

**INFORME DEL COMITÉ CONSULTIVO DE LA COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES
SOBRE LA PROPUESTA DE ESTRATEGIA DE INVERSIÓN MINORISTA DE LA COMISIÓN EUROPEA
(RETAIL INVESTMENT STRATEGY)**

I. INTRODUCCIÓN

1.- La Comisión Europea ha hecho público y sometido a consulta pública un paquete regulatorio denominado colectivamente “Retail investment package” cuya elaboración y aprobación viene a atender una de las prioridades fijadas en el Plan de Acción para la Unión del Mercado de Capitales de 2020, consistente en hacer de la Unión Europea un lugar aún más seguro, donde los ciudadanos puedan invertir en el largo plazo.

El paquete regulatorio incluye dos propuestas normativas:

- Una propuesta de Reglamento para modificar algunos aspectos del Reglamento 1286/2014, el denominado Reglamento PRIIPS.
- Una propuesta de Directiva, denominada Directiva ómnibus, que viene a modificar las siguientes Directivas:
 - Directiva 2009/65/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 13 de julio de 2009 por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).
 - Directiva 2009/138/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, de 25 de noviembre de 2009, sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio.
 - Directiva 2011/61/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 8 de junio de 2011 relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) no 1060/2009 y (UE) no 1095/2010.
 - Directiva 2014/65/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (MIFID II)
 - Directiva 2016/97 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 20 de enero de 2016 sobre la distribución de seguros.

II. BREVE DESCRIPCIÓN DE LAS MODIFICACIONES PROPUESTAS

II.1.- El contenido de las modificaciones que se plantean y se someten a consulta en lo que toca a la **Directiva MIFID II** es el siguiente:

- Se incorpora en la información a clientes retail, la obligación de incluir un “**risk warning**” en la información a clientes y en los materiales de marketing cuando se trate de productos

particularmente arriesgados. Esto deberá hacerse en los términos que establezca ESMA en *Draft Regulatory Technical Standards*.

- En relación con el **gobierno de producto** se incluye que:

- Las entidades que fabriquen y las que distribuyan productos deben incorporar el diseño de la estrategia de distribución incluyendo los términos de las **comunicaciones comerciales y las prácticas comerciales**.

- Se exige del proceso de aprobación de productos a los bonos cuyo único derivado implícito sea una cláusula *make-whole*.

- Se incluye dentro del proceso de evaluación de producto lo que se denomina **"Pricing Process"**. Este *pricing process* se regula de la siguiente manera:

- Aplica a productos PRIIPS.

- Obliga a identificar y cuantificar claramente todos los costes y cargos, así como si están justificados y son proporcionados, teniendo en cuenta las características, objetivos y si es relevante, la estrategia del producto y su rendimiento.

-Debe incluir una comparativa con el correspondiente **"Benchmark"**- si está disponible- sobre costes y rendimiento publicado por ESMA.

- Si el instrumento financiero se desvía de este *"benchmark"* no podrá ser aprobado por el fabricante (ni recomendado, ni comercializado por el distribuidor), salvo que la entidad pueda justificar que los costes están justificados y son proporcionados.

- Se establece como algo enteramente nuevo, la creación por ESMA de **"benchmarks"** respecto de productos PRIIPS. El proceso de creación de este *benchmark* es el siguiente:

- Todas las entidades que originen o distribuyan productos deben informar a su autoridad nacional y ésta a ESMA de (i) los detalles de costes y cargos de fabricación y distribución del instrumento financiero y (ii) datos y características del instrumento financiero, en particular su rendimiento y nivel de riesgo.

- ESMA desarrollará y hará públicos *benchmarks* para los instrumentos financieros – que sean PRIIPS- que presenten similares niveles de rendimiento, riesgo, estrategia, objetivos u otras características. ESMA actualizará regularmente estos *benchmarks*. Se prevén normativas de segundo nivel para definir con detalle los aspectos necesarios.

Estos serán los *benchmarks* contra los que las entidades deberán contrastar sus productos en el proceso de aprobación de productos.

- Se incorpora que en el asesoramiento de inversión debe tenerse en cuenta la **diversificación de cartera** y debe informarse al cliente de en qué manera cada recomendación tiene en cuenta este criterio.

- Se regula el régimen de **incentivos** de la siguiente manera:

- Se prohíben los incentivos en ventas no asesoradas a clientes minoristas –salvo los beneficios no monetarios menores y los pagos o cobros necesarios para la prestación del servicio. Esto aplica cuando se presta el servicio de intermediación (recepción y transmisión de órdenes, recepción y ejecución de órdenes, servicio de "solo ejecución"),

y esos incentivos suponen pagos o cobros de/a una tercera parte responsable de la creación, desarrollo, emisión o diseño del instrumento financiero.

