



IV Observatorio de las finanzas El Español – Invertia

RODRIGO BUENAVENTURA, PRESIDENTE DE LA CNMV
20 de marzo de 2024

Muchas gracias. Mi agradecimiento al diario El Español y a Invertia por invitarme, un año más, a inaugurar esta segunda jornada del IV Observatorio de las finanzas.

Dejando a un lado los depósitos, los fondos de inversión son el producto de ahorro preferido por los españoles. 2023 fue un buen año para este sector en términos de cifras al cerrar con un patrimonio superior a 367.000 millones de euros lo que significa un crecimiento del 12% con respecto al año precedente y más de 16 millones de cuentas de partícipes que participan en casi 2.000 vehículos.

Los primeros datos de este 2024 muestran un comportamiento similar (5.000 millones de suscripciones netas en enero y febrero) y mantienen la tendencia del año pasado. Creo que estas cifras muestran la buena salud y el dinamismo de nuestra industria de inversión colectiva.

Las IICs españolas, tanto de manera directa como indirecta – es decir, a través de su participación en otros fondos – siguen manteniendo un peso mayoritario de la renta fija en sus carteras – del 60% - y una exposición de sólo el 30% a la renta variable. Su inversión en acciones de empresas españolas sigue siendo muy limitada (menos de un 2% de forma directa).

La mayor parte del crecimiento de los fondos vienen de la mano de los de renta fija – en su mayoría de la tipología de “comprar y mantener” – y también de los fondos de objetivo concreto de rentabilidad, con o sin garantía. Aquí es obligado que siga recordando a las entidades la necesidad de ser transparentes y de llevar a cabo una comercialización adecuada de esta clase de fondos, siguiendo lo dictado en la Guía Técnica que publicó la CNMV hace casi un año.

De igual forma, otro de los aspectos característicos del sector español de fondos, es la práctica inexistencia de vehículos con exposición a activos con liquidez más reducida. Digamos que los fondos españoles han ofrecido siempre valor liquidativo y reembolsos diarios y han tenido una participación muy exigua en segmentos poco líquidos, como BME Growth. E incluso el supervisor, la CNMV, ha sido un factor en esa ausencia, porque siempre hemos primado por encima de toda otra consideración los intereses de los inversores. Eso hace que, cuando detectamos que un fondo puede

estar invertido de modo muy significativo en valores ilíquidos y sin embargo ofrece reembolsos diarios, sin preaviso, llamemos la atención del gestor sobre la necesidad de reducir esa exposición.

La liquidez diaria es muy positiva para el inversor, pero obligarse a dar liquidez todos los días limita severamente las posibilidades del gestor de invertir en instrumentos menos líquidos, como los mercados y empresas en expansión.

La solución a este problema requería ajustar los pre-avisos de reembolso y suscripción a la liquidez real de los activos del fondo. Desde la CNMV propusimos en 2023 al Gobierno, quien la acogió, una modificación del artículo 78 del Reglamento de Inversión Colectiva por el que se flexibiliza el régimen de preavisos para los reembolsos y suscripciones y que finalmente vio la luz en diciembre. Con esta modificación, y cuando esté previsto en el reglamento de gestión del fondo, las suscripciones y reembolsos podrán atenderse desde diaria hasta quincenalmente en los plazos previstos en el folleto.

Esta modificación del RIIC debería permitir a las gestoras de fondos diseñar y comercializar productos cuyo reembolso requiere un preaviso de una o dos semanas del inversor. Y ello permitirá a esos gestores invertir en empresas cuyas acciones tengan una liquidez más reducida, porque el preaviso permite gestionar las ventas de acciones en mercado con más margen de tiempo y menos impacto en precio. Estoy convencido que esta modificación permitirá que las gestoras que sepan aprovechar este cambio, ofrezcan productos atractivos ampliando el abanico de posibles productos y beneficiando así al inversor final. Y como efecto añadido beneficiará la liquidez en los mercados y empresas del segmento growth, haciendo más atractiva la financiación de estas compañías.

Cambiando de tema, pero aún dentro del sector de gestión de activos, sigue habiendo voces que periódicamente arrojan sombras sobre la inversión colectiva, aludiendo supuestos riesgos genéricos para la estabilidad financiera.

Los fondos de inversión están sujetos a una regulación específica homogénea para toda la Unión Europea y una supervisión constante, que hace que su actividad se desarrolle con total transparencia.

Por supuesto, como en cualquier parcela de las finanzas, no están exentos de focos de riesgo. Y estas fuentes de riesgos, considerando todos los países europeos y no sólo España, se resumen básicamente en tres: las promesas de reembolso en ciertos tipos de vehículos monetarios o de pensiones, el apalancamiento excesivo y la exposición al sector inmobiliario en algunos mercados.

