



## Intervención en la cena de entrega de premios a fondos de inversión Expansión – Allfunds

RODRIGO BUENAVENTURA, PRESIDENTE DE LA CNMV  
24 de mayo de 2023

Buenas noches

Muchas gracias a Expansión y Allfunds por invitarme nuevamente a esta ceremonia de entrega de premios.

Los datos de cierre del primer trimestre muestran más de 328.000 millones de euros de activos en los fondos españoles, con unos 16 millones de cuentas de partícipes. Esto representa un aumento anual, en términos de patrimonio, superior al 4%.

Esta evolución ha sido compatible con un crecimiento muy intenso de los fondos de renta fija, muchos de ellos con objetivo concreto de rentabilidad o de comprar y mantener. En la medida en que dichos productos han estado liderados por gestoras españolas, la cuota de mercado de inversión colectiva española frente a producto con pasaporte ha alcanzado el 64%.

Uno de los retos, si queremos que los fondos sirvan para materializar inversiones a largo plazo, es el escaso peso de la renta variable en el total de carteras, apenas un 15% (y sólo un 2% española). Esto es consecuencia, por supuesto, de un perfil eminentemente conservador en los inversores, que probablemente requiere de esfuerzos adicionales en educación financiera, para comprender el papel que la renta variable tiene en carteras a largo plazo.

En general hay que resaltar un año más la ausencia de incidentes significativos en la inversión colectiva, tanto española como europea. Cuando otras partes del sistema financiero han experimentado problemas y volatilidad, la inversión colectiva ha destacado por lo contrario. Algunas voces señalan que existen riesgos significativos para la estabilidad financiera procedentes del sector de inversión colectiva, y que ello requiere medidas regulatorias urgentes.

Ante esto, creo que debemos ser extraordinariamente prudentes a la hora de señalar riesgos de modo genérico, englobando múltiples países y tipos de fondos distintos porque, al simplificar en exceso el debate y meter en el mismo saco realidades muy distintas, corremos el riesgo de generar preocupaciones infundadas a los partícipes.

Sería como hablar en genérico de problemas de “la banca” sin distinguir los bancos regionales en USA, los bancos de inversión suizos o los bancos comerciales europeos.

Centrémonos en el sector de fondos español. En este contexto, España, y en este momento, yo discrepo radicalmente de que se estén fraguando riesgos para la estabilidad financiera que no estén debidamente mitigados y monitorizados o que requieran una actuación regulatoria urgente.

Nunca podemos bajar la guardia, desde luego, y siempre pueden aparecer casos individuales, pero recordemos algunos datos de los fondos españoles:

- No tenemos apenas fondos monetarios (los que generaron algunas turbulencias en marzo de 2020) y ninguno que garantice un valor constante.
- Los fondos españoles tienen un apalancamiento neto reducidísimo (23%), muy inferior al que permite la normativa (100%).
- Los gestores de fondos españoles aplican herramientas activas de gestión de liquidez y, a diferencia de Europa, existen criterios supervisores claros (guía técnica de CNMV de 2021)
- Los últimos resultados de los tests de estrés de liquidez, que periódicamente realizan ESMA y la CNMV, indican que harían falta escenarios 16 veces más severos que los de la peor semana de marzo de 2020 para que algunos fondos experimentasen episodios de iliquidez en España. Episodios que no podrían considerarse sistémicos dado el reducido patrimonio de los fondos en cuestión.
- En los últimos 35 años, nunca ha habido problemas serios de iliquidez en los FI, con la única excepción de los fondos de inversión inmobiliaria, que representaban aproximadamente 8.500 mill de € (un 2,5% del patrimonio a fecha de hoy) y que ya no existen.
- En España, a diferencia del resto de Europa, hay un sistema de información mensual detallada y vigilancia activa del supervisor de mercados sobre riesgos en fondos individuales.

Creo, por tanto, que los problemas que otros países, otros continentes u otros tipos de vehículos puedan tener no tienen un reflejo directo en la situación española y no parece adecuado plantear de modo genérico, para todos los tipos de fondos, soluciones que podrían llegar a dañar la rentabilidad del partícipe sin mejorar la gestión real del riesgo.

