

## I Jornada de *Asset Management* “Retos e innovación en la gestión de activos”

RODRIGO BUENAVENTURA, PRESIDENTE DE LA CNMV  
17 de septiembre de 2024

Buenos días y muchas gracias a la Universidad de Comillas y a los organizadores de esta I Jornada de *Asset Management* por la invitación a abrir este acto.

Es innegable que la industria de la inversión colectiva en España muestra una buena salud. En los últimos años y a lo largo de las estadísticas trimestrales, podemos comprobar como el patrimonio gestionado ha mantenido un crecimiento constante, hasta alcanzar actualmente 390.000 millones de euros en activos bajo gestión. Esta evolución, marcadamente positiva, también puede verse en el número de fondos y sociedades de inversión – con algo más de 2.000 vehículos – y en las cuentas de partícipes.

Pero más allá de la favorable evolución de las principales variables que marcan el comportamiento del sector en términos agregados, éstas dejan entrever también algunas reflexiones importantes que me gustaría señalar en una jornada como esta.

La primera de ellas y una de las principales es el marcado perfil conservador tanto del inversor español como, y no podía ser de otra forma, de la distribución de patrimonio de los fondos. Seguramente, este hecho sea analizado con mayor grado de detalle en alguna de las mesas redondas que forman parte de esta jornada. Los patrimonios de la inversión colectiva miran mayoritariamente hacia los mercados extranjeros dado que, en media, casi tres cuartas partes del conjunto de la cartera de los fondos españoles está invertida en valores de otros países ya sean activos de renta fija, renta variable, depósitos o participaciones en otras IICs. Tan solo 22 de cada 100 euros se invierten en valores nacionales. De igual forma, la distribución de las inversiones entre diferentes clases de activos financieros muestra un esquema inalterado en los últimos años: el peso de la renta fija (nacional o extranjera) supone cerca del 53% de las inversiones de la cartera, mientras que la renta variable apenas alcanza un 15% de exposición directa (llegando al 26% aproximadamente si computamos la exposición indirecta). Además, las inversiones directas en empresas cotizadas españolas son tan solo del 2% de los activos. Estamos hablando, por lo tanto, de poco más de 7.500 millones de euros en acciones de compañías cotizadas españolas, una cantidad bastante residual comparada con los 687.000 millones de euros de capitalización de las bolsas españolas en el año 2023. Conclusión: los españoles somos “propietarios”, a través de fondos de inversión, del 1% de nuestras propias empresas.

¿Es esto positivo o negativo?

En relación al sesgo hacia la renta fija, hay que reconocer que esas son las preferencias de los inversores, por lo cual no deberíamos enjuiciarlas, sino sencillamente tomar nota de ellas. Sin embargo, como sabemos todos los que estamos en esta sala, la inversión en renta variable es la única capaz de conseguir rendimientos reales positivos a largo plazo compatibles con los motivos de inversión al mismo plazo (por ejemplo, jubilación). Además, si queremos que los mercados de valores se conviertan en una herramienta que apoye el desarrollo económico y sobre todo, que financien la innovación o que ayuden a hacer frente a las cuantiosas inversiones en sostenibilidad, digitalización y transformación de los modelos productivos que necesitan nuestras empresas, la residual inversión en renta variable de la inversión colectiva española puede resultar problemática.

Está claro que grado de aversión al riesgo del inversor español en fondos es muy elevado. Si tenemos en cuenta que una parte muy importante de los inversores en productos financieros están en un tramo de edad entre 30 y 50 años, la teoría financiera nos dice que el porcentaje de inversión en renta variable, en acciones, debería ser elevado, incluso mayoritario, en dichos tramos, dado el mayor retorno esperado de la renta variable para horizontes de inversión de entre 10 y 30 años. Ahí, me temo, tenemos una asignatura pendiente. Todos los actores del sector financiero y también por supuesto la inversión colectiva, hemos de trabajar conjuntamente con el ánimo de incrementar los conocimientos financieros y la educación financiera de los clientes y ahorradores españoles para que puedan tomar decisiones más adecuadas sobre cómo y dónde invierten sus ahorros.

Toda esta cuestión tiene mucho que ver con el debate al hilo de la iniciativa legislativa de la Capital Markets Union (CMU) liderada por la Comisión Europea. Este tema ha sido, probablemente, el más debatido en el encuentro de Eurofi, la pasada semana en Budapest. Y gira sobre la afirmación de que los mercados de capitales europeos están infra-desarrollados y no están suficientemente integrados.

El panorama de lo que compran los españoles vía fondos muestra justamente lo contrario. En España, damos la bienvenida al producto de gestoras de fondos extranjeras, que permite ampliar la gama de inversiones y productos del ahorrador español e incrementa con ello la necesaria competitividad del mercado y su eficiencia, en la medida en que el producto extranjero -UCITS- mantiene una cuota de mercado de alrededor del 40%. Y como hemos visto el producto español no está en absoluto sesgado hacia valores españoles (todo lo contrario). Así pues, en materia de fondos de inversión no cabe fustigarse por falta de integración.