Si bien en el pasado y en otras jurisdicciones ambos riesgos se han materializado – las promesas de reembolso en los fondos de valor constante y el excesivo apalancamiento en fondos de pensiones británicos –, en España y en otras geografías

no se manifiestan o son simplemente residuales. No hay en nuestro país fondos a valor constante y el apalancamiento en los UCITS y en los FIA españoles es extremadamente bajo. La exposición al inmobiliario es muy inferior al de otros países de nuestro entorno. Por tanto, cuando se alude a riesgos hay que especificar más y mejor: que tipo de vehículos, en qué países y qué tipo exacto de riesgos.

Sin ese debate preciso, focalizado y racional, no se pueden plantear soluciones adecuadas. Y desde luego, no es racional plantear supuestas soluciones genéricas para todos los tipos de fondos, como colchones de liquidez a los fondos o requisitos de capital a sus gestoras, como si un fondo de inversión y un depósito bancario fueran lo mismo, que no lo son, en absoluto.

Creo que también debemos ser extraordinariamente prudentes a la hora de señalar, públicamente riesgos de un modo genérico y englobando diferentes tipologías de fondos de inversión, como si todo fuese homogéneo, que tampoco lo es. Por supuesto, siempre puede aparecer casos individuales en la industria de fondos y por ello el supervisor, la CNMV en este caso, nunca debe bajar la guardia. Pero los riesgos que puedan derivarse en la industria de fondos de inversión han de gestionarse atendiendo, en mi opinión, a cuatro elementos indispensables. En primer lugar, la existencia de herramientas adecuadas para la gestión de la liquidez a disposición de los gestores y de los supervisores. En segundo lugar, un ajuste estricto entre la liquidez de los activos subyacentes y las ventanas del fondo. El control, como tercer elemento, del apalancamiento. Y en cuarto y último lugar, una supervisión constante a partir de información basada en datos y transparencia.

Esta receta con los cuatro ingredientes anteriores es lo que, desde la CNMV, venimos realizando en el mercado español desde hace más de 30 años.

Abriendo un poco el foco del debate en los mercados de valores, querría señalar una realidad que es incuestionable: nuestra economía y nuestras empresas están obligadas a realizar en los próximos años enormes inversiones, derivadas de la digitalización, la descarbonización y la reactivación de la inversión en defensa. Estamos hablando de más de 700.000 millones de euros anuales de inversión extraordinaria en toda la UE.

Es bastante evidente que ni los presupuestos públicos ni la banca (incluyendo la banca pública multilateral) tienen la capacidad de financiar esas inversiones en solitario. Los mercados de capitales van a ser (están siendo ya) esenciales para movilizar esos fondos. Y para el desarrollo de mercados de capitales líquidos necesitamos que más ciudadanos inviertan en activos financieros, que más empresas se acerquen a los mercados, que más fondos, fondos de pensiones y compañías de seguros inviertan en los mercados españoles y que sigamos abiertos al capital extranjero en la bolsa española. De ello dependen dos cosas: 1) que los españoles mejoren su salud financiera y la rentabilidad a largo plazo de su patrimonio financiero y 2) que las empresas españolas cuenten con la financiación

que van a necesitar en los próximos años si quieren ser competitivas y crecer. Nos jugamos, pues, mucho en este ámbito.

Donde a veces diferimos es en las herramientas para conseguirlo. Algunos fían la recuperación del dinamismo de los mercados de valores europeos al resurgimiento de la titulización. A mí me resulta sorprendente escuchar manifestaciones, en fechas recientes, donde la titulización de activos se presenta como la medida estrella para mejorar el acceso de las empresas europeas a capital y recursos propios a largo plazo.

En su gran mayoría, la titulización es sencillamente una fuente de financiación adicional para las entidades financieras bancarias, descargando sus balances de riesgo para generar con ello nueva y mayor actividad crediticia. Eso puede ser positivo, sin duda, pero no va a arreglar la falta de profundidad de los mercados de capitales ni el monocultivo de la financiación bancaria de muchas empresas europeas.

Si queremos atacar la raíz del problema de la estructura de financiación de las empresas europeas y el problema de la asignación deficiente de los ahorros de los europeos (que en realidad son el mismo problema), debemos actuar sobre las causas: los incentivos que tienen los ahorradores y las empresas para seguir haciendo lo mismo o para cambiar. Y en eso, la regulación financiera no es el ámbito más importante de actuación. Los agentes económicos se mueven por incentivos y debemos ser imaginativos para identificar qué incentivos pueden ser más eficaces para el fin que perseguimos.

Concluyo ya. Desde la CNMV llevamos años adoptado iniciativas para hacer más atractivos los mercados de capitales, impulsando reformas de calado en colaboración con el Gobierno (este y los anteriores), para que el mercado de valores español sirva mejor los objetivos de la economía española, manteniendo en todos los casos un adecuado nivel de protección del inversor que es nuestra prioridad.

Muchas gracias