

## II Observatorio de las Finanzas El Español-Invertia

RODRIGO BUENAVENTURA, PRESIDENTE DE LA CNMV

22 de febrero de 2022

Gracias a El Español y a Invertia por la invitación, por segundo año, a este evento, al II Observatorio de las Finanzas.

Me gustaría centrar mi intervención en la industria de la inversión colectiva que se ha conformado, ya desde hace muchos años, en unos de los puntales del ahorro y de la inversión minorista de nuestro país. Según las últimas cifras que disponemos (diciembre 2021), la inversión colectiva alcanza un patrimonio de 325.000 millones de euros en IICs y más de 15,8 millones de partícipes en más de 2800 fondos.

Y hoy, para variar, no voy a hablar de sostenibilidad en los fondos de inversión, sino de otras cuestiones de actualidad. Más concretamente, me gustaría poner el foco en la reciente propuesta de reforma de las Directivas europeas de fondos (UCIT y Alternativos), a través de la modificación de la directiva AIFMD (Alternative Investment Managers Directive) y del reglamento ELTIF (European Long-Term Investment Fund).

Ambas reformas, promovidas por la Comisión Europea, tratan de impulsar la inversión colectiva de una forma eficaz y segura y atraer a un mayor número de inversores minoristas a los mercados de capitales. Con ello, además, pretenden contribuir a los objetivos de la Capital Markets Union (CMU), posiblemente una de las iniciativas más ambiciosas de la Comisión. Se trata de potenciar los mercados de valores, lo cual es más que necesario a la luz de los volúmenes de inversión que se requerirán en la próxima década para hacer frente a los cambios en los modelos económicos ligados a la sostenibilidad medioambiental y social y a la digitalización de la economía y de las empresas.

La propuesta de reforma de las directivas de fondos de inversión supone tres importantes modificaciones.

La primera de ellas viene determinada por la introducción de requisitos normativos sobre herramientas de gestión de la liquidez de los fondos y con ello, el refuerzo de los requisitos de liquidez. Este es un punto muy relevante y, a mi juicio, muy positivo, en la medida en que la CNMV ha sido especialmente activa en este aspecto. Nuestra actividad de supervisión a las gestoras, - especialmente en momentos de estrés de los

mercados o de iliquidez, como en los primeros meses de la pandemia - ha venido encaminada a la salvaguarda de los intereses de los partícipes fundamentalmente en la gestión de los reembolsos. Esta medida, que hasta la fecha la hemos implementado en España a través fundamentalmente de regulación nacional, prácticas de la CNMV a criterios mediante guías técnicas, como la guía técnica de liquidez del año pasado. Estas medidas deberían calmar algunas preocupaciones existentes sobre los posibles riesgos sistémicos derivados de los fondos de inversión.

El segundo de los cambios propuestos en la reforma, está relacionado con las modificaciones en el régimen de información, de reporting, a las autoridades supervisoras y de estas a ESMA. El régimen europeo actual de información no incorpora un reporte de las posiciones individuales en cartera, por lo que su utilidad actual es reducida. En España, desde 1990, requerimos informes mensuales de las posiciones en cartera de cada fondo individual a nivel de ISIN y hemos comprobado que las ventajas sobre la calidad de la supervisión son innegables. Es una herramienta muy útil para el supervisor y con un coste muy reducido para las entidades gestoras españolas una vez adaptados los sistemas. La importancia de esta modificación, extendida al ámbito europeo, es extrema y la cuestión a dilucidar es la granularidad, la frecuencia y la homogeneidad de la información solicitada de manera que pueda conseguirse un marco de reporting a los supervisores de las posiciones homogéneo que elimine duplicidades y redundancias.

Las ventajas para la supervisión son claras y con ello la minimización de ese riesgo sistémico en los fondos que algunos quieren ver. Valga con ello un ejemplo. En marzo de 2020, en los momentos iniciales del primer impacto de la pandemia sobre los mercados, gracias a la información unitaria del patrimonio de cada fondo pudimos, en cuestión de cinco días, dirigirnos directamente a las gestoras concretas que podrían estar afrontando problemas de liquidez. Con ello pudimos interesarnos por su situación y monitorizar no solo los reembolsos existentes – estamos hablando de la semana posterior al inicio del confinamiento- sino las ventas de activos necesarias para ello y, así, evitar potenciales conflictos de interés y garantizar un trato equitativo entre los partícipes. Esta misma actividad, realizada en un periodo de extrema incertidumbre, no fue posible para el resto de los supervisores europeos que no cuentan con esta información.

