

XIV Encuentro de la inversión colectiva APD - Deloitte - Inverco

RODRIGO BUENAVENTURA, PRESIDENTE DE LA CNMV
22 de octubre de 2024

Buenos días y gracias por invitarme a la apertura de este encuentro de análisis y reflexión de la inversión colectiva.

Before I start, I would like to thank Petra Hielkema for being here. Very important to have EIOPA. No cabe duda de que la inversión colectiva se ha convertido, a lo largo de los últimos años, en una de las mejores fórmulas de ahorro e inversión de los ciudadanos españoles. Así lo demuestra el hecho de que alcance 390.000 millones de euros. El patrimonio de los fondos se ha multiplicado en casi 3 veces en diez años.

Sabemos que la inversión de las familias españolas se materializa tanto en fondos españoles (algo más de la mitad) como en fondos del resto de la UE, comercializados en España con pasaporte (en torno al 40%). Y sabemos que los fondos de inversión dominan respecto a sus “primos”, los fondos de pensiones, en una proporción de 4 a 1. En términos sistémicos, su peso en la riqueza financiera de las familias, supone ya un 45% de lo que significan los depósitos bancarios. Es decir, su importancia es creciente y notable.

Pero necesitamos mucho más. En mi comparecencia parlamentaria de hace un par de semanas manifesté la necesidad urgente de abordar una estrategia de estímulo de la inversión minorista a largo plazo en Europa y en España. Son muchas las voces tanto en el ámbito nacional como europeo que coinciden en la necesidad de potenciar los mercados de valores si no queremos que las economías de los países de la Unión queden, irreversiblemente, rezagadas con respecto a las de otras geografías y en particular con respecto a América y Asia.

Todos ellos coinciden en un mismo diagnóstico, que invita a una reflexión urgente. La inversión y el ahorro de los ciudadanos europeos descansa aún en exceso en depósitos bancarios y la inversión financiera a medio y largo plazo es todavía reducida. De igual forma, las empresas europeas dependen extraordinariamente del endeudamiento bancario como fórmula de financiación de sus inversiones (tres veces más que las americanas) por lo que quedan a expensas de los ciclos económicos de una forma mucho más volátil y los mercados europeos adolecen de falta de liquidez, por la reducida inversión institucional.

Al igual que el diagnóstico anterior es sabido, el tratamiento también lo es. Revertir esta situación no es factible en el corto plazo, sino que es una “carrera de fondo” que requerirá al menos, tres terapias complementarias.

La primera de ellas, la más importante, aquella que podríamos llamar terapia de choque, es la utilización de fórmulas fiscales simples y estables en el tiempo que supongan un estímulo a la inversión personal en instrumentos financieros. Estos incentivos o cuentas de inversión ya están inventados en otros países como en el caso de Suecia e Italia, con resultados positivos probados.

La segunda de las terapias es, a mi juicio, establecer un marco favorable para la inversión en fondos y planes de pensiones y buscar los incentivos para que inviertan en activos con un horizonte a largo plazo, como la renta variable.

Y en tercer lugar, apostar con más fuerza por potenciar la cultura y educación financiera entre jóvenes y adultos, pero dedicándole muchos mayores recursos y efectividad que hasta ahora.

Como ocurre en todos los diagnósticos, también hay voces discrepantes que ofrecen algunas razones que explican supuestamente la situación de nuestros mercados: fragmentación del mercado secundario y carencia de una supervisión única. Pero ninguna, a mi juicio, son las verdaderas razones por las que los mercados europeos están infra-desarrollados.

La fragmentación en la negociación en mercado secundario supone competencia y con ello mejora del servicio y reducción de costes. El propio mercado americano es un mercado fragmentado en docenas de mercados secundarios y plataformas que compiten entre sí, pero aún con ello es más líquido y profundo. Eso sí: sólo tienen una moneda, un depositario central y una CCP para valores.

