



## Entrega de los premios Funds People Awards

### Discurso de apertura

RODRIGO BUENAVENTURA, PRESIDENTE DE LA CNMV  
16 de febrero de 2023

Gracias Gonzalo y Jaime por invitarme, nuevamente, a esta segunda edición de los premios que llevan el nombre de vuestra revista. Iniciaba mis palabras el año pasado haciendo referencia a la resiliencia de la industria de fondos de inversión.

En aquel momento, creo que era el mes de mayo, recobrábamos cierta normalidad tras dos años de pandemia, pero entrábamos en un contexto económico dominado por la incertidumbre añadida que provocó la invasión de Ucrania. Meses después, seguimos en un contexto complejo al que se le han añadido otros ingredientes que añaden más inquietudes, como la alta tasa de inflación, fuerte incremento de los precios de la energía y un endurecimiento de los tipos de interés como respuesta de la política monetaria para el control del nivel de precios.

Pese a todo ello, la industria de fondos alcanzó a cierre de diciembre un patrimonio superior a 311.000 millones de euros distribuidos en más de 1470 fondos. A cierre de enero y con datos provisionales, este importe ha ascendido hasta 322.000 millones de euros (+1,43% en un mes) y el incremento no viene originado exclusivamente por la evolución favorable de los mercados, sino también por las suscripciones netas que continúa con su evolución positiva experimentada a lo largo del pasado año, y que supuso un flujo acumulado de más de 19.300 millones de euros.

Pero, además, he de señalar también la capacidad de la industria en el proceso de transformación económica hacia otros modelos más sostenibles, en la medida en que los fondos correspondientes al artículo 8 y 9, según el reglamento de divulgación o SFDR, han experimentado un crecimiento sostenido, con lo que, a cierre de año, tienen más de 115.000 millones de euros de patrimonio en 322 fondos de inversión de ambas clases, lo que supone un 68% de aumento con respecto al año pasado

Hoy pretendo comentar algunos aspectos regulatorios cuyo nexo de unión es la dimensión de la liquidez. Y lo haré desde cuatro ópticas complementarias. Comenzaré por la dimensión global, luego la europea y acabaré refiriéndome a dos elementos ligados a la realidad española.

El primer elemento que me gustaría señalar acerca de la liquidez se refiere al debate global sobre los fondos de inversión y las posibles amenazas para la estabilidad

financiera. Hemos oído en los últimos meses voces que alertan de una supuesta fuente de riesgo sistémico procedente del llamado sector de intermediación financiera no bancaria, lo que algunos aún denominan banca en la sombra, y que incluye a los fondos de inversión.

En primer lugar, por suerte, el término se usa cada vez menos para referirse a los fondos, porque resulta burdo y desafortunado en ese contexto, el de los fondos de inversión: los fondos ni son bancos, ni están ocultos, ni son opacos. Sobre él, lo que hay es luz, regulación, supervisión, taquígrafos y transparencia.

Por supuesto que también hay focos de riesgo, que podrían ser sistémicos si alcanzasen grandes dimensiones, como en todas las parcelas de las finanzas. Las dos fuentes de riesgo de este sector, considerando todos los países y no solo España-, son dos: las promesas de reembolso y un apalancamiento excesivo. Y ambos focos tienen que ver con el riesgo de liquidez.

El primero de ellos se ha manifestado en los fondos monetarios a valor constante, que existen en otras jurisdicciones, y el segundo, en algunos fondos de pensiones, británicos, invertidos en bonos del Tesoro pero excesivamente apalancados. En muchos casos está presente el riesgo de liquidez, de descuadre (o mismatch) de liquidez entre el activo del fondo y las solicitudes de reembolso.

En el caso de España y también en algunas otras geografías, estos riesgos no se manifiestan o son residuales. En primer lugar, porque no existen en España fondos monetarios a valor constante y, en segundo lugar, porque el apalancamiento en los UCITS y en los FIA españoles es extremadamente bajo.

La solución a esos riesgos no pasa en mi opinión por imponer colchones de liquidez o requisitos de capital a los fondos o a sus gestoras. Ello sería absurdo, porque los fondos no deben regularse como si fuesen los depósitos que ofrecen los bancos. Son especies totalmente distintas. La solución a los riesgos mencionados pasa por cuatro elementos: adecuadas herramientas de gestión de liquidez a disposición de los gestores y de los supervisores, un ajuste estricto entre la liquidez de los activos subyacentes y las ventanas del fondo, un límite preciso al apalancamiento y una supervisión adecuada de todos los elementos. Y la supervisión ha de realizarse con información, transparencia y datos.

Precisamente ese enfoque es el que está siguiendo la Unión Europea con la modificación de la directiva AIFMD y UCITS propuesta por la Comisión Europea que permite recoger, en sede legal, las herramientas de gestión de liquidez a disposición de los gestores y con ello garantizar una respuesta más eficaz a las presiones de liquidez en momentos de tensión de los mercados, protegiendo más adecuadamente a los inversores. Todo ello, siguiendo además las recomendaciones dictadas por el ESRB (Junta Europea de Riesgos Sistémico).

En esas directivas se recoge una lista armonizada de las diferentes herramientas de liquidez (LMT Liquidity Management Tools) de manera que, cuando sea preciso, los gestores puedan usar al menos una de ellas y se introducen obligaciones de notificación a las autoridades competentes en caso de activación o desactivación de las herramientas.