En ese mismo tipo de foros a los que me he referido antes, surge a veces el debate de si debiera incentivarse que los fondos inviertan en valores españoles o europeos (frente a los estadounidenses o asiáticos) y de si eso podría instrumentarse mediante incentivos fiscales a aquellas inversiones “españolas” o “europeas”. Yo personalmente

soy muy escéptico sobre ese tipo de medidas. El inversor debe decidir qué activos y qué riesgos le interesan más. Y eso no debería tratar de moldearse mediante incentivos a “comprar nacional”, como en tantos otros sectores. Por un lado, moldear la demanda para reducir la inversión exterior tiene riesgos para los propios inversores: hay que estar muy seguro de que el producto nacional es igual de bueno y rentable que el extranjero, porque puede uno llevarse una sorpresa una década después, cuando la rentabilidad sea (como ha ocurrido en la última década) muy inferior al de la renta variable americana. Y por otra parte, no hay que olvidar que en una “guerra” de este tipo, Europa tiene mucho más que perder que USA, que es de largo el mayor inversor en renta variable Europea y no digamos en España.

También me gustaría hacer referencia a un debate casi doctrinal a escala europea y global que está sucediendo sobre la conexión entre estabilidad financiera e inversión colectiva.

En los últimos años ha habido voces que arrojan sombras sobre la inversión colectiva y su contribución a un incremento del riesgo de estabilidad financiera. Cualquier parcela del sector financiero no está exenta de focos de riesgo, sin duda, pero los fondos de inversión están sujetos a una regulación específica y homogénea en toda la Unión Europea y una supervisión constante que hace que su grado de transparencia sea muy elevado. Esas mismas voces claman por soluciones de carácter genérico como colchones de liquidez o requisitos de capital, asemejando los fondos de inversión, cualquier clase y tipología de ellos, a un depósito bancario cuando son instrumentos con una naturaleza y un ADN bien distinto. Los riesgos que pueden derivarse de los fondos de inversión han de ser gestionados atendiendo a una serie de parámetros diferentes y donde han de cobrar importancia las herramientas de liquidez a disposición de los gestores, el ajuste estricto entre la liquidez de los activos subyacentes y las ventanas del fondo y el control de apalancamiento.

Desde mi punto de vista y en el contexto económico actual, es imperativo desarrollar un plan para estimular que los ciudadanos españoles, pero también los europeos, inviertan una mayor parte de sus ahorros en instrumentos financieros. El destino natural de esos ahorros deberían ser los fondos de inversión, de pensiones, bonos y acciones. Para ello, necesitamos construir en el medio plazo un cambio, mitad estructural y mitad cultural, dónde, por un lado, los incentivos fiscales a la inversión personal en activos financieros deberían revelarse como una de las principales palancas, Y por otro, la combinación de una educación financiera para jóvenes y adultos con más recursos que los actuales y la adopción de un marco favorable que impulse la inversión en fondos y planes de pensiones que inviertan en activos a largo plazo.

En el ámbito europeo, donde se decide casi toda la normativa que nos afecta, destaca la reforma normativa conocida como *Retail Investment Strategy* (RIS). Es un acrónimo que casi genera temor en la industria de gestión de activos y entre los propios países

miembros de la Unión Europea, al abordar el modelo de negocio y la estructura de comercialización de las entidades que prestan servicios de inversión.

Sin embargo, tras la posición común del Consejo y la alcanzada por el Parlamento Europeo antes del verano, no son esperables grandes cambios en materia de retrocesión de comisiones (los famosos *inducements*) y de límites a las comisiones de gestión que pagan los inversores. Este ha sido un tema debatido hasta la extenuación y en la medida en que afecta a los ingresos de las gestoras y a los costes de los inversores, un tema de mucha relevancia. Pero más allá de la solución que se adopte en los próximos meses sobre las comisiones de gestión, sí quisiera hacer una reflexión.

¿Por qué estamos debatiendo esto? ¿Por qué cientos de personas dedican semanas de su vida a discutir qué límites deberían tener los precios que se cobran por gestionar fondos y cómo se distribuyen luego esos precios?

En un sector normal, la competencia debería encargarse de eso. Si una gestora cobra comisiones excesivas por su fondo IBEX35 o por su fondo de deuda pública, habiendo competencia real, los inversores identificarían productos similares que resulten más baratos. Cambiarían de fondo y listo. Los proveedores caros saldrían del mercado y los proveedores baratos aumentarían su cuota. Así al menos nos lo explicaban en Microeconomía en segundo de carrera, ya que hablamos en una universidad.

Pero esto no debe estar ocurriendo. No tendría sentido que mentes tan lúcidas como las que han participado en este debate en el último año y medio, que han escrito miles de páginas sobre los precios de los fondos, los modelos de distribución y los intereses de los clientes sencillamente estén ignorando algo tan obvio como que la competencia efectiva y real es el desinfectante de cualquier tipo de abuso en materia de precios excesivos o injustificados.

