

## Desafíos actuales del sector de Asset Management

JOSÉ MARÍA MARCOS BERMEJO, DIRECTOR GENERAL DE ENTIDADES  
23 de septiembre de 2026

### Introducción.

- Agradezco sinceramente a la Cátedra de Asset Management de la Universidad Pontificia de Comillas la invitación a la CNMV para realizar la apertura de esta jornada sobre el sector de gestión de activos. Es estimulante intervenir ante un público que aúna a participantes de la industria con estudiantes universitarios. Creo que estas jornadas son una buena oportunidad para aumentar el conocimiento de la gestión de activos entre los universitarios y para que estos actúen como palanca que impulse la cultura financiera en la sociedad.
- Precisamente, el aumento de la cultura financiera de los ciudadanos es uno de los desafíos pendientes en nuestro país, al que desde la CNMV estamos dando prioridad (junto con otros organismos), a través del plan de educación financiera. Sin embargo, la responsabilidad de la educación financiera trasciende la actuación de los supervisores, ya que exige un enfoque integral, que abarque tanto la educación reglada, como acciones centradas en distintos colectivos y períodos vitales. Sólo con un enfoque global se podrá conseguir que los ciudadanos sean más conscientes de la importancia de planificar adecuadamente sus finanzas, estén capacitados para tomar decisiones financieras bien informadas y reducir la vulnerabilidad frente al fraude.
- En mi intervención voy a repasar los que a mi juicio son los desafíos actuales más relevantes para la industria de gestión de activos en sentido amplio, es decir incluyendo tanto IIC abiertas, como ECR. Lo haré fundamentalmente desde la perspectiva de la regulación y supervisión (para lo que citaré los principales paquetes normativos en marcha en la UE) y dejaré para los expertos la visión sobre las estrategias de inversión. Pero antes, y para contextualizar la jornada, voy a referirme a las principales magnitudes del sector.

### Sector de gestión de activos en España.

- **Tamaño del sector.** Con los últimos datos disponibles, el patrimonio total de las IIC/ECR españolas asciende 561 MM de euros (en torno al 33% del PIB) y cuentan con más de 19 millones de cuentas partícipes. Son magnitudes que ponen de relieve la importancia económica y social del sector. También justifican una creciente atención a las IIC que están prestando a nivel internacional los organismos

responsables de la estabilidad financiera (FMI y BCE). Las IIC son una parte muy importante de la denominada “intermediación financiera no bancaria” (en ocasiones mal llamada “banca en la sombra”). Su evolución puede afectar a la estabilidad financiera y en última instancia a la economía real debido a múltiples factores como las interconexiones del sistema financiero, su apalancamiento y al comportamiento de los inversores ante tensiones de mercado o restricciones sobrevenidas a la liquidez de sus posiciones.

Ello justifica su seguimiento desde la perspectiva macroprudencial y que se adopten las decisiones necesarias para preservar la estabilidad financiera (que para IIC deben centrarse en el uso de herramientas de gestión de la liquidez). Sin embargo, también es importante destacar que tales medidas deben diseñarse teniendo en cuenta las características de las IIC. Resumiendo, yo diría que las IIC, ni son banca (pues son inversores quienes el riesgo), ni están en la sombra (ya que están supervisadas y tienen obligaciones de reporting).

- **Ahorradores vs inversores.** Podría decirse que un rasgo de los inversores españoles es su aversión al riesgo. De hecho, el patrimonio de las familias en España en depósitos bancarios prácticamente duplica el importe de sus posiciones en IIC. Además, el patrimonio de las IIC españolas se concentra en las que tienen políticas de inversión con menor nivel de riesgo. Así, las IIC de renta variable solo representan el 16% del total IIC, mientras que a nivel mundial dicha ratio es del 47%. Estos datos confirman que las familias españolas son más ahorradoras que inversoras y concentran sus activos financieros en los de menor binomio rentabilidad/riesgo. La parte negativa es que ello implica que su riqueza financiera se vea erosionada por la inflación y por el coste de oportunidad que implica la renuncia a mayores expectativas de rentabilidad a largo plazo si se asumen riesgos.

