



## Intervención en el XII Encuentro Financiero Expansión – KPMG

RODRIGO BUENAVENTURA, PRESIDENTE DE LA CNMV  
30 de noviembre de 2021

Muchas gracias a KPMG y a Expansión, a Ana y Juan José, por vuestra invitación a la CNMV a participar en esta segunda sesión de este XII Encuentro Financiero.

La jornada de ayer se dedicó al papel decisivo, sin duda, de las entidades en la transformación económica, así como en el proceso de recuperación de nuestra economía. Y en la de hoy, se abordan dos sectores muy específicos: la gestión de activos y el sector asegurador. Creo que el sistema financiero es mucho más amplio que el sistema bancario. Necesitamos análisis y debate sobre un aspecto a mi juicio crucial: el papel del sistema financiero no bancario en la transformación económica de nuestra sociedad. Y en concreto el papel del capital riesgo, del mercado bursátil y de renta fija como vías de financiación de las empresas, desde una perspectiva de mercado primario, con independencia de quién luego gestione esos activos o quién asegure sus riesgos. Creo que todo lo que podamos hacer para poner el foco en esa realidad mejorará nuestra comprensión del reto a que nos enfrentamos.

Y el primer reto responde a una pregunta muy sencilla: teniendo en cuenta que los bancos nunca van a financiar el 100% de una inversión y van a demandar siempre un porcentaje de fondos propios a cada empresario, a cada compañía, ¿quién va a aportar esos fondos? Si las empresas españolas van a tener que invertir 30.000 millones adicionales al año durante toda esta década sólo para acercarse al reto de la descarbonización, ¿de dónde van a sacar los 8.000 o 10.000 millones anuales extra que van a tener que aportar como fondos propios, para complementar la financiación ajena? O, por otro lado, ¿qué parte de esos 20.000 o 22.000 millones restantes de financiación ajena adicional provendrán de préstamos bancarios y qué parte de emisiones de deuda?

Los mercados de valores y la financiación no bancaria, para los próximos años, son una pieza esencial del mix de financiación de las empresas españolas. Por otra parte, flaco favor estaríamos haciendo a la economía europea y española y al sector de gestión de activos, con el elevando grado de bancarización ya existente en nuestras economías, si el volumen de inversión necesaria descansara exclusivamente en el endeudamiento bancario. Es el mercado de valores, el mercado bursátil, junto con el capital riesgo y el de renta fija, el que ofrece alternativas para cuadrar las cuentas de la transformación y

de la recuperación económica, porque esa transformación requiere una proporción de capital, de equity, que sólo puede aportar el sector financiero no bancario.

Contamos con un mercado de valores profundo y transparente, que ha respondido muy bien, en estos últimos 18 meses a los efectos que sobre algunas empresas cotizadas ha tenido la pandemia. Y hay que potenciarlo. Tanto en acceso de compañías, como en el otro extremo, el del acceso de nuevos inversores al mercado, tanto institucionales como minoristas.

Es este segundo punto, el acceso del inversor a los mercados de valores, el que me gustaría hacer una primera reflexión sobre la dimensión de sostenibilidad en el sector de gestión de activos.

El pasado mes de marzo entró en vigor el reglamento de Divulgación SFDR (acrónimo de Sustainable Finance Disclosure Regulation) por el cual se establecía el nivel de implicación, en base a los criterios ASG, de los instrumentos financieros en materia de sostenibilidad. En España, contamos con algo más de 1.500 fondos de inversión de los que, actualmente, sólo 154 incorporan en su gestión algún criterio de sostenibilidad, que representan, sobre el total de patrimonio bajo gestión en la industria, un 17,44%. Se plantea por tanto la cuestión de, si esa foto, coincidirá con la que podamos hacer dentro de uno o dos años. Yo creo que no, que probablemente asistamos a una intensificación de la oferta de producto sostenible, al estilo de lo que ya están haciendo las gestoras en otros países europeos. Será probablemente necesario potenciar esa oferta para ser más competitivos y atender a la demanda que se está generando entre los inversores españoles, manteniendo o mejorando la cuota de mercado de la industria española de gestión de activos.

Por otra parte, hay que reconocer que existe incertidumbre jurídica en la medida en que no están aprobados aún los desarrollos técnicos ligados al Reglamento. Algo similar ocurrirá el próximo dos de agosto, cuando quienes presten asesoramiento o gestión de carteras tengan que incorporar las preferencias de sostenibilidad de los inversores en los test de idoneidad de los productos sobre los que asesoran o que compran para las carteras de sus clientes. Adicionalmente, la información que deben publicar los emisores sobre la sostenibilidad de los valores, no estará aún disponible en ese momento. Eso es una circunstancia desafortunada, derivada de que la Unión Europea está terminando de construir el edificio normativo sobre finanzas sostenibles, y como en todo edificio que se inaugura por tramos o por plantas, hay momentos en los que se producen desajustes, desacoples o disfuncionalidades temporales. Esta situación complica enormemente la gestión y en estos asuntos, desde la CNMV estamos tratando de dar pautas al sector a este respecto, alineadas con las de otros supervisores europeos, pero la situación no es ideal.

