

# **SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA**

Intervención de Clausura de la Directora General del Tesoro y Política Financiera. Palacio de la Bolsa de Madrid.  
Martes 3 de marzo de 2009.

## Introducción

En primer lugar, me gustaría agradecer la invitación de la Fundación de Estudios Financieros para participar en la presentación de este profundo y exhaustivo estudio sobre las instituciones de inversión colectiva en nuestro país.

Como cabía esperar con las recientes caídas de los precios de los activos en los mercados financieros, los últimos datos sobre la evolución de la inversión colectiva no son especialmente exultantes, siguiendo con este patrón general. Si bien es cierto que se constatan algunas fortalezas importantes de nuestras instituciones de inversión colectiva, y especialmente de sus sociedades gestoras, como es su buena salud en términos de solvencia financiera.

Ante esta situación, es necesario aprovechar el impulso al sector que pueden ofrecer las normas vigentes, así como

los que puedan aparecer y podamos introducir en el diseño de las futuras normas, tanto europeas como españolas.

Para analizar estas cuestiones, trataré en primer lugar las perspectivas del marco europeo para la inversión colectiva, y principalmente lo relativo a la reforma de la Directiva sobre organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (más conocida por sus siglas en inglés como “Directiva UCITS”), para a continuación repasar las principales innovaciones que tendrán lugar en la normativa española que regula el sector financiero de la inversión colectiva.

Entrando ya en la reforma de la Directiva UCITS, tal y como se explica en el Estudio de la Fundación de Estudios Financieros, y concretamente en el artículo sobre la Inversión Colectiva en el marco de la Libre Circulación de Capitales, es necesario dar respuesta a una serie de problemas o barreras que existen en el desarrollo de los llamados UCITS en el ámbito comunitario.

Los objetivos que perseguía la propuesta presentada por la Comisión Europea en julio de 2008 eran principalmente tres: maximizar la eficiencia del mercado a nivel europeo; garantizar la protección de los inversores y; reducir las

cargas administrativas. Estos objetivos se pretendían alcanzar a través de las siguientes medidas:

En primer lugar, para conseguir la mayor eficiencia del mercado de UCITS se propuso:

1. La armonización de la regulación de las estructuras principal- subordinado, que ya existían en distintos Estados, con características diferentes.

2. La armonización de la regulación de las fusiones transfronterizas de UCITS. La armonización de estos procedimientos favorecerá la aparición de estructuras más grandes que puedan aprovechar en mayor medida las economías de escala. No obstante, para no menoscabar el objetivo de la protección a los inversores, se exige: que se les proporcione información adecuada en caso de fusión del UCITS en la que invierten, que los costes de la fusión no recaigan sobre ellos y que tengan derecho a reembolsar su participación en el UCITS sin pagar la correspondiente comisión de reembolso.

En segundo lugar, en cuanto a la necesidad de garantizar la protección de los inversores, se sustituye el actual folleto simplificado por un documento que contenga los datos

fundamentales para el inversor (en inglés, Key Investor Information o KII), que será válido para todos los Estados miembros y que tendrá un contenido plenamente armonizado, lo que permitirá la comparación entre distintos productos.

En tercer y último lugar, para reducir las cargas administrativas, especialmente en la comercialización transfronteriza de estos productos, se simplifica el procedimiento de notificación a la autoridad competente basándose especialmente en los mecanismos de cooperación entre los Estados de origen y de acogida.

Hay que señalar que con carácter general se refuerzan los mecanismos de cooperación y colaboración entre supervisores, con los mecanismos que son ya clásicos en otras Directivas más recientes del ámbito de los servicios financieros.

Lo más sorprendente de la propuesta de la Comisión fue la no inclusión de lo relativo al “pasaporte de la sociedad gestora”. La Comisión lo justificaba dadas las posibles dificultades de supervisión, en este caso transfronteriza; el riesgo de conflicto normativo (el UCITS se regiría por las normas de un Estado miembro y la sociedad gestora por

las de otro); las dificultades a la hora de atribuir responsabilidades a los distintos supervisores (el del UCITS y el de la sociedad gestora), y los mayores costes de información para las sociedades gestoras (que tendrían que rendir cuentas a su supervisor y al del UCTIS por ella gestionada).

Durante la negociación del texto en el Consejo, la Presidencia francesa contribuyó muy significativamente a alcanzar textos de compromiso, en los que se introdujeron mejoras técnicas. No obstante, y sin duda, la aportación más importante de la Presidencia ha sido la inclusión del “pasaporte” de las sociedades gestoras, incluyendo la futura armonización de aspectos fundamentales como la gestión del riesgo, la gestión de los conflictos de intereses y las normas de conducta mediante medidas de las llamadas “ Nivel 2”, así como garantizando una protección adecuada al inversor, con mecanismos de canalización de quejas de los inversores y de remisión de los documentos necesarios a los supervisores.