Por otro lado, la supervisión centralizada europea no es en si misma un factor de integración o crecimiento del mercado, como nos recuerda el décimo aniversario del SSM, que no ha integrado un ápice los mercados bancarios europeos. Ello no significa que no haya áreas en las que una supervisión centralizada por ESMA tenga sentido y deba analizarse. Por ejemplo, infraestructuras de gran tamaño, de carácter netamente transfronterizo y por lo tanto sistémicas. Por ejemplo, los grandes CSDs como Euroclear o Clearstream, algunas CCPs o incluso algunos mercados plurinacionales. Pero no distraigamos la atención sugiriendo que las empresas van a salir a bolsa en manada por el hecho de que los folletos se los supervisen en París.

Los supervisores nacionales no somos precisamente quienes tienen en su mano las palancas sobre las que actuar para estimular que los inversores y las empresas se acerquen más a los mercados de valores, eso es una cuestión sobre todo de regulación. Pero además de como “agitadores intelectuales” tenemos un papel importante que jugar, tratando de eliminar trabas innecesarias, simplificar los procedimientos de

supervisión y registro y ser lo más eficientes posibles en la interacción con el sector regulado, siempre que eso no ponga en riesgo la protección del inversor. Creo que la CNMV ha sido sensible a todo esto en los últimos años (no sólo en los últimos 4). Sé que se nos ve en algunos ámbitos como un supervisor tirando a estricto y riguroso. Pero espero que se reconozca en esos mismos ámbitos que hemos propuesto hace ya dos años una reforma profunda de las tasas que cobramos, para reducirlas y reducir así el excedente que generamos. Espero que se aprecie que hemos tratado de facilitar el registro de entidades con manuales orientativos, procesos de pre-notificación y herramientas para elaborar y registrar los folletos.

Somos uno de los pocos supervisores de la UE que publica anualmente indicadores de rendimiento (KPIs) sobre el registro y autorización de entidades y productos. Con datos de los últimos 4 años, en España, registrar un nuevo fondo de inversión, por ejemplo, lleva en promedio 1,2 meses. Una tercera parte de lo que se tarda en Luxemburgo. Registrar una gestora nueva lleva en promedio 7,3 meses, de los cuales el tiempo que tarda la CNMV (separado del tiempo que tarda el promotor en aclarar o ampliar la documentación y el tiempo que emplea la autoridad de prevención del blanqueo en analizar la parte de blanqueo) son 2,7 meses, que es el 36% del total. Por supuesto, siempre cabe mejorar, pero creo que el esfuerzo de transparencia que hace la CNMV sobre su rendimiento es innegable. Y el hecho de que nos mostremos abiertos a hablar con el sector y sus asesores, como hemos hecho recientemente en el caso de las gestoras, sobre cómo acortar aún más esos tiempos es un indicador de la apertura y propósito de mejora de la CNMV.

Vuelvo al terreno regulatorio. La iniciativa RIS generó una gran polémica y mucha confrontación. Gran parte de las acaloradas discusiones se centraron en la prohibición de la retrocesión de comisiones fuera del ámbito del asesoramiento y en el efecto que esta podría tener sobre los modelos de negocio de las entidades gestoras y la viabilidad de la inversión colectiva.

Sin embargo, el debate más relevante que está teniendo lugar ahora en el ámbito regulatorio lo generan aquellas voces que, bajo un prisma y visión más cercana a los bancos centrales y a la supervisión prudencial que a los mercados de valores, aseguran que existe un riesgo sistémico generalizado en la parte “no bancaria” del sistema financiero. Es lo que viene denominándose como NBFI (Non Bank Financial Intermediation), en términos muy burdos y poco precisos.

Una corriente de opinión minoritaria, pero relevante, sostiene que se requieren soluciones regulatorias similares a las que se aplican a las entidades de crédito: colchones obligatorios de liquidez y requerimientos de capital.

Esa teoría tiene dos debilidades garrafales, a mi juicio.

Una, es la pretendida homogeneidad de todo lo “no bancario”, como si uno pudiese meter en el mismo saco a una aseguradora, un *hedge fund* y un ETF sobre el Eurostoxx.

