



## Jornadas Fondos de Inversión Libre: retos y oportunidades, organizado por Cinco Días

CARLOS ARENILLAS, VICEPRESIDENTE CNMV

7 de noviembre de 2006

### Notas para la apertura institucional

Saludos y agradecimientos a los organizadores. Dividiré mi charla en dos partes.

Dividiré mi charla en dos partes.

En primer lugar, voy a proporcionarles unas cifras sobre el desarrollo de la Inversión libre en España, con el objetivo de facilitar un conocimiento mas preciso de cómo está evolucionando este novedoso sector. Para ello, les comentaré datos tanto sobre lo que ya se ha registrado en la CNMV, como sobre los proyectos que todavía están en la “tubería”.

En segundo lugar, quisiera transmitirles unas reflexiones sobre cuestiones relacionadas con la regulación y la actuación de la CNMV respecto a los fondos de inversión libre que, a mi entender, requieren una mención especial.

#### I

En cuanto al desarrollo del sector tras la aprobación de la normativa, cabe decir que la actividad en los últimos meses ha sido notable. En la CNMV hemos recibido un considerable número de solicitudes de inscripción y registro que, al ser un sector novedoso, han requerido una atención singular por nuestra parte. A día de hoy, como primera fotografía del sector, las cifras que ilustran el movimiento que se está produciendo son las siguientes.

Actualmente, hay 16 sociedades gestoras ya autorizadas por la CNMV para la gestión de instituciones de inversión libre, les recuerdo que el total de gestoras de IIC inscritas en los registros de la CNMV es de 113 sociedades.

Seis de estas sociedades gestoras son gestoras de nueva creación, constituidas expresamente para la gestión de IIC de inversión libre. Esto es, no son gestoras ya existentes que hayan solicitado una ampliación del programa de actividades, sino que han sido constituidas expresamente para la gestión de inversión libre. De estas 6 gestoras nuevas, hay varias que están relacionadas con grupos bancarios o entidades ya existentes, pero también hay varias gestoras que son independientes, fruto de la iniciativa particular de gestores especializados.

Las diez gestoras restantes con autorización para la gestión libre corresponden a gestoras ya existentes que han solicitado la modificación de su programa de actividades. Estas gestoras son, en su mayoría, sociedades relacionadas con grupos financieros, ya sean nacionales o extranjeros, algo que no es extraño en el mercado español, donde un elevado número de las gestoras pertenece a bancos y cajas, especialmente a los primeros.

En cuanto al tipo de producto que van a gestionar las nuevas gestoras, esto es, fondos de inversión libre o fondos de fondos de inversión libre, parece que la oferta para los inversores va a ser variada. Según las estimaciones de negocio de las gestoras, el mercado no va a concentrarse sólo en fondos de fondos, como ha ocurrido en otros países como Italia. De hecho, aunque son cifras aproximadas, pues los fondos todavía no están registrados en la CNMV, las estimaciones de negocio de las entidades indican que el número de fondos de inversión libre será más del doble del número de fondos de fondos, aunque las diferencias quedan algo matizadas si miramos las cifras de patrimonio estimado. De este modo, aunque las cifras son insisto provisionales, parece que el mercado español desarrollará tanto fondos de inversión libre como fondos de fondos de inversión libre, lo que a mi entender es un buen punto de partida para el sector.

No obstante, los datos que acabo de mencionar hacen referencia únicamente a las 16 entidades que ya tienen autorización para la gestión libre, pero existen también varias solicitudes en fase de tramitación que, salvo que haya algún problema, en breve formarán parte del sector, y aumentarán las cifras de patrimonio estimado.

Según la información con la que cuento en estos momentos, hay actualmente 18 nuevas solicitudes para gestionar instituciones de inversión libre en fase de tramitación. Tres corresponden a gestoras de nueva constitución y quince solicitan la ampliación del programa de actividades.

Si estas 18 nuevas solicitudes llegan a buen término, considerando las 16 ya autorizadas, en breve habrá en el mercado español más de 30 gestoras autorizadas para la gestión y comercialización de instituciones de inversión libre.

O dicho de otro modo, alrededor del 30% de las sociedades gestoras registradas en la CNMV tendrán autorización para realizar la gestión de inversión libre. Sin menoscabo de otras que pudieran presentarse en el futuro.

El paso siguiente, una vez registradas las gestoras, es la constitución y registro de los productos que se vayan a comercializar, proceso en el que ya estamos trabajando. De hecho, en cuestión de días se van a empezar a registrar los primeros fondos de inversión libre.