La segunda de las reflexiones que me gustaría compartir con ustedes hoy es la relativa a la posible flexibilización del acceso de inversores minoristas a los mercados de capitales. Hay una serie de iniciativas regulatorias, lideradas por la Comisión Europea,

enfocadas a incorporar más inversión minorista en mercados de capitales, como modo de reducir la sobre-concentración de los depósitos bancarios en los ahorros de los europeos y la sobre-concentración de deuda bancaria en los balances de las empresas europeas. Algunas de esas iniciativas se han presentado (en forma de consulta pública o en forma de propuestas legislativas en el nuevo paquete CMU) hace menos de diez días y se abre por tanto una fase en la que los inversores y los gestores españoles pueden y deben hacer oír sus voces en el proceso regulatorio europeo, sin complejos. Y les animo a ello, a participar en esos procesos de consulta. Luego, lamentarse de la regulación europea sin haber tratado de mejorarla en el momento oportuno, sirve de poco.

En general creo que es muy positivo acercar al ahorrador al mercado de valores, pero cómo hacerlo exactamente es un tema largamente debatido. En la tendencia de favorecer y flexibilizar el acceso del inversor minorista al mercado de valores y de fondos, se da el clásico dilema regulatorio, que tantas veces hemos presenciado en la UE y en España y que tiene a veces, lamentablemente, un movimiento pendular. ¿Debemos optar por maximizar la libertad de decisión del inversor minorista, incluyendo la asunción de riesgos adecuadamente informados, o debemos poner límites y barreras o prohibiciones para el acceso a ciertos productos? ¿Las barreras deben venir en forma de advertencia o de prohibición taxativa? Es un debate que se ha desarrollado cientos de veces: en la prohibición o no de opciones binarias para clientes minoristas, en los límites al apalancamiento de CFDs, en las advertencias de productos complejos, por citar sólo algunas.

La respuesta a estas preguntas, como decía, muchas veces oscila entre los extremos, en función del momento del ciclo económico en el que estemos o de la existencia de crisis financieras. Hoy parece que el tono regulatorio camina hacia la liberalización, pero no debemos perder de vista la dimensión de la protección del inversor, que es crucial para que la confianza a largo plazo en el mercado se mantenga.

Un aspecto de este debate es el que afecta a los vehículos alternativos y los fondos de capital riesgo. Es positivo acercar estos productos al inversor minorista pero no a cualquier precio, habida cuenta del mayor nivel de riesgo que incorporan y su mayor horizonte temporal de inversión. Por tanto, reducir el límite cuantitativo de entrada del inversor minorista es beneficioso a mi juicio, siempre que se mantengan dos condiciones: uno, que se haga bajo recomendación de la entidad y, dos, que la inversión realizada no suponga un porcentaje muy alto de la riqueza financiera del cliente, que pudiese suponer una asunción de riesgos excesiva o un grado de iliquidez elevado en la cartera total.

La Comisión Europea ha propuesto ir aún más allá, eliminando estas dos condiciones, en el caso de los fondos ELTIF y descansando solo en el análisis de idoneidad. A mi juicio, esto requiere un debate profundo para evitar asunciones excesivas de riesgos en algunos inversores minoristas.

El perfil y el riesgo de liquidez de la inversión colectiva es uno de los temas que atrae un debate regulatorio intenso. A escala internacional, la atención la han generado los fondos monetarios a valor constante, que pueden generar incentivos perversos de retirada en momentos de mercado volátil, como en marzo de 2020. Pero ese es un debate poco relevante en el caso español, pues no tenemos aquí esta problemática. Creo que es más interesante en nuestro caso reflexionar sobre cómo combinar la necesidad de incorporar en mayor grado al inversor minorista a los mercados de valores con el mantenimiento de un adecuado perfil de liquidez de los vehículos de inversión colectiva.

El riesgo de liquidez de los fondos españoles UCITS y cuasi-UCITS ha estado en líneas generales muy bien gestionado. También la CNMV ha prestado mucha atención a este tema en los últimos años. Los resultados de stress tests de liquidez que se realizan periódicamente muestran una robustez digna de mención. Pero quizás somos “demasiado robustos”: me explico. Si nuestro modelo económico ha de transformarse y el impulso de la mediana y pequeña empresa se determina como fundamental en este proceso de transformación, es necesario que el gestor de inversión colectiva y el partícipe adapten las ventanas y las expectativas de liquidez a las características de los valores en los que invierte el producto y no al contrario.

Por ejemplo, la liquidez diaria es y seguirá siendo la opción mayoritaria en la inmensa mayoría de fondos de inversión abiertos. No obstante, en determinados vehículos pueden diseñarse ventanas de liquidez menos frecuentes. Ello facilitaría la presencia significativa de activos menos líquidos pero muy interesantes como las acciones de PYMES en expansión como parte de las carteras de algunas IIC abiertas.

