



## Intervención en el XI Encuentro del Sector Financiero

SEBASTIAN ALBELLA, PRESIDENTE DE LA CNMV

20 de octubre de 2020

Buenos días a todos.

Es un placer para mí estar hoy aquí, en esta undécima edición del Encuentro Financiero organizado por Expansión y KPMG y quiero por supuesto agradecer a los organizadores su invitación.

Esta segunda jornada del encuentro tiene como tema central la gestión de activos, que es uno de los ámbitos principales de la actividad de supervisión de la CNMV.

En mi intervención voy a darles algunos datos sobre la evolución del sector (pueden encontrar información más detallada en nuestro próximo boletín, que se refiere al primer semestre y que publicaremos en los próximos días). También me referiré a algunas actuaciones supervisoras que hemos llevado a cabo en los últimos meses. Y asimismo haré una referencia a alguna cuestión relacionada con la regulación.

Comenzando con la **evolución del mercado**, el patrimonio de los fondos de inversión españoles (que son aproximadamente 1.500) se redujo un 5,6% durante el primer semestre de 2020 hasta los 263.000 millones de euros, un descenso que tuvo una doble causa.

Por una parte, en el periodo enero-junio se produjo una **salida neta de inversión**, es decir, hubo reembolsos netos, aproximadamente de unos 2.000 millones de euros en total, aunque la distribución temporal de esta salida neta no fue homogénea. Mientras en enero y febrero hubo una entrada neta de 3.500 millones, en marzo, en plena turbulencia de los mercados provocada por la pandemia, se registraron 5.500 millones de euros de reembolsos netos. La situación de tensión cedió a partir de abril y, de hecho, en el segundo trimestre del año el saldo suscripciones-reembolsos estuvo equilibrado. En todo caso, los reembolsos que he mencionado representaron un porcentaje bastante bajo del patrimonio total de los fondos de inversión en España (por debajo del 2%), aunque es cierto que en algunos fondos hubo reembolsos significativos.

La otra causa que explica el descenso patrimonial de los fondos en 2020 han sido los **rendimientos negativos** de las carteras, en media de más del 4% hasta el 30 de junio (consecuencia de un -9,3% en el primer trimestre seguido de un +5,6% en el segundo).

Analizando la evolución de las **diferentes categorías de fondos**, se observa que se produjeron reembolsos netos, por ejemplo, en los de renta fija y renta variable euro,

mientras que se produjeron suscripciones netas en el semestre en otros como los de renta variable internacional.

En cuanto a las rentabilidades, fueron negativas en el semestre en prácticamente todas las categorías. También aquí se produce una clara diferencia entre el primer y segundo trimestre: las rentabilidades fueron negativas en todas las categorías en el primer trimestre y positivas también en todas en el segundo. Las categorías que peor se comportaron en el semestre fueron las de renta variable euro (-20%) y renta variable internacional (-10%), por motivos obvios relacionados con la evolución de los mercados.

Algunos datos en relación con las SICAVs. Tenemos en estos momentos registradas (30 de junio) 2.562. En 2016 eran 3.300. En lo que va de año ha habido 52 bajas y un alta en el registro. El patrimonio conjunto de estas entidades asciende actualmente a algo más de 26.000 millones de euros .

Aunque sea salirme del ámbito de la inversión colectiva, aprovecho para comentarles que una de las tendencias observadas en el periodo fue el aumento de la **adquisición directa de acciones** por inversores minoristas. En el primer semestre del año la operativa en acciones de clientes minoristas aumentó un 117% con respecto a la media semestral de 2019, incremento que podría estar ligado a cambios en los patrones de comportamiento derivados de la pandemia y las medidas adoptadas para combatirla. (Hay que aclarar que este porcentaje del 117% está calculado sobre la base del reporte periódico que las entidades españolas más relevantes realizan a la CNMV. No tiene en cuenta, por ejemplo, la actividad de entidades no españolas que operan en España en régimen de libre prestación de servicios, típicamente ofreciendo servicios *on line*.)

También es relevante mencionar algún dato sobre la evolución de los **fondos extranjeros**, europeos en su totalidad, comercializados en España.

En 2020 se ha producido una ligera contracción de su patrimonio por primera vez desde que hay registros. Hay que tener en cuenta que entre 2008 y 2019 el patrimonio de estos fondos se multiplicó por 10, pasando de 18.000 millones a casi 180.000.

De nuevo en este caso, se observa una reducción, del 6,2%, en el primer trimestre y un incremento, del 2,4%, en el segundo, quedando su patrimonio total a 30 de junio en 172.000 millones (lo que supone aproximadamente un tercio del total de fondos comercializados en España).

Una referencia también a las SGIICs que operan en España. En junio de 2020 había registradas 124, 23 más que en 2016, aunque este año el número de gestoras se ha estabilizado.

Otro dato relevante que afecta a la actividad de las SGIICs es el descenso del porcentaje que representan las retrocesiones sobre sus ingresos por comisiones de gestión, que es en estos momentos aproximadamente del 50%. En 2017 este porcentaje ascendía al 60% y en 2015 al 64%. Sin duda, en este descenso ha influido la aplicación de MiFID II, sobre la que haré algún breve comentario al final de mi intervención.