Por ello, constituye un desafío para nuestro sistema financiero conseguir una evolución gradual de los ahorradores españoles hacia auténticos inversores, de manera que una parte del ahorro que actualmente está en depósitos bancarios pase a financiar la economía real. En la jornada de hoy hay una intervención sobre “*el ahorro e inversión a largo plazo*” y una mesa redonda con el sugerente título de “*vivir más, invertir mejor*”, donde imagino que abordarán la mayor expectativa de rentabilidad a largo plazo de las inversiones con mayor nivel de riesgo.

- **Crecimiento de la inversión alternativa.** Si bien las cifras del capital riesgo (CR) en España resultan modestas por comparación con las de IIC tradicionales (51 MM de patrimonio frente a 510 MM), últimamente teniendo un crecimiento muy destacable, como demuestra el hecho de que el número de vehículos (más de 1.600) se ha multiplicado por 2,5 en los menos de 5 años.

Al mismo tiempo, y especialmente desde la flexibilización en 2022 de los requisitos para la comercialización a minoristas de vehículos de capital riesgo, se está produciendo un aumento de la presencia de inversores minoristas en tales vehículos. Por ello, en la CNMV estamos prestando un especial interés supervisor a la comercialización de estos vehículos entre inversores minoristas, ya que se trata de inversiones de alto riesgo, totalmente ilíquidas y a plazos prolongados. A lo que se añaden otras características del CR como su menor transparencia, los mayores

conflictos de interés en determinadas operaciones y la menor fiabilidad en la valoración de sus activos que hace que las valoraciones intermedias deban considerarse como meramente indicativas.

## Desafíos del sector de gestión colectiva.

He mencionado ya dos retos generales de nuestro sistema financiero, como son el aumento de la cultura financiera y la deseable evolución a inversores de los actuales ahorradores españoles. Paso ahora a referirme brevemente a otros cinco desafíos que, a mi juicio, afectarán al futuro del sector de gestión de activos y voy a hacerlo desde la perspectiva reguladora y supervisora.

1. **Aumento del tamaño del mercado europeo de capitales.** Europa se encuentra en un momento en el que necesita consolidar su autonomía en muchos ámbitos estratégicos, lo que requerirá ingentes cantidades de financiación para abordar las inversiones necesarias. En la jornada de hoy está prevista una mesa redonda sobre “*transformación necesaria: IA, Europa y el sector energético*”, en la que imagino que abundarán en esta idea. Por mi parte, me centraré en la iniciativa que está impulsando la Comisión Europea (CE) sobre la Unión de Ahorro e inversiones (SIU por sus siglas en inglés *-savings and investments union-*), cuyo objetivo es fomentar que el ahorro de los ciudadanos europeos se destine a financiar la inversión productiva a través de los mercados de capitales.

Una de las medidas de SIU que más interés ha generado es el desarrollo de las “cuentas individuales de ahorro e inversión”, pensada para captar el ahorro minorista y destinarlo a financiar empresas europeas. En España, el Ministerio de Economía ya sometió hace meses a consulta pública la regulación de una cuenta de este tipo. Su éxito dependerá de su correcto diseño, de su tratamiento fiscal y de su ajuste a las expectativas de los inversores. Obviamente la fiscalidad será el elemento determinante de esta iniciativa, pues a mayores incentivos fiscales, mayor interés suscitará entre los inversores. Por ello, resulta necesaria ambición suficiente el ámbito fiscal si se quiere que la iniciativa tenga efectos verdaderamente transformadores.

También debe enfatizarse la necesidad de regular un producto sencillo, sin restricciones financieras innecesarias y que minimice la intervención administrativa y supervisora cuando no aporte valor para la protección del inversor. En todo caso, si la iniciativa se materializase, podría acarrear un aumento significativo en el patrimonio de las IIC, pues dadas sus características (gestión profesional, liquidez, diversificación...) no cabe duda de que las IIC son el vehículo idóneo para que el inversor minorista acceda al mercado de capitales y a instrumentos financieros de mayor nivel de riesgo y sofisticación.