Hace menos de un mes hemos publicado la “Guía Técnica sobre la gestión y control de la liquidez” en la que animamos a la utilización de herramientas antidilutivas. De esta manera y atendiendo a las características de la IIC, la gestora podrá optar por la aplicación de precios de venta o de compra (bid/ask) sobre cada uno de los activos que mantiene en la IIC y el llamado swing pricing, aplicando un factor de ajuste en el valor liquidativo.

Como habrán observado, en los dos primeros ámbitos que he mencionado, la gestión de liquidez de los fondos y la remisión de información periódica al supervisor,

podríamos decir que la Unión Europea está adoptando el modelo español de supervisión, que hace décadas que los incorpora.

La tercera de las modificaciones previstas en la reforma de la Directiva AIFMD se enfoca en los fondos alternativos de préstamos con el objetivo de apoyar la estrategia de la Capital Markets Union. La normativa actual permite esta clase de instrumentos de inversión colectiva, pero solo a inversores profesionales, impide su endeudamiento e imposibilita la concesión de préstamos a personas físicas ni a otros vehículos de inversión colectiva, obligando a su vez, al mantenimiento de un lockup de los inversores hasta el momento de la liquidación de los vehículos.

Las modificaciones planteadas con la reforma determinan una propuesta mucho más flexible (quizás demasiado flexible) y amplía en dos cuestiones principales. Por un lado, la capacidad de los fondos alternativos para conceder préstamos a clientes minoristas, existiendo tan solo un límite de diversificación del 20% para la concesión de préstamos a entidades financieras o vehículos colectivos, lo que, si bien no crea un riesgo significativo, no determinará una diferencia sustancial en términos de disponibilidad de crédito para los ciudadanos europeos. Por otro, se contempla el cierre del fondo cuando el total de los préstamos supere el 60% de los activos bajo gestión, cifra elevada para una gestión adecuada y eficaz de la liquidez, así como de la igualdad de trato entre inversores.

En lo que respecta al reglamento de fondos a largo plazo (llamados FILPE en castellano y ELTIF en inglés), las modificaciones previstas son relevantes y están dirigidas también a dar impulso a esta tipología de vehículo inversor a largo plazo que tan poco éxito a tenido en Europa. Hoy hay menos de 60 vehículos de este tipo en toda Europa (2 en España) con un patrimonio inferior a 2.400 millones de euros. Es una iniciativa que no ha tenido éxito hasta ahora y que se quiere recuperar.

Dejando al margen consideraciones de carácter técnico y operativas para flexibilizar su funcionamiento, la propuesta introduce dos puntos que creo que son destacables.

El primero de ellos es la idea de un mercado secundario de “acciones” o participaciones de los ELTIF que permita una salida temprana a sus inversores y no esperar a la finalización de la vida del producto, que por su naturaleza, incorpora activos ilíquidos. Sin duda es una idea encomiable, pero en ningún caso podrá asegurar la liquidez aún con este mecanismo. En este caso, lo fundamental será otorgar al inversor la adecuada transparencia para no confundirle con una idea de liquidez permanente a través de ese mercado secundario, dado que dependerá exclusivamente del interés de compra de otros potenciales inversores.

El segundo de los puntos clave del nuevo Reglamento se refiere a sus requisitos de comercialización con el objeto de ampliar la base inversora de estos productos. En este sentido, el planteamiento supone la eliminación del importe mínimo de suscripción (establecido actualmente en 10.000€), la eliminación del umbral del 10%

de patrimonio financiero del cliente y la necesidad de contar con asesoramiento profesional en la adquisición, manteniéndose la prueba de idoneidad y la advertencia o alerta escrita cuando el horizonte de vida del ELTIF supere la barrera de los 10 años. Aunque la ampliación de la base de los inversores es necesaria, a la vez, han de reforzarse los procedimientos de información para evitar, con estas nuevas características y requisitos, un excesivo riesgo de concentración y liquidez en las carteras de los inversores minoristas.

Si bien en el plano internacional las modificaciones planteadas en lo que respecta a los ELTIF y a la directiva AIMFD son importantes de cara a la evolución futura de la inversión colectiva, en la dimensión estrictamente española, me gustaría apuntar dos temas relevantes y de actualidad para el sector de la inversión colectiva.

El primero de ellos concierne al cambio de régimen fiscal derivado de la Ley 11/2021 que afecta a las SICAVs. Como bien saben la Ley introduce mayores requisitos para poder disfrutar del beneficio fiscal de tributar al 1% sobre los beneficios, computando, para la determinación del número mínimo de 100 accionistas, solo aquellos con una participación mínima de 2.500 euros (o de 12.500 euros en el caso de SICAVs con compartimentos) y debiendo cumplir este criterio durante al menos las tres cuartas partes del período impositivo.