Llama la atención, sin embargo, que no haya tenido una acogida favorable las pocas propuestas que se han presentado al hilo de la negociación de esta Directiva, tendentes a una mayor armonización de la figura del

depositario, pieza fundamental en la custodia de los valores que integran el patrimonio del UCITS, y en la supervisión de la actuación de la sociedad gestora del mismo.

En cualquier caso, como conclusión de toda esta parte de mi exposición, España valora muy positivamente y apoya todas estas reformas. En concreto, respecto del pasaporte de la sociedad gestora, España se ha mostrado a favor del pasaporte siempre que ello fuera acompañado de una mayor armonización de la regulación de la sociedad gestora y que no supusiera una merma en la capacidad supervisora de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Los debates sobre el texto están ya concluidos, tanto en el Parlamento Europeo como en el Consejo, y sólo faltan los últimos ajustes de redacción de carácter técnico de cara a su adopción oficial.

Dejando ya la Directiva UCITS, el segundo ámbito en el que se plantean modificaciones a nivel europeo es el de los llamados “hedge funds”. En los últimos años, los activos gestionados por este tipo de figuras ha pasado de un 5 o 10 por 100 del total de los fondos manejados por la industria de la inversión colectiva, a un 50 por 100. Además

se han convertido en compradores y vendedores que lideran en gran medida los movimientos de los mercados, son importantes proveedores de liquidez, y poco a poco han sido más accesibles para el público en general (utilizando distintos canales más o menos “indirectos”).

Nadie duda de los efectos beneficiosos que tienen en los mercados, pero recientemente hay una mayor concienciación sobre la posible falta de regulación y control macro-prudencial sobre estas figuras.

Si bien hasta el momento, en el ámbito comunitario, ha existido consenso sobre que no hay necesidad de regular estas figuras, la Comisión Europea presentó el 18 de diciembre una consulta pública sobre este tema. De hecho, la Comisión está llevando a cabo la revisión del marco normativo y de supervisión de este tipo de instituciones de los mercados financieros europeos, en línea con el objetivo formulado en el seno del G-20 de asegurar una adecuada regulación y supervisión de las mismas, de acuerdo con las actuales condiciones de los mercados financieros.

En concreto, en el ámbito de los “hedge funds” se presta especial atención al impacto que está teniendo la reciente crisis financiera sobre este sector, y la percepción

generalizada de que estamos ante una actividad que afecta a la estabilidad del sistema financiero, y que es poco transparente hacia los supervisores y hacia los demás agentes de los mercados. En la citada consulta se abordan cuestiones como la propia definición de “hedge funds”, el riesgo sistémico de este sector, las condiciones para garantizar la eficiencia e integridad de este mercado y gestión de los riesgos “micro-prudenciales”, entre otras.

La consulta finalizó en enero de este año, y se espera que próximamente la Comisión presente su propuesta oficial. Si finalmente se trata de una Directiva, la Dirección General del Tesoro defenderá un modelo muy semejante al que ya existe en nuestro Reglamento de la ley de Instituciones de Inversión Colectiva, que ha conseguido un buen equilibrio entre la libertad y flexibilidad de las inversiones de este tipo de figuras, con la adecuada protección al inversor y la necesaria transparencia al mercado.

Una vez hemos visto los cambios fundamentales que pueden esperarse en la normativa europea sobre inversión colectiva, nos centraremos a continuación en las principales novedades previstas en España.

Con independencia de las modificaciones que sufra nuestro ordenamiento como consecuencia de la transposición y aplicación de la normativa comunitaria, hay que hacer referencia, en primer lugar, a la innovación que supone la introducción en España de las Sociedades Cotizadas de Inversión Colectiva en el Mercado Inmobiliario, también conocidas como SOCIMI o, incluso, como los “REIT’s españoles”.

El objetivo que se persigue con la regulación de las SOCIMI es doble: en primer lugar, dinamizar el mercado inmobiliario del alquiler en nuestro país, elevando su grado de profesionalización, y en segundo lugar, mejorar la competitividad de los mercados de valores españoles, introduciendo una figura existente en la gran mayoría de los países de nuestro entorno.

Como sabemos las SOCIMI son un tipo especial de sociedades anónimas cotizadas caracterizadas por dos aspectos fundamentales:

- por una parte, su objeto principal consiste en la inversión en bienes inmuebles de naturaleza urbana para destinarlos al arrendamiento, y,

- por otra parte, se establece un régimen fiscal en el que la sociedad tributa al 18 por 100 por el Impuesto de Sociedades en el momento en el que acuerda la distribución de dividendos, mientras que los socios personas jurídicas residentes tributan por los dividendos al 18 por 100, teniendo en cuenta la deducción por doble imposición. Además, y lo que es más importante, los inversores personas físicas están exentos de esta obligación tributaria. Esto ha hecho que se hable de las SOCIMI como “Reit’s de segunda generación”.