2. **Mantener la confianza de los inversores.** Creo que los mayores desafíos de cualquier industria son satisfacer las necesidades de sus clientes y mantener su confianza. Y en el ámbito financiero suele decirse que la confianza tarda años en conseguirse, pero perderse en muy poco tiempo. Hago esta reflexión al hilo de los casos que se han producido en el mercado americano de fondos *semiabiertos* de deuda privada

que han activado los llamados “*gates*” (límites a los reembolsos en una determinada fecha). Conviene destacar que este tipo de fondos son absolutamente marginales en nuestro mercado (al igual que la presencia en ellos de inversores minoristas). Sin embargo, estos casos son una llamada de atención para extremar la prudencia en la estructuración y distribución de vehículos abiertos que inviertan en activos de reducida liquidez.

Al respecto, cabe destacar que también en España últimamente estamos percibiendo cierto interés de las gestoras y distribuidores por el lanzamiento de vehículos de los denominados “*evergreen*”. Se trata de FIL que invierten en mercados privados (caracterizados por su iliquidez), pero que ofrecen suscripciones y reembolsos periódicos, por lo que les estamos prestando especial interés supervisor. En la CNMV consideramos que la adecuada protección de los inversores en este tipo de vehículos exige dos requisitos fundamentales cuya responsabilidad última recae en sus gestoras y distribuidores:

- En primer lugar, las gestoras deben realizar un adecuado diseño de estos productos. En particular, en cuanto a la frecuencia de sus reembolsos, que debe estar alineada con la liquidez real de sus inversiones subyacentes y con la posibilidad de obtener una valoración razonable de mercado que asegure un trato justo entre inversores.
- En segundo lugar, debe realizarse una adecuada comercialización de los FIL “*evergreen*”, de manera que se garantice el consentimiento bien informado de los inversores (conociendo los riesgos y restricciones a su liquidez) y que el distribuidor se asegure, tal como es su responsabilidad legal, de que el producto encaje en la situación financiera y objetivos de inversión de su cliente. Solo así podría evitarse que los inversores vean decepcionadas sus expectativas si en el futuro la gestora tuviera que adoptar medidas de restricción de la liquidez (como los “*gates*”) para evitar conflictos de interés entre los inversores.

3. **Aprovechar las oportunidades de la tecnología y controlar sus riesgos.** En un sector como el de inversión colectiva (intensivo en el uso de tecnología para todos sus procesos y controles) y en una época como la actual (con la eclosión de la inteligencia artificial -IA-) es obvio que la tecnología es una de las variables determinantes para el futuro de sector. El reto es doble: por una parte, aprovechar las economías de escala que genera la tecnología (en particular la IA) para ganar eficiencia y, de otra parte, limitar los sus riesgos (en lo relativo a la ciberseguridad y resiliencia operativa digital).

Al margen de la IA, la otra fuente relevante de potenciales ganancias de eficiencia en el ámbito tecnológico sería la *tokenización* de IIC (representación de sus participaciones o acciones en DLT). Ello agilizaría enormemente los procesos administrativos (algunos podrían llegar a ser instantáneos) y reduciría los riesgos operacionales.

4. **Simplificación - reducción de trabas.** La simplificación y reducción de trabas (regulatorias o supervisoras) que no estén justificadas desde el punto de vista de protección del inversor es uno de los objetivos estratégicos que nos hemos fijado

en la CNMV para el horizonte 2030. Es también una de las líneas de actuación de la CE dentro de la iniciativa de SIU. En este ámbito, una prueba del afán y capacidad de simplificación a nivel europeo, sin menoscabar la protección del inversor, serán los desarrollos normativos que, a corto plazo deberán iniciarse por la CE y el supervisor europeo (ESMA) del recientemente aprobado paquete sobre la estrategia de inversión minorista o “*retail investment strategy*” (RIS por sus siglas en inglés).