Respecto a este punto, y como saben ustedes, estas primeras autorizaciones se hacen por iniciativa de las nuevas gestoras aunque aún está pendiente del informe del Consejo de Estado – último trámite antes de la aprobación por el Gobierno- la modificación del reglamento de IIC. Estas modificaciones están destinadas a introducir, entre otras cuestiones, la posibilidad de establecer plazos para los preavisos de suscripción y reembolsos, así como también la posibilidad de realizar un prorrateo si el volumen de reembolsos supera el límite establecido por el fondo. Estas medidas, que dotan de un mayor grado de flexibilidad a los FIL y FdFIL, deben ser siempre acordes a la política de liquidez del fondo y en función del tipo de inversión que se vaya a realizar. Así, por ejemplo, se limitan los plazos que se pueden establecer a las suscripciones y reembolsos hasta un máximo de dos veces la periodicidad del cálculo del valor liquidativo. El objetivo último de las medidas es garantizar la protección de los inversores y de sus inversiones, para lo que deben estar informados de todos los aspectos relacionados con la política del fondo en el que invierten.

Dicho esto, y como les decía al principio, los minutos que me quedan quiero aprovecharlos para compartir algunas reflexiones relacionadas con el mundo de los *hedge funds*:

En relación a la regulación del sector, quisiera comentar dos aspectos.

Por una parte, quiero destacar que el enfoque normativo seguido en España ha encontrado, en mi opinión, un adecuado equilibrio entre flexibilidad y seguridad. La regulación hace hincapié en el control de las sociedades gestoras, estableciendo requisitos organizativos y normas de conducta, pero sin imponer restricciones a la política de inversión del gestor, siempre que se cumplan unos requisitos mínimos de transparencia y de información.

Dada la continua aparición de nuevos productos y la constante innovación en las técnicas de gestión, el marco normativo tiene que ser muy flexible para poder dar cabida a dichos cambios. En caso contrario, un enfoque normativo demasiado centrado en regular el producto, requeriría una actualización constante de la regulación que en ocasiones es muy difícil de lograr y puede generar ineficiencias y llegar incluso a generar la deslocalización de parte de la industria.

El enfoque seguido en España en la regulación de la inversión libre parece, por tanto, un buen marco a considerar para futuras regulaciones de la inversión colectiva, que debería ir cambiando de una regulación centrada en los productos a una regulación centrada más bien en las estructuras organizativas, medios y sistemas de control de las sociedades gestoras, estableciendo siempre unas determinadas prácticas y normas en la comercialización de los productos.

Por otra parte, el segundo aspecto relacionado con la regulación que quería mencionarles es la necesidad de contar con normas y criterios homogéneos entre países, algo cada día más necesario dada la creciente globalización de los mercados. En el caso de los *hedge funds*, debemos avanzar a nivel europeo en la homogeneización de la regulación y de las prácticas de supervisión. La heterogeneidad de las prácticas regulatorias conlleva restricciones a los movimientos de capitales, fragmenta los mercados e incluso puede ocasionar arbitrajes regulatorios no deseables desde el punto de vista del supervisor. Todo ello por no hablar de la dispersión de la información y de la falta de transparencia, lo que dificulta las tareas de supervisión de las actuaciones de los *hedge funds* como inversores institucionales. De hecho, el creciente protagonismo de los HF en los mercados de valores les sitúa en ocasiones en el punto de mira de cuestiones relacionadas con abuso de mercado o con la estabilidad del sistema, como les mencionaré a continuación.

Es conveniente, por tanto, converger en normas y en prácticas de supervisión. La Unión Europea es un marco único para fomentar el desarrollo de productos homogéneos, tal y como hemos podido observar con los denominados UCITs. El debate actualmente sigue abierto, y confío en que avancemos hacia ello.

Respecto a los *hedge funds* y el riesgo sistémico, quisiera comentar que aunque no cabe duda de los múltiples beneficios que los *hedge funds* aportan al conjunto del sistema, también es verdad que su histórica opacidad y el recuerdo de casos como el lejano LTCM mantienen la preocupación a nivel internacional respecto al papel de los *hedge funds* en la determinación del riesgo del conjunto del sistema financiero.

El creciente número de *hedge funds* a nivel mundial, la poca información existente, dada su localización histórica en sitios no regulados, y su activo papel en los mercados, son algunos de los elementos que explican esta preocupación. Estos riesgos no derivan únicamente de los propios *hedge funds*, sino también de la variedad de instituciones que prestan diversos servicios a los *hedge funds*, como los prime brokers, los administradores y las entidades de custodia.

En España, la CNMV, conjuntamente con el Banco de España y el Ministerio de Economía, trabaja a través del recientemente creado Comité de Estabilidad Financiera, en el seguimiento y medición de posibles actuaciones o prácticas que pudiesen mermar la eficiencia de los mercados financieros y reducir, en última instancia, la estabilidad del sistema. En el caso de los *hedge funds*, y como medidas preventivas para evitar efectos sobre la integridad de los mercados, debemos hacer un esfuerzo para avanzar hacia una armonización de las prácticas de supervisión y regulación del sector, haciendo especial hincapié en los sistemas de control del riesgo, en el cumplimiento de normas de actuación en el mercado y en asegurar, por último, una adecuadas garantías y un adecuado grado de transparencia en la comercialización de los productos.