También tengo que hacer una referencia a lo que se conoce como **gestión alternativa**, que engloba la denominada inversión libre y el capital riesgo.

Las IIC de **inversión libre**, FILs y fondos de FIL continúan teniendo un peso muy reducido, ya que representa solo alrededor del 1% del patrimonio total de las IICs registradas en la CNMV, unos 3.200 millones de euros. Ello a pesar de que su régimen fiscal es el mismo que el de las IICs ordinarias y de que su régimen en cuanto a inversiones es muy flexible.

En cuanto al **capital riesgo**, a lo largo de 2019 el patrimonio de las ECR registradas en la CNMV, fondos y SCRs, se incrementó un 24,2 %, hasta superar los 13.000 millones de euros. No disponemos todavía de datos de patrimonio correspondientes a este año, pero todo indica que a lo largo de los ocho primeros meses de 2020 ha continuado el dinamismo en el sector: se han registrado en la CNMV 63 entidades más (55 vehículos de inversión y 8 gestoras). En estos momentos tenemos 226 fondos de capital riesgo, 173 SCRs. y 109 SGEIC.

Y también ha seguido habiendo movimiento en lo que se refiere a entidades de inversión colectiva cerradas no clasificadas como capital riesgo: 11 más en los ocho primeros meses de 2020, con lo que a 31 de agosto había registrados un total de 57 vehículos de esta categoría, que goza de la máxima flexibilidad en cuanto a política de inversión.

En todo caso, la expansión durante los últimos años en lo que respecta a entidades registradas en la CNMV en el ámbito del capital-riesgo, que ha de considerarse un fenómeno muy positivo para nuestra economía, se inscribe en el gran crecimiento del sector a nivel internacional.

Cada vez es mayor el número de grandes gestoras y fondos de capital privado y capital riesgo activos a nivel internacional, y su interés por España ha sido muy visible durante la última década y sigue siendo muy relevante.

Una manifestación de este auge está siendo el tamaño creciente de las compañías en las que invierten, minoritaria o mayoritariamente, estos fondos internacionales, incluidas relevantes sociedades cotizadas, fenómeno que en una fase como la actual, de descensos tan marcados en el valor de capitalización de numerosas compañías, puede intensificarse. (Por cierto que, en mi opinión, nuestro sistema incluye algún elemento, concretamente el modo en que está regulada la excepción a la regla de opa exclusión en caso de opa previa, que podría estar favoreciendo en exceso las operaciones de este tipo de fondos que se articulan mediante opas, los llamados *public to private*).

Quiero destacar, finalmente, en línea con lo ya dicho que el **sector de gestión de fondos se ha mostrado como un sector muy resistente** (o resiliente, como se acostumbra últimamente a decir) en las difíciles circunstancias provocadas por la pandemia.

Lo que no quita para que la crisis haya reavivado el debate internacional sobre la regulación del sector, cuya actividad se enmarca y es una de las partes más relevantes de lo que se solía denominar “banca en la sombra” o ahora, de forma más neutral, Intermediación Financiera No Bancaria (IFNB).

En todo caso, a pesar de esa denominación en declive de “banca en la sombra” la realidad es que la IFNB y en concreto la inversión colectiva es muy distinta de la actividad bancaria.

La actividad bancaria, en su modalidad más simple, consiste en captar depósitos y conceder créditos desvinculando a los depositantes del riesgo asociado a los créditos, lo que hace razonable que la regulación y supervisión se base en un modelo centrado en controlar la solvencia de las entidades. El mundo de los fondos de inversión es diferente.

Quienes invierten en ellos buscando rentabilidad son conscientes, o al menos deberían serlo, de que adquieren una participación en un conjunto de activos financieros sujetos a variaciones de precios y, en consecuencia, de que el valor de su inversión en el momento del reembolso puede ser distinto. Y saben, o deben saber, que los reembolsos pueden requerir ventas de los activos, que no están en el balance de las entidades gestoras sino que son propiedad del fondo, es decir, de los propios inversores. Los riesgos, en este caso, están asociados a la evolución del mercado en general y por ello el modelo de supervisión ha de basarse en el control de la actividad más que en el de la solvencia patrimonial de las gestoras.

La inversión colectiva representa una actividad muy diferente de la bancaria y el enfoque regulatorio y supervisor sobre ella debe ser distinto, lo que no quiere decir que no esté, igualmente, intensamente regulada y supervisada. Su supervisión, dirigida principalmente a proteger al inversor y en esencia microprudencial, contribuye también a la estabilidad financiera al referirse a aspectos como la diversificación de las inversiones, los requisitos y la gestión de la liquidez o los límites al apalancamiento.

