a los inversores individualmente considerados, entre otras cosas, mediante el cuadro y la función notarial de los depositarios centrales de valores.

Es la función de prestación de servicios a mayoristas la que entendemos puede tener recorrido. Si bien no se trata de una cuestión sencilla, dado que estamos ante un mercado muy desarrollado y competitivo a nivel europeo y global, creemos que deben al menos explorarse –con involucración de los poderes públicos en lo que sea preciso– las posibilidades de desarrollo de este negocio en España en el ámbito del concierto europeo, de forma que, en caso de que la evolución de las relaciones empresariales lo permitan, se pudiese crear en España un centro de referencia en materia de post negociación.

Gestión de activos

El mercado español de gestión de activos tiene señaladas fortalezas, tanto en originación, como

en los ámbitos de la gestión, depositaria y comercialización, lo que le sitúa en una buena posición de partida de cara a la construcción de un mercado integrado europeo.

El marco regulatorio europeo, que elimina barreras para la libre prestación de servicios financieros, favorece que la actividad de los operadores, en todos o en alguno de estos ámbitos, pueda implantarse en aquellos territorios donde las condiciones resulten más favorables y se den las mejores condiciones, tanto en lo que respecta a los profesionales como para las propias entidades.

En la práctica, a pesar de las fortalezas de la industria española de gestión de activos, esta apertura en el marco regulador no está suponiendo su crecimiento sino que más bien está sufriendo un menoscabo en favor de otras jurisdicciones.

En consecuencia, es necesario afrontar esta realidad con urgencia y realizar un detenido análisis para identificar, conjuntamente con el sector, cuáles son esos elementos que hacen que una jurisdicción sea más atractiva que otras para el desarrollo de la industria de gestión de activos, de forma que se puedan tomar medidas, tanto a nivel regulatorio como supervisor. El objetivo es sentar las bases para favorecer que España pueda ser un centro de referencia en materia de gestión de activos, beneficiándose de la regulación europea y sacando el mayor rendimiento posible de su cualificada mano de obra y capacidades tecnológicas y de innovación.

Este análisis sobre las circunstancias que favorecen la localización de la industria en unas jurisdicciones frente a otras, debe profundizar en aquellos elementos de la regulación española que suponen una desventaja competitiva respecto a la industria extranjera, con la idea de eliminar obstáculos legales al crecimiento. Así por ejemplo, la imposibilidad de utilizar cuentas globales para la distribución de fondos de inversión españoles, o la imposibilidad de prestar los valores de las carteras gestionadas de IIC que impide mejorar su rentabilidad mediante la retribución del préstamo, son dos impedimentos legales cuya elimina-



ción representaría una gran avance para la localización de negocio en el territorio nacional.

No debe olvidarse, en este sentido, que tanto las Instituciones de Inversión Colectiva, como otros patrimonios cuya gestión se encuentra regulada –como es el caso de los Fondos de Pensiones– suponen, además, una oportunidad de financiación muy relevante para la economía.

En este esfuerzo por localizar el negocio de gestión de activos internacional en España, así como en la prestación de otros servicios de inversión tales como el asesoramiento o la intermediación, se debe sacar partido de la excelente situación geográfica y cultural de España como enlace entre Iberoamérica y Europa y entre Norte de África y Europa. Entidades españolas adecuadamente preparadas pueden ser cauce de inversión para entidades de estas zonas geográficas.

Realce de la labor supervisora

La existencia de supervisores especializados en el ámbito de la prestación de servicios financieros es consecuencia del marcado carácter técnico de los mercados, de sus operadores y de los productos negociados en ellos.

Junto a la autonomía, competencia y suficiencia de medios –estándares internacionalmente exigibles para el ejercicio de una adecuada labor supervisora–, queremos llamar la atención respecto de otra característica que consideramos debería formar parte de las funciones de las autoridades de supervisión. Nos referimos a la labor de fomento del mercado, cuya configuración debe hacerse en un doble aspecto.

Por un lado, evitando que la labor de vigilancia y supervisión dificulte innecesariamente el desarrollo del mercado; los organismos supervisores no deben ser un instrumento que limite más allá de lo necesario las posibilidades de actuación, crecimiento e innovación de los mercados ni las de sus operadores, particularmente en un contexto de competencia global, en el que también las jurisdicciones pugnan por atraer

negocio nuevo y evitar la deslocalización del ya existente.

Y junto al ejercicio de esta tarea por omisión («no deben ser un instrumento que limite») y como complemento de ella, es importante que los supervisores asuman un papel activo, incluso militante, en la promoción del mercado.

La idea que subyace tras esta propuesta es que corresponde a los organismos de supervisión además del ejercicio de su función de vigilancia (contribuyendo a incrementar la confianza y seguridad de los operadores y la integridad del mercado), asumir una posición proactiva para favorecer su desarrollo.