Respecto al inversor final y su protección.

Tradicionalmente, los inversores más importantes de los *hedge funds* eran los individuos con rentas muy elevadas y entidades especializadas en la gestión de grandes fortunas, pero la tendencia ha cambiado en los últimos años. Actualmente, existe una fuerte demanda de estos productos por parte de los inversores institucionales, como los fondos de pensiones, y también es notable el creciente interés por parte de los inversores minoristas, que suelen acceder a este tipo de productos mediante la figura de fondos de fondos.

Dada la heterogeneidad de inversores finales, la regulación destinada a asegurar la protección de los inversores debe ser acorde al tipo de inversor al que vaya destinado el producto. En relación a este aspecto, el marco normativo español de los fondos de inversión libre, al hacer referencia a los inversores cualificados, introduce una importante novedad respecto a la normativa de la inversión colectiva ya existente. En la nueva regulación, las medidas destinadas a proteger al inversor se gradúan en función del grado de protección que requiera el inversor. Lo importante es que el inversor entienda y conozca la naturaleza del producto que está adquiriendo, mediante el establecimiento de una adecuada información y transparencia.

Para que la industria de la inversión colectiva siga gozando de la confianza de los inversores, es esencial contar con una adecuada política de comercialización de los productos, sobre todo ante productos complejos como son los fondos de inversión libre. En última instancia, un inversor informado asume mejor los riesgos de las inversiones y ello redundará en el beneficio de ambas partes.

En relación a este aspecto, la supervisión de las prácticas de comercialización que realiza la CNMV no sólo tiene por objeto comprobar que las prácticas se ajustan a las normas establecidas por la Ley, sino también busca favorecer la adopción de mejores prácticas y facilitar al máximo el proceso de adaptación de las entidades a la MiFiD, la Directiva de mercados y servicios financieros, la cual exigirá, entre otras cuestiones, que las entidades ajusten su oferta de productos al perfil de cada inversor. El papel de los distribuidores de productos deberá ser, en este sentido, más activo de lo que es actualmente.

Finalmente, unas palabras sobre la delegación de funciones por parte de las gestoras.

La complejidad de la industria de *hedge funds* lleva aparejada, en ocasiones, una gran estructura de relaciones con otras instituciones que ofrecen servicios al *hedge fund*, como el administrador o el primer broker. La delegación de determinadas funciones puede suponer importantes ganancias de eficiencia para el sector, por lo que es una posibilidad contemplada en la normativa, pero estas delegaciones deben hacerse bajos unos determinados criterios y, por supuesto, sin que ello suponga una delegación al 100% de las mismas. El desarrollo normativo que ha llevado a cabo la CNMV mediante Circulares establece requisitos destinados a garantizar que, a pesar de la delegación de las funciones, se sigue cumpliendo con las obligaciones de control y seguimiento. Así, por ejemplo, en los procesos de selección de las inversiones en un fondo de fondos, el depositario tendrá que acordar con la gestora los criterios y los procedimientos para la evaluación y análisis de las inversiones en las funciones que le son propias. De este modo, son los propios participantes los que contribuyen a controlar el riesgo del sistema.

Y concluyo.

El balance de este primer año en lo que se refiere a la aparición legal de los HF en España puede valorarse como positivo, y así lo demuestran las cifras que les he aportado. La regulación, pendiente de algunas modificaciones finales, está siendo una buena base para el desarrollo del sector. De hecho, las cuestiones que preocupan a la comunidad financiera y que podemos leer diariamente en la prensa especializada, están en parte tratadas en la regulación española, que ha sabido corregir, en mi opinión, las limitaciones de la regulación de otros países.

La CNMV ha destinado medios y recursos para hacer frente a las demandas de este nuevo sector. Además, hemos colaborado estrechamente con el BdE y la DGTPF para avanzar en diversos temas relacionados con los FIL, tanto en aspectos regulatorios a nivel europeo, como en aspectos relacionados con la estabilidad financiera.

En todo este proceso, debo agradecer la participación de los profesionales del sector en las distintas fases del proyecto. De hecho, aprovecho para animarles a que participen en el periodo de consulta pública de la Circular de la CNMV sobre determinación del valor liquidativo y otros aspectos operativos de las IIC que está actualmente abierto. Confío en que esta mezcla de iniciativa privada y buena regulación permita elevar la calidad de la gestión y de los productos que se ofrecen a la comunidad inversora, pues estoy convencido que existe una relación significativa entre el grado de madurez financiera de una comunidad y el aumento de las posibilidades de inversión de sus agentes. Confío en que estos vehículos de inversión supondrán niveles superiores de eficiencia para el conjunto del sistema.

Gracias por su atención