Si este debate existe, la única explicación racional es que no tenemos aún ese nivel de competencia perfecta. No quisiera aventurarme a identificar un solo motivo de esa inexistencia de competencia perfecta. Puede haber elementos de barreras de entrada a nuevos proveedores (cosa que en principio me parece poco plausible). Puede haber un problema de escala, de dificultad para ofrecer productos atractivos con volúmenes reducidos. Puede haber un problema de excesiva diferenciación del producto, presentando como supuestamente distintos productos esencialmente idénticos, de forma que el inversor duda a la hora de compararlos. Puede haber un problema, y éste me parece más plausible, de mecanismos imperfectos de información, que hace la comparación entre productos difícil y costosa. Si un inversor quiere invertir 40.000€ en un fondo sostenible (de los del artículo 9), con una exposición a renta variable europea y estadounidense no inferior al 50% del patrimonio y con unas comisiones de gestión que no excedan de 0,8% anual, y que esté distribuido en España por una entidad de crédito con oficinas en Madrid (porque a este inversor le gusta el contacto personal con la entidad), les invito a decirme un buscador que les dé una lista de fondos posibles sin dedicar un día o dos al ejercicio. Es probable que termine eligiendo un

producto por agotamiento o por ser el primero que se le muestra o, más probable aún, por ser el que el asesor no independiente le recomienda, sin tener una capacidad real de saber qué otras opciones habría. ¿Tienen los inversores españoles y europeos a su alcance la posibilidad real de identificar los productos más baratos para cada clase y cada nivel de riesgo asociado? Probablemente no.

Y asumiendo que los tengan, podría haber problemas de costes de transacción que friccionen en exceso cambiar de proveedor de servicios de inversión. Si un cliente opera habitualmente con su banco, donde tiene la cuenta corriente, la hipoteca, las tarjetas y probablemente un seguro y llega a la conclusión de que el mejor fondo lo ofrece otro banco, ¿le compensa combinar dos bancos, tener dos apps en su móvil para informarse, llevar otra tarjeta más en el billetero, dos certificados de IRPF, dos procesos de KYC, dos tests de conveniencia, dos líneas de correspondencia, condiciones diferentes en tarifas de otros productos, en función de la inversión que tenga con cada entidad, etc.? Puede que esos costes de transacción desincentiven la competencia.

Curiosamente, una parte importante de la solución a los últimos dos problemas potenciales viene de la tecnología. Como en otros sectores (alquileres de coche, seguros, billetes de avión), los comparadores sofisticados pueden minorar el problema de la complejidad y la diferenciación. Y en materia de los costes de transacción, las herramientas que englobamos en el término de “open finance” pueden minorar sustancialmente los costes de transacción asociados a cambiar de proveedor o a combinar dos o más proveedores. La integración de información en apps multiproveedor, la portabilidad de los tests y los perfiles, la portabilidad de la información de las carteras, de modo que los distintos proveedores conozcan el perfil de riesgo actualizado, la recepción de ofertas con criterios normalizados de comparación en una misma app, etc, todo ello puede permitir que el cliente busque, compare y si encuentra algo mejor, lo compre.

Esto, probablemente, haría más por la competencia efectiva, que cualquier medida legislativa o de supervisión que podamos idear en el seno de la RIS sobre el nivel de comisiones en relación al conjunto del mercado.

En este sentido, creo que la industria de gestión colectiva debe “copiar” modelos de negocio de otros sectores en los que la “experiencia de cliente” se ha constituido como un valor fundamental en el centro de la estrategia de las empresas. Algunas entidades ya lo plantean así.

Concluyo ya mi intervención sin mencionar otros temas importantes como MiCA, DORA, las posibles modificaciones futuras en el nombre de los fondos sostenibles, etc. Pero me gustaría comentar brevemente dos temas de máxima actualidad. Por un lado, la consulta pública para la orden ministerial de préstamo de valores, una iniciativa que responde a una petición tradicional del sector, que siempre hemos apoyado desde el supervisor y que esperamos que esta vez llegué a su implantación.

Por otro lado, la propuesta reciente de supervisor único europeo en el informe de Draghi sobre la que estamos conociendo múltiples opiniones estos días. Creo ese modelo no aportaría beneficios si se aplica en todos los sectores o productos. En la mayoría de las áreas de actuación, la supervisión nacional será siempre más eficaz y eficiente. Tener un supervisor único para todo, como hemos visto en la banca, no es una receta para un desarrollo mayor de los mercados o una integración más profunda. Pero sí puede tener sentido explorar una supervisión única en ciertas áreas como las infraestructuras de negociación o sobre todo post-negociación que sean netamente transfronterizas y sistémicas por su dimensión.

Pero no quiero terminar sin hacer un llamamiento a las grandes gestoras españolas e internacionales que organizan estas jornadas, que operan con éxito en el mercado español desde hace muchos años y que sirven, en muchas ocasiones, de espejo a la industria nacional, para que aborden con valentía los desafíos y retos que la industria de la inversión colectiva tiene por delante.

Muchas gracias