No es posible mantener un debate de política pública mínimamente sensato con categorías que separan el sistema financiero internacional en “bancos” y “no bancos”.

La segunda debilidad es pretender que lo que funciona para controlar el riesgo prudencial de una entidad de crédito funciona para limitar los riesgos que pueda generar por ejemplo un fondo de inversión.

Poco tiene que ver un depósito y una participación en un fondo de inversión. Y poco tienen que ver los remedios a los riesgos que presentan. Por eso, aunque ambos seamos “no vegetales”, no usamos medicación de caballos en seres humanos y viceversa.

Por supuesto que hay que tener un debate preciso e informado sobre riesgos a la estabilidad financiera provenientes de vehículos de inversión colectiva o fondos de pensiones. Pero debe ser un debate muy preciso. Los riesgos que hemos visto materializarse en los últimos 5 años tenían todos, insisto, todos, dos o más de estos cuatro rasgos comunes: 1) Elevado apalancamiento, 2) Promesas de reembolso o prestación definida; 3) Desajuste entre liquidez del activo y preaviso de reembolso o 4) Exposiciones en derivados mal colateralizadas.

Pues bien, nada de eso se solventa con colchones de liquidez o con requerimientos de capital. Se solventa con 1) supervisión individual adecuada basada en datos granulares y detallados (como hacemos en España desde 1991), 2) límites al apalancamiento cuando sean necesarios (que pueden ser, eso sí, adoptados de modo macro-prudencial en ciertos sub-sectores muy concretos, como ha hecho Irlanda recientemente con fondos de real estate), 3) exigencia de herramientas de gestión de la liquidez en vehículos colectivos con reembolso abierto (como hacemos en España desde hace años) y 4) revisión y mejora de las normas sobre colateral en operaciones de derivados.

Creo que es muy importante que todos participemos activamente en este debate y en las consultas públicas sobre el mismo, como la lanzada este año por la Comisión Europea. Creo firmemente que este debate, aunque no haya alcanzado la atención del debate sobre retrocesión de comisiones, es mucho más importante y, si termina de modo equivocado, potencialmente mucho más dañino para los intereses de los inversores y de quienes les prestan servicios.

No quiero finalizar mi intervención sin mencionar un elemento adicional importante para el presente y futuro de los fondos de inversión y sobre todo para el desarrollo de aquellos vinculados a la sostenibilidad.

La CNMV anuncia hoy su intención de cumplir con las directrices de ESMA en lo referente a las denominaciones de fondos que utilicen el término ASG o términos relacionados con la sostenibilidad. El pasado mes de mayo ESMA aprobó finalmente las directrices incluyendo el requisito para el término sostenible (o similar) de invertir de manera significativa (*meaningfully*) en inversiones sostenibles de acuerdo con artículo 2.17 de SFDR.

El objetivo de estas directrices es evitar que los nombres de los fondos que utilizan términos relacionados con el acrónimo ESG o la sostenibilidad resulten engañosos o poco claros. El nombre comercial de un fondo es un medio muy importante para comunicar información del propio fondo a los inversores y es el primer elemento que los inversores ven. Todos aquellos fondos que en su denominación utilicen términos relacionados con “transición”, “social”, o “sostenible” y términos con medio ambiente, deberán cumplir con un umbral del 80% de sus inversiones en activos conformes a los elementos vinculantes a su estrategia de inversión.

La aplicación práctica de las directrices exigirá la concreción a nivel europeo de algunas cuestiones, en particular, cuándo se considerará inversión “significativa” y la aplicación a los bonos verdes. Ambas cuestiones se están abordando por ESMA y la CNMV está participando muy activamente en el debate con el objetivo de que queden aclaradas, deseablemente, desde su fecha de aplicación (próximo 21 de noviembre).

Concluyo ya. Les agradezco enormemente la invitación a estar hoy aquí con ustedes y espero que tengan una jornada muy provechosa.

Muchas gracias.