Y se impone un régimen de reporting periódico al supervisor, que deberá desarrollar ESMA mediante estándares técnicos. En España llevamos 30 años con un régimen de información mensual, en el que cada fondo informa de cada participación, de cada derivado, de cada posición individual. Ello nos permite evaluar el riesgo de liquidez, de crédito, de apalancamiento y de contraparte. Todo esto queda muy lejos de la sombra. Luz, transparencia y taquígrafos, como decía, en un momento en que nuestra economía necesita, más que nunca, mercados de capitales y fondos de inversión para financiar las extraordinarias inversiones necesarias en esta década por parte de nuestras empresas.

Pero lo anterior no significa que todo esté perfecto. Antes mencionaba el importante volumen de suscripciones netas en IICs producido a lo largo de 2022. Gran parte de estas entradas se han llevado a cabo en fondos con objetivo de rentabilidad y en fondos de renta fija, principalmente aquellos con estrategia de comprar y mantener. Particularmente, en 2022 se registraron en la CNMV 73 nuevos fondos en ambas clases, 32 correspondientes a estrategias de comprar y mantener y 41 con objeto concreto de rentabilidad. Este mismo lunes, la CNMV ha abierto a consulta pública una propuesta de guía técnica sobre el refuerzo de la transparencia de estas dos clases de fondos, con la pretensión de actualizar la guía técnica publicada en 2017 y con la que deseamos alcanzar varios objetivos.

Por un lado, reforzar la advertencia sobre el coste de la liquidez, de manera que cuando haya menos de doce ventanas anuales de liquidez – y por lo tanto la posibilidad de reembolso sin comisiones – en lugar de las cuatro ventanas que alude la guía técnica de 2017, se alerte al cliente de esa circunstancia. Por otro, establecer criterios sobre las advertencias a realizar a los inversores sobre temas como el riesgo derivado de no valorar parte de las posiciones durante el periodo de comercialización o de los efectos de la inflación en la rentabilidad real de las inversiones. Y, en tercer lugar, establecer los criterios sobre la información facilitada al inversor sobre la rentabilidad estimada (TAE) que razonablemente puede esperar en las IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener en el supuesto de que mantenga su inversión hasta el vencimiento del horizonte temporal de la estrategia, así como los efectos en su rentabilidad de un reembolso anticipado.

Desde la CNMV consideramos especialmente importante que, en la comercialización de productos de renta fija, el cliente reciba una explicación clara del riesgo de mercado soportado ante mayores tensionamientos de la curva de rendimientos y, por lo tanto, la advertencia del riesgo de que la “renta fija no es fija”, especialmente ante inversiones

en tramos largos y en momentos de alzas de tipos de interés como los actuales. Mas allá de la propuesta de actualización de la guía, este riesgo de mercado no es algo que no hayamos advertido con anterioridad, sino que lo hemos venido manifestando públicamente en varias ocasiones en el último año, así como en nuestras notas de estabilidad financiera. De hecho, una de esas ocasiones públicas fue justamente en este mismo evento el año pasado.

Dada la relevancia de los cambios que la guía plantea y la extensión que han alcanzado estos productos, les animo a participar en la consulta pública con sus comentarios y aportaciones.

Y concluyo con un cuarto y último elemento vinculado a la liquidez, que alguno puede encontrar contradictorio con lo que acabo de decir sobre las ventanas de liquidez, pero que a mi juicio no lo es.

Creo que es conveniente que seamos más imaginativos a la hora de configurar productos de inversión colectiva con ventanas de liquidez diferentes a la diaria, pero manteniendo las garantías de una correcta comercialización e información al inversor. Con ello se obtendrían productos con binomios de rentabilidad riesgo más elevados para inversores con perfiles menos conservadores.

A día de hoy este tipo de productos, cuando la liquidez es mensual o trimestral (o incluso menor) solo son admisibles para fondos de inversión libre (FIL) con importes de suscripción mínimos mucho más elevados que los fondos de inversión “normales”. También resulta posible lanzar UCITS y cuasi-UCITS con frecuencias de reembolso inferiores a la diaria (hasta quincenales), si bien resultaría oportuno que, en alguna reforma futura del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva (RIIC), se incluya un cambio para permitir preavisos más amplios, para facilitar su gestión.

En nuestro mercado de valores existen activos, tanto en los mercados de expansión como incluso en mercados regulados, con potencial de revalorización, menos líquidos, pero con la suficiente profundidad de mercado, que podrían ser atractivos para la cartera de un fondo con periodos de liquidez diferentes al diario (semanal o quincenal).

Ello lograría tres objetivos en uno: 1) ofrecer producto atractivo para parte del segmento minorista que busca niveles de rentabilidad/riesgo más agresivos; 2) reducir el liquidity mismatch de ese tipo de vehículos y 3) atraer algo de inversión institucional a segmentos del mercado de renta variable donde hoy brilla por su ausencia, haciendo más atractivo el cotizar en esos segmentos. Eso sí: informando con claridad al inversor para que sea plenamente consciente de la liquidez real que ofrece el producto.

Nada más. Pero no quiero terminar mis palabras sin antes dar mi enhorabuena por dos motivos.

El primero al conjunto del sector español de gestión de activos por la cierta recuperación de cuota de mercado con respecto a la industria de fondos extranjera.

Y en segundo lugar, mi sincera enhorabuena a los premiados de esta edición y a todos aquellos que han sido nominados en las diferentes categorías.

Muchas gracias