Estas normas de segundo nivel concretarán aspectos relevantes como el “*value for money*” (que hace referencia a repercusión de costes indebidos a los inversores) o el “*investor journey*” (la información que debe facilitarse a los inversores y los procesos que los intermediarios financieros han de seguir en el alta -*on boarding*- de clientes). Por ello, animo al sector a participar en la consulta pública que se hará a nivel europeo. El reto, compartido por sector y regulador, será conseguir un adecuado equilibrio entre protección del inversor y desarrollo del mercado.

5. **Mejor regulación y supervisión para un mercado europeo más integrado y eficiente.** Actualmente está en curso la iniciativa de la CE conocida como “paquete de integración de los mercados y la supervisión” (MISP por sus siglas en inglés -*market integration and supervision package*-). Su objetivo es crear un sistema financiero europeo más integrado y eficiente, para lo que, entre otros, se plantean medidas de reorganización de la supervisión a escala europea otorgando más facultades al supervisor europeo (ESMA).

En el ámbito de la gestión colectiva la propuesta de la CE se limita a atribuir a ESMA ciertas funciones de revisión anual sobre la supervisión realizada por los supervisores nacionales de las grandes gestoras con actividad transnacional, de manera que se refuerce la convergencia supervisora (pero sin atribuir a ESMA la supervisión directa de estos grandes grupos). El sector afectado ha criticado este enfoque (porque impone de una capa adicional de control con los consiguientes costes) y la propuesta tampoco ha tenido el apoyo de los distintos Estados. Por ello, una opción en la que podría existir consenso sería la creación de colegios de coordinación de la supervisión para los grandes grupos europeos en los que ESMA asuma ciertas funciones de coordinación, pero sin ser el supervisor responsable.

En mi opinión, ello supondría una oportunidad perdida para avanzar hacia un auténtico mercado único en el ámbito de la gestión de activos. Hay que recordar que una característica del mercado europeo de UCITS es su nivel de concentración en dos jurisdicciones (Luxemburgo e Irlanda) que suponen el 95% de los pasaportes o “exportaciones” hacia otros países de la Unión, mientras que los restantes 25 países tenemos una posición netamente importadora. En España, las UCITS con pasaporte tienen una cuota del 42% de nuestro mercado.

Considerando esta estructura del mercado, resultaría más eficiente que se asignasen a ESMA competencias supervisoras directas para las grandes gestoras de UCITS que se comercialicen en varios estados. No se trataría de añadir capas de control, sino diseñar un sistema más eficiente, sustituyendo para estos grupos a su supervisor nacional por el europeo. Conceptualmente, cabe destacar que ESMA (a diferencia de los dos supervisores nacionales afectados) no tendría conflictos de

interés entre el desarrollo de la industria y la protección del inversor. En todo caso, es una reflexión exclusivamente teórica pues la asignación de competencias supervisoras a ESMA en el ámbito de la gestión de activos ni siquiera ha llegado a plantearse (a diferencia de las infraestructuras de mercado o proveedores de servicios de criptoactivos, ámbitos en los que, curiosamente, sí parece que ESMA será el supervisor responsable cuando la actividad transnacional sea importante).

## Cierre.

Concluyo. Espero que la jornada sea de su interés. Imagino que surgirán algunos de los aspectos que he apuntado y también debatirán sobre otros retos que definirán el futuro del sector de gestión de activos español. Por mi parte, creo que es un sector maduro, consolidado y resiliente. Con capacidad demostrada para afrontar los desafíos que tiene ante sí y para adaptarse al nuevo entorno. A mi juicio, la clave para ello es poner al inversor en el centro de todas las decisiones estratégicas, especialmente diseñando productos sencillos, ajustados a sus necesidades, con unos costes justos y evitando conflictos de interés. Productos que deben distribuirse adecuadamente y con una presentación equilibrada de los riesgos.

Si, además, tuviesen éxito las iniciativas europeas y nacionales para aumentar la presencia de inversores minoristas en los mercados de capitales, las IIC podrían experimentar un aumento significativo en su patrimonio. Ello, a su vez, permitiría una mayor financiación de las IIC a la economía real. Esperemos que este círculo virtuoso se confirme. Desde la CNMV contribuiremos a ello en la medida de nuestras posibilidades.