Como consecuencia de ello, la CNMV requerimos a las gestoras con SICAV para que informaran a sus Consejos de Administración de estas modificaciones fiscales, debiendo trasladar a la CNMV y a sus inversores a través de un hecho relevante, antes del 31 de enero de 2022, las decisiones que los Consejos fueran a adoptar.

En el caso que se acordara elevar a la Junta la propuesta de acuerdo de liquidación, se debía informar también a los socios de la posibilidad de acogerse al diferimiento fiscal. De igual forma, se trasladó también la necesidad de publicar un hecho relevante respecto de las SICAV que tuviesen previsto optar por la disolución, así como de las que continuaran pero que se vieran afectadas en su régimen tributario, y por último, les pedimos actualizar sus folletos incluyendo información sobre el tipo impositivo que preveían a fecha 31 de enero.

Hasta la fecha, hemos recibido respuesta de gran parte de las SICAVs pero no de todas y hemos reiterado el requerimiento. De las respuestas que ya tenemos se puede deducir que más del 50% de las SICAV prevén su liquidación (en torno a un 37%-40% del patrimonio), mientras que una minoría, el 33% del patrimonio, continuarán tributando al 1%. Insisto, estos son datos de las respuestas que hemos recibido hasta ahora, faltan un número relevante de SICAV por contestar, por lo que hay que tomarlo con cierta cautela. El resto se transformarán en otro tipo de vehículos o no han adoptado una decisión. En las próximas semanas seguiremos insistiendo en que todas las SICAV publiquen esos hechos relevantes e informen a sus partícipes de la opción que van a tomar o la opción tributaria más probable que se produzca.

Espero que una parte importante del patrimonio de las SICAVs, que alcanza un volumen de 28.000 Millones de euros, pueda retenerse a través de otros vehículos de inversión colectiva españoles y que dichos patrimonios no emigren a otras jurisdicciones.

El segundo de los temas que mencionaba está en relación al comportamiento de los inversores minoristas en los mercados de valores. Durante el Covid hemos observado un cambio de patrón de los minoristas con los mercados de valores, en especial con los mercados de acciones que demuestra un cambio significativo de comportamiento aunque, dado el horizonte del estudio que recientemente hemos publicado, no podemos prever todavía si se trata de un cambio estructural o coyuntural.

Hemos observado que la participación de los inversores españoles en los mercados de valores se ha multiplicado por cuatro -en algunos periodos de la pandemia- respecto a las medias tradicionales y ese mayor activismo también tiene una serie de consideraciones demográficas en la medida en que responde a un perfil en el que el 80% de las operaciones corresponden a hombres, un 20% a mujeres, y la edad media de esos nuevos entrantes o personas que no habían intervenido previamente en los mercados de valores, al menos en los datos que la CNMV tiene, tienen edades medias inferiores a los tradicionales.

Estamos hablando de un grupos más jóvenes, con más hombres que mujeres y que han pasado de tener una cuota media del 4- 4,5% en las compras del mercado a tener en algunos momentos cuotas de entre el 9 y el 12%. Es una tendencia significativa que coincide con el comportamiento de esos minoristas en otros países, por ejemplo en Holanda y en Francia donde se han hecho estudios similares y se ha llegado a conclusiones muy parecidas de ese cambio estructural de la participación directa.

En todo caso esa participación directa es, sin duda, bienvenida y encaja con los objetivos de la Capital Market Union de mayor acceso de los ciudadanos europeos a los mercados de valores. Pero también debe combinarse con la gestión profesionalizada que aporta diversificación y gestión profesional que ofrecen las instituciones de inversión colectiva. Son fenómenos que deben retroalimentarse en vez de plantearse como fenómenos excluyentes. En todo caso, hemos empezado a publicar esos datos en la web de la CNMV para que el público y los analistas puedan seguir esa tendencia y observar cómo evoluciona ese patrón.

Concluyo ya constatando que el sector de la inversión colectiva tiene perspectivas muy positivas de capacidad de expansión adicional, obviamente, salvando a las SICAV como he explicado. Sin embargo son procesos que van a depender mucho de la coyuntura de los mercados, de cómo los riesgos geopolíticos vayan a incidir – estamos viviéndolo hoy mismo en la sesión bursátil que ha comenzado hace unos minutos- en la variables de mercado. Creo que si las reformas normativas que se están planteando en la UE culminan con éxito podremos tener un marco estable y

competitivo de gestión colectiva en nuestro país y en la UE que refuerce el importante papel que el mercado de valores tiene que tener en la financiación de las empresas españolas en la etapa de expansión que afrontan.

Muchas gracias.