En este sentido, el informe del Grupo de Expertos de Alto Nivel, presidido por Jaques de Larosiére, y emitido en Febrero de 2009, señalaba específicamente que:

*The supervisory objective of maintaining financial stability must take into account an important constraint which is to allow the financial industry to perform its allocative economic function with the greatest possible efficiency, and thereby contribute to sustainable economic growth. Supervision should aim to encourage the smooth functioning of markets and **the development of a competitive industry.***

Parece conveniente, pues, que el supervisor asuma un papel de liderazgo en la promoción de la industria financiera tratando, a través de sus iniciativas, de eliminar barreras y de incentivar la innovación y la eficiencia. La consolidación de esta idea requeriría su reconocimiento expreso dentro del marco normativo que regula la creación, funciones y fines de los organismos supervisores.

Además, para que esta labor promotora del mercado resulte eficiente, es necesaria una dotación adecuada de medios humanos en el supervisor. El referido informe Larosiére señala como un factor muy positivo para el desarrollo del mercado que (i) se promueva una interrelación entre la industria y el supervisor, incluso, mediante estancias temporales de personas del sector en el pro-



pio organismo, así como que (ii) se implante una adecuada política de personal y de remuneración de sus empleados con la finalidad de que pueda, en todo momento, contar con personal técnico apropiado y resultar atractivo a la hora de su captación respecto a otros sectores del ámbito privado en los que una adecuada preparación está altamente remunerada.

Creemos que ambas medidas propuestas por el Grupo Larosière podrían ser muy útiles para realzar el atractivo del mercado español. Tanto la interrelación entre sector privado y supervisor para conseguir una supervisión ajustada a los altos estándares de innovación característicos de este sector, como las medidas tendentes a evitar la pérdida de personal cualificado y a atraer técnicos que puedan aportar experiencia valiosa para hacer una labor supervisora de calidad, son propuestas que contribuirían, sobre el alto nivel actual, a modelar un mercado más competitivo, íntegro y eficiente.

Y como complemento de las medidas apuntadas, realce del supervisor y formación de inversores, es indispensable desarrollar a nivel nacional una efectiva cultura de cumplimiento que permita introducir elementos de funcionamiento más dinámicos y menos potencialmente litigiosos en las relaciones entre entidades y sus clientes.

Se trata de una cuestión social que implica un cambio cultural que convendría ir tratando de abordar, incidiendo en ello como un objetivo de la actuación de los poderes públicos y del compromiso de las entidades con sus clientes.

Este es un elemento importante en la línea de defensa del cliente y, por tanto, de la construcción de una relación de confianza en los mercados financieros.

III.3. CONCLUSIONES

La crisis nos ha situado en un mundo diferente, multipolar, resultado de unas nuevas y abundantes reglas de juego, que está sufriendo el impacto de la crisis de forma asimétrica y ha reconfi-

gurado la industria financiera en favor de las potencias emergentes. Debemos ser conscientes de este nuevo escenario y prepararnos para competir en un mercado más global y sesgado hacia nuevos mercados.

Esta revolución del escenario en el que nos encontrábamos hasta ahora ofrece también oportunidades que pasan por sentar las bases para el crecimiento y para resituar nuestra economía en el nuevo contexto. Es un objetivo que resulta indispensable para devolver la confianza a los mercados y favorecer la financiación de la economía productiva que, no obstante, debe enmarcarse y está condicionado por la evolución del marco europeo que, a su vez, está inmerso en profundos cambios.

En el ámbito financiero, como elemento fundamental para el desarrollo de la economía, las actuaciones deben centrarse en la configuración de un mercado sólido, eficiente y atractivo que se base en los siguientes elementos:

- entidades solventes, con profunda cultura de cumplimiento y con una supervisión potente, orientada también a la promoción del mercado;
- consumidores formados e informados que recuperen la confianza en un sistema financiero, con niveles adecuados de competencia;
- condiciones regulatorias y supervisoras que impulsen la localización en España de aquellos ámbitos de negocio en los que nuestra industria tiene o puede desarrollar fortalezas significativas;
- internacionalización de nuestras empresas aprovechando su privilegiada posición geográfica y cultural para servir de puente entre Europa y Latinoamérica y Norte de África;
- mecanismos eficientes de financiación de la economía productiva y en particular de las pequeñas y medianas empresas;
- apoyo y promoción de los poderes públicos en su conjunto, en la consecución de los anteriores elementos.



BIBLIOGRAFÍA

- The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosière Report. Bruselas, 25 de febrero de 2009.
- High-Level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, Chaired by Erkki Liikanen Report. Bruselas 2 de octubre de 2012.
- Declaración de la cumbre del G-20 en Washington sobre Mercados Financieros y la economía mundial. 15 de noviembre de 2008.
- Discurso de David Wright, Secretario General del IOSCO en el Consejo Atlántico en Washington CD: 10 de diciembre de 2012.
- La Reforma de la Compensación y Liquidación en España, Ignacio Santillán. Observatorio sobre la Reforma de los mercados financieros en Europa (2012) Fundación de Estudios Financieros. Madrid, 2012.
- Pequeña y Mediana Empresa: Impacto y Retos de la Crisis en su Financiación. Fundación de Estudios Financieros. Madrid, 2012.