Se trata, además, de un segmento sujeto a reglas y requisitos armonizados a nivel europeo y que derivan de principios de organismos internacionales como IOSCO (la organización mundial de comisiones de valores) que incluyen una variada gama de herramientas a disposición de gestores y supervisores para hacer frente a diversas situaciones que pueden presentarse. De hecho, los fondos de inversión convencionales -UCITS y equivalentes-, cuyo peso en el sistema lleva decenios siendo muy relevante, nunca han planteado ningún problema significativo desde el punto de vista de la estabilidad financiera, ni siquiera en los momentos más críticos de la última crisis financiera o, como hemos visto, en la crisis actual; y, en lo que respecta a la inversión alternativa, las regulaciones adicionales de estos últimos años han generado sin duda transparencia y más control.

No hay que renunciar a perfeccionar las reglas y herramientas citadas, pero siempre teniendo en cuenta las características propias de la actividad. Y, sobre todo, es importante perseverar en el esfuerzo de informar y educar para que todos los inversores entiendan que un fondo de inversión poco tiene que ver con un depósito y que, en según qué fondos, la liquidez diaria o a muy corto plazo puede verse limitada en ciertos escenarios para asegurar un tratamiento equitativo de los partícipes. He de reconocer, por cierto, que el debate ha tenido el efecto positivo de sensibilizar todavía más a los supervisores de valores sobre la importancia de la información a los inversores y la educación financiera.

Déjenme también referirme brevemente a lo que hemos hecho los supervisores en estos complicados últimos meses en relación con el sector.

A nivel internacional los problemas (manifestados en forma de suspensiones de reembolsos básicamente) durante esta crisis se han centrado en dos tipos de fondos de inversión: los monetarios y los inmobiliarios y por diversas circunstancias no tenemos prácticamente este tipo de fondos en España.

En todo caso, ha habido un grado muy alto de cooperación a través de instituciones como IOSCO, la organización internacional de comisiones de valores, y ESMA, la autoridad europea, que han estado muy activas facilitando el intercambio de información y de experiencias y procurando que exista una mínima homogeneidad en las medidas adoptadas por parte de reguladores y supervisores.

En España durante estos meses los trabajos principales de la CNMV han estado relacionados con la atención a las condiciones de liquidez de los activos de las carteras de los fondos y con la evolución de los reembolsos en las distintas entidades, todo ello en contacto con las gestoras y con el fin de seguir la situación y recordarles sus obligaciones y las herramientas de gestión de la liquidez que tenían disponibles. En este sentido, la CNMV dio indicaciones sobre la conveniencia, en ciertos casos, de valorar al precio *bid* o de aplicar esquemas de *swing pricing*.

En relación con las herramientas macroprudenciales disponibles cabe señalar la introducción, en el Real Decreto-ley 11/2020, de la posibilidad de establecer con autorización o por decisión de la CNMV de periodos de preaviso para los reembolsos sin sujeción a los requisitos de plazo, importe mínimo y constancia previa en el reglamento de gestión aplicables con carácter ordinario. Afortunadamente no ha sido necesario hacer uso de esta herramienta.

Y finalmente una breve alusión al asunto de los **incentivos**, una cuestión de regulación que sigue estando viva y sigue siendo relevante en estos momentos.

Existe demasiada dispersión del régimen aplicable en esta materia, tanto entre los países europeos como entre sectores. El régimen de MiFID sobre incentivos es, además, demasiado complejo, y no solo para las entidades que operan en el sector, también para los supervisores.

En la Unión Europea se han producido diferentes aplicaciones de la directiva MiFID II. Podemos encontrar desde prohibiciones totales, como las del Reino Unido u Holanda, hasta la introducción de supuestos de aumento de calidad del servicio (que es lo que permite continuar con un modelo de retrocesiones) adicionales a los mencionados en la directiva y que son de lo más diverso. En España nos situamos en un punto intermedio ya que sí hemos cerrado la lista de supuestos de aumento de calidad del servicio que legitiman recibir incentivos, limitándolos a los tres que aparecen expresamente mencionados en la norma europea.

En la CNMV estamos a favor de una mayor armonización y simplificación del régimen europeo en este ámbito. La máxima simplificación se conseguiría con una prohibición general a nivel europeo pero es muy poco probable en el corto/medio plazo, entre otras cosas por el impacto que podría tener en la industria. Desde luego, no detecto apetito por una prohibición en estos momentos en una clara mayoría de países.

Pero lo que sí creemos que es factible es una mayor armonización a nivel europeo en lo relativo a los supuestos de aumento de calidad del servicio. No puede ser que

tengamos mercados locales tan diferentes cuando estamos empeñados en construir un mercado de capitales europeo más integrado.

También creemos que es conveniente huir de enfoques burocráticos en cuanto a la documentación y registro de las retrocesiones y su aplicación.

Y desde luego es clave asegurar que los requisitos de transparencia en la materia se apliquen de modo general. Pienso en los productos propios de otros segmentos del sector financiero que compiten con los productos estrictamente de inversión.

Este tema de los incentivos ha sido uno de los aspectos que han exigido gran esfuerzo de adaptación por parte de la industria durante estos últimos años, esfuerzo que desde aquí quiero reconocer.

Una industria, la de gestión de activos española, que está a muy buen nivel y que seguro que sabrá navegar con éxito también en los años que vienen, que van a estar marcados por la aceleración de los avances hacia una verdadera Unión del Mercado de Capitales.

Muchas gracias por su atención.