Como hemos visto, las SOCIMI son sociedades cotizadas y no propiamente Instituciones de Inversión Colectiva. Sin embargo resulta muy interesante comparar las SOCIMI con las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria. Por una parte, ambos vehículos de inversión colectiva cuentan con importantes ventajas fiscales y comparten el mismo objeto social (la inversión en el mercado inmobiliario para dedicarlo al alquiler).

Por otra parte, se diferencian en el perfil inversor que buscan. Si bien es cierto que ambas figuras se dirigen a un inversor minorista, tal vez el perfil del partícipe en un fondo de inversión inmobiliaria sea algo más conservador.

En cualquier caso, hay que señalar que el proyecto de Ley de SOCIMI ha dado respuesta a una de las demandas tradicionales del sector, que es la eliminación del coeficiente de inversión obligatoria en vivienda para las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria, permitiendo la inversión en cualquier tipo de activo inmobiliario de naturaleza urbana.

Hay que tener en cuenta que las SOCIMI no son todavía una realidad, ya que el Proyecto de Ley por la que se regularán está actualmente en tramitación en el Congreso de los Diputados, finalizando el plazo de enmiendas precisamente hoy, 3 de marzo. Es, por tanto, un proyecto vivo que probablemente experimente algún cambio normativo más durante su tramitación parlamentaria. Alguno de esos posibles cambios podría ser ampliar el objeto social de las SOCIMI para permitirles invertir no sólo en otras SOCIMI y otras análogas, sino también en las propias Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria.

Dejando ya estas novedades que verán la luz en el próximo semestre, me gustaría mencionar también una de las cuestiones que está estudiando la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, al hilo de las demandas del

sector en el ámbito de las instituciones de inversión colectiva. Me estoy refiriendo a la posibilidad de que existan ETF con forma societaria. Es decir, que puedan disfrutar del mismo régimen que los llamados ETF, tanto en lo que se refiere a su operativa como en lo que se refiere a su régimen fiscal.

Así, las SICAV que replican un índice podrán, no sólo replicar el índice para entrar o salir una vez al día, coincidiendo con el cálculo del valor liquidativo, sino que podrán, al igual que los ETF, replicar el índice constantemente, pudiendo el inversor entrar y salir continuamente de él. Por ello permiten al pequeño inversor disfrutar de la rentabilidad de ese índice en todo momento. El Reglamento de la Ley sólo permitió la existencia de ETF con forma de fondo de inversión. No obstante, el sector reclama poder operar también con ETF en forma de SICAV.

No existiendo razones técnicas que justifiquen la prohibición, se está estudiando la posibilidad de llevar a cabo las modificaciones pertinentes para la existencia de estas figuras, con el mismo tratamiento financiero y tributario que los actuales fondos ETF.

Después de haber repasado las principales novedades que se presentan en el entorno de la inversión colectiva, podemos decir que son muchas y muy variadas las medidas que pueden y deben tomarse para impulsar adecuadamente el sector de la inversión colectiva.

Algunas de las principales recomendaciones que presenta el estudio se refieren:

- En primer lugar, a la estructuración del mercado, entendiendo que es necesaria una mayor simplicidad y selección de la oferta. Pues bien, quizá el nuevo régimen de fusiones y adquisiciones transfronterizas consiga corregir la dispersión propia de los mercados europeos y españoles, para racionalizar la oferta, aprovechar las economías de escala y hacer estos productos más atractivos para los inversores. Las medidas nacionales tal vez consigan ampliar las posibilidades de inversión, en vehículos con un notable grado de eficiencia para la entidad y para el inversor.
- En segundo lugar, se apunta a la necesidad de que los inversores cuenten con la información necesaria, con herramientas que presenten las características de

los productos en los que está invirtiendo de forma sencilla y comprensible. En este sentido cabe mencionar el nuevo documento que se prevé se utilice con esta finalidad, y que tendrá validez en toda la Comunidad. Una vez que se ha aprendido de la experiencia del folleto simplificado, se espera que este nuevo documento realmente cumpla con los objetivos propuestos de información clara y veraz para el inversor final. Sin duda también, estudios como el que ahora presentamos contribuyen enormemente a dar a conocer las características técnicas más importantes de la inversión colectiva en nuestro país.

En definitiva, esperamos que tanto las iniciativas comunitarias como las nacionales, contribuyan a un mayor desarrollo de la inversión colectiva en España, haciendo de éste un sector eficiente y competitivo, que además garantice la protección al inversor, y que interactúe adecuadamente con los demás sectores económicos, realizando lo que, en suma, es la función esencial del sector financiero, la canalización de los ahorros de los agentes privados hacia sectores productivos necesitados de financiación, incentivando así el crecimiento económico.