Esto sería positivo para la economía española, que necesita de la inversión colectiva para seguir creciendo, para los partícipes, que verán incrementada su rentabilidad a largo plazo, y para las empresas en expansión, que requieren de una base inversora cada vez más amplia y profunda.

Debemos pues mantener la liquidez diaria allí donde tiene sentido, que será en la inmensa mayoría de los casos, pero también creo que hay que ser creativos y re-diseñar las ventanas de liquidez de algunos productos concretos que inviertan en acciones o bonos de menor liquidez relativa. Obviamente, siempre que todo ello se haga con transparencia y explicando bien al partícipe el régimen de liquidez de cada vehículo. Hay oportunidades, con ese enfoque, de mejorar el rendimiento a largo plazo para algunas tipologías de inversores.

La tercera y última de las reflexiones que me gustaría incorporar al debate de hoy es el papel de los denominados neo-brokers, cuyo modelo de negocio se basa en el desarrollo tecnológico que hace más accesible la participación directa de los inversores minoristas en el mercado. Hay que dar la bienvenida, alto y claro, a nuevos modelos de negocio que incrementen la competencia y contribuyan a mejorar los servicios que reciben los

inversores españoles y a reducir los costes de su acceso a los mercados. Me estoy refiriendo a los servicios de intermediación.

Pero hay dos formas de hacerlo: una sana y otra peligrosa.

La sana es reducir costes y comisiones a base de ser más eficientes, más dinámicos, de operar con estructuras de costes fijos menores y sobre todo de aplicar la tecnología como factor de eficiencia. Debemos incentivar este camino, bien venga de neo-brokers o de entidades tradicionales, pues es el inversor y no otro el que se beneficia de ello.

La forma peligrosa es rebajando o eliminando costes explícitos como las comisiones por el método de vender al mejor postor las ejecuciones de las órdenes de sus clientes, mediante el cobro por el broker de comisiones ocultas pagadas por un centro de negociación al que se dirige el flujo de órdenes de los clientes. Es lo que se conoce como pago por flujo de órdenes, o Payment for order flow (PFOF). En ese modelo, el broker obtiene su remuneración de un tercero, que le paga por recibir el negocio de los clientes del broker. A cambio, el bróker le ofrece al cliente comisiones explícitas muy bajas o cero.

El riesgo de esta práctica es triple: información engañosa (si se publicita el servicio como gratuito), conflicto de interés y posible incumplimiento del deber de mejor ejecución para el cliente. El supervisor europeo, ESMA, ha advertido públicamente contra esta práctica y ha cuestionado su legalidad. La Comisión Europea ha ido más allá y ha propuesto la pasada semana que se prohíba, en su revisión del reglamento MIFIR. Y yo estoy de acuerdo en que no debería permitirse que una entidad cobre, a espaldas del cliente, comisiones de un tercero por llevarle a ese tercero las operaciones de sus clientes.

Este debate me recuerda a menudo a las ventanillas de cambio de divisas en los aeropuertos que se anuncian con grandes carteles de “Sin comisión”. Como todos sabemos, a nadie mínimamente informado se le ocurriría que la opción sin comisión es por definición más barata. La única forma de saber si conviene esa oferta es calcular cuánta divisa nos dan por cada euro, o viceversa, en términos netos de comisiones. El problema con la ejecución de renta variable es que, a diferencia de dos ventanillas en la misma sala de aeropuerto, los precios de las acciones se mueven constantemente y hay cientos de centros de ejecución posibles, por lo que comparar en tiempo real es casi imposible para el inversor final. Y en ocasiones estas supuestas comisiones cero se ofrecen sobre valores no españoles (por ejemplo, estadounidenses), lo que hace aún más difícil para el inversor comparar y saber si los ha adquirido o vendido al mejor precio posible neto de comisiones. Incluso con la propuesta de consolidated tape que la Comisión Europea presentó la semana pasada, sería un ejercicio complejo y laborioso comprobar si la entidad está ejecutando en los términos más beneficiosos para el cliente.

Por eso es necesaria la intervención supervisora o regulatoria y no basta con que los clientes comparen ofertas. ESMA y los supervisores europeos estamos analizando esta cuestión. No hay muchas entidades españolas que operen bajo este modelo: de hecho, casi todos los que se promocionan como brokers gratuitos lo hacen con pasaporte, operando desde otros países europeos que aceptan hoy en día esta práctica. Por ello, la solución debe ser a escala europea.

Insisto, para que no haya ningún malentendido: pagar menos por la ejecución de operaciones bursátiles es bueno y deseable y debemos dar la bienvenida a quien lo hace en buena lid, pero no si se hace a costa de los intereses del cliente. Lo haga un banco con 50 años de historia o un nuevo broker online.

Termino ya. Tenemos transformaciones y oportunidades muy excitantes, al alcance de nuestra mano. Para que tengamos éxito como sociedad en llevarlas a cabo, el mercado de valores y la industria de gestión de activos son y serán una pieza clave y será preciso mantener un equilibrio entre ese estímulo a su desarrollo y crecimiento con la protección del inversor, que estoy seguro que encontraremos, a escala europea y española.

Muchas gracias