En todo caso, que nuestra industria de la inversión colectiva se haya mostrado sólida en términos agregados no significa que no afronte desafíos importantes. Uno de ellos son los posibles cambios en el entorno regulatorio europeo y más en concreto los derivados de la estrategia de inversión minorista de la Comisión Europea (Retail Investment Strategy, RIS), que se ha anunciado hoy mismo y se discutirá bajo presidencia española.

La estrategia de inversión minorista europea pretende mejorar la información y el servicio que recibe el inversor europeo y estimular su participación en los mercados de

valores. Aborda en su borrador una amplia variedad de cuestiones, desde la categorización de clientes, normas de comercialización, normas de idoneidad y adecuación de los productos, normas sobre asesoramiento, incentivos en la distribución, gobernanza de productos, supervisión y una mayor transparencia en términos de costes entre otros.

Uno de los cambios de mayor calado es modernizar y adaptar a un entorno digital la panoplia de documentos que estructuran la información al inversor. El modelo actual se basa en el concepto de documento escrito e ignora las posibilidades que ofrecen los canales digitales para informar al inversor de modo interactivo. Recordemos que MiFiD I, que es la base de la norma actual en materia de comercialización, es anterior a la aparición del primer iPhone. No tiene sentido seguir fundamentando la información al inversor (a cierto tipo de inversor, al menos) en documentos estáticos, como si fueran mini-folletos. Una alerta mediante un pop-up o un vídeo pueden ser mucho más efectivos que un documento omnicompreensivo a la hora de alertar de un riesgo o explicar algo complejo.

Además de los cambios en la información a clientes y comunicaciones comerciales, un elemento destaca sobre los demás: la percepción de incentivos en forma de retrocesión de comisiones. Las retrocesiones suponen que parte de la comisión anual de gestión que el cliente paga va en realidad no a remunerar al gestor, sino que se cede (o se retrocede) al comercializador. Ha habido mucho debate sobre si dicha práctica debía ser prohibida y parte de la industria ha defendido que, si no se permitiese, los clientes perderían acceso efectivo al asesoramiento, que se financia gracias a esas comisiones. La Comisión propone ahora la prohibición de éstos sólo para ventas no asesoradas.

A mi juicio, la justificación de las retrocesiones en el caso de ventas sin asesoramiento es muy cuestionable y la medida de la Comisión europea tiene sentido conceptualmente. Pero esto tiene un impacto no menor para el mercado español de distribución de IIC, en la medida en que, según nuestras estimaciones a partir del porcentaje de incentivos percibidos vinculados a IIC, en torno al 60% de los fondos comercializados por entidades de crédito y el 85% por las ESI serían ventas no asesoradas. En estos casos, según la propuesta de la Comisión, los comercializadores deberían cobrar un precio explícito al inversor o cambiar el modelo de distribución desde recepción y transmisión de órdenes a asesoramiento.

El otro cambio que destacaría es la propuesta de evitar el cobro de costes no justificados y que no aportan valor a los partícipes de los fondos (el concepto de *value for money*). Esto supondría que las comisiones de gestión tendrían que estar dentro de un margen respecto a una referencia (“relevant benchmark”) salvo casos justificados y proporcionados. Y dicha referencia la calcularía ESMA. Este es un cambio con una finalidad loable, de extraordinaria relevancia, pero muy complejo de ejecutar, porque supone establecer topes de comisiones y gastos relativos a un benchmark, cuyo cálculo e identificación serán extremadamente controvertidos incluso para los productos más estándar.

Aunque las modificaciones son notables y he tratado de citar aquellas de mayor relevancia puede apreciarse que vienen cambios de mucho calado.

No obstante, estoy convencido – sobre todo tras una simple mirada a los últimos años – que la industria de la inversión colectiva española cuenta con las capacidades, talento y profesionalidad necesaria para encarar estos retos.

Muchas gracias