- Se mantiene la prohibición de incentivos cuando se preste el servicio de asesoramiento independiente o de gestión de carteras.

- Se permiten los incentivos cuando se preste el servicio de asesoramiento no independiente, siempre que el cobro o pago de los incentivos no perjudique el cumplimiento del deber de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad y siempre que se actúe en el “best interest” –como se define en la Directiva- del cliente.

- Se define el concepto de “**best interest**” cuando se preste el servicio de asesoramiento de inversión, incluyendo: (i) hacer recomendaciones basado en el análisis de un rango adecuado de instrumentos financieros, (ii) recomendar entre los instrumentos financieros idóneos para el cliente, los que sean más “cost efficient” y (iii) recomendar, entre los instrumentos financieros que sean idóneos para el cliente aquellos que no tengan características innecesarias para la finalidad de la inversión y supongan costes adicionales para el cliente. El concepto de *best interest* se prevé que sustituya al “enhanced quality test” recogido en el marco de MiFID II.

- No se consideran incentivos los pagos o cobros por la actividad de colocación y aseguramiento, excepto si se trata de productos PRIIPS.

- Se incrementa el umbral para excepcionar del régimen general de considerar incentivo los informes de análisis que reciben las entidades, hasta los 10.000 millones de euros de capitalización de mercado

- Se prevé, por último, que este régimen de incentivos se revise pasados tres años desde la entrada en vigor de la Directiva.

- Se regula con mayor detalle todo lo referente a la **información sobre costes**.

En concreto, se define con detalle la información que hay que dar a los clientes con suficiente antelación sobre todos los costes, cargos asociados y pagos a terceras partes, incluyendo:

- Todos los que sean implícitos o explícitos, cargados por la empresa de servicios de inversión o una tercera parte.
- Todos los costes y cargos asociados a la fabricación y gestión de un instrumento financiero recomendado o vendido al cliente.
- Cualquier pago o cobro de una tercera parte que haya hecho o recibido la empresa de servicios de inversión.
- Cómo el cliente puede pagar todo ello.

Se especifica que debe darse información en una manera tal que el cliente pueda entender el coste general de los instrumentos financieros y el efecto acumulado en el retorno de la inversión.

Se prevé que, en algunos casos, este régimen detallado de información se pueda aplicar de forma limitada cuando se trate de clientes profesionales o contrapartes elegibles.

Se prevé que ESMA pueda elaborar “regulatory technical standards” sobre formatos y terminología y otros aspectos relacionados con estas obligaciones de información.

Se prevé, también una regulación específica cuando los servicios se prestan telemáticamente.

Se establece una obligación de **información anual** detallada sobre costes, dividendos, impuestos, valor de mercado, comportamiento anual de la cartera y de cada instrumento financiero en la cartera, etc,

Esta obligación no aplica si la entidad proporciona acceso a sus clientes a un sistema online, que cumpla con los requisitos para ser un medio durable, que está actualizada, que contenga toda la información necesaria, y que a la entidad le conste que el cliente ha accedido a ella.

-Se regula con detalle lo referente a las **comunicaciones comerciales**. Así:

- Las comunicaciones comerciales deben claramente ser identificadas como tales e identificar a la entidad responsable de ellas.

- Se establecen normas sobre el contenido obligatorio que deben tener, centradas en las características del producto.

- Deben usarse las comunicaciones comerciales de forma que sea “fair and not misleading” y sean apropiadas a la audiencia a la que van dirigidas.

- Establece reglas de responsabilidad entre el originador del producto y el distribuidor en diferentes supuestos.

- Las entidades deben tener una organización interna tal, que garantice que las comunicaciones comerciales cumplen con las obligaciones aplicables.

- Las entidades deben mantener un registro, cuyo detalle se especifica, con todas las comunicaciones comerciales realizadas.

- Se establece la obligación de hacer un informe anual dirigido al Consejo sobre las comunicaciones comerciales, y su cumplimiento con la normativa aplicable.

- Se prevé que las autoridades nacionales tengan los poderes necesarios para tomar decisiones a tiempo y efectivas, en relación con las comunicaciones comerciales que no cumplan con las obligaciones que se establecen.

-Se recogen a nivel normativo **las exigencias de formación** de las personas que prestan el servicio de asesoramiento de inversión, requiriendo una certificación al efecto.

-En cuanto al **test de idoneidad**:

- Se incide en la obligación de informar al cliente sobre el propósito del test, así como de que (i) dar información incorrecta o incompleta puede afectar a la calidad del asesoramiento y (ii) la ausencia de información no va a permitir evaluar la idoneidad de los instrumentos financieros o la cartera.

- Se incorpora entre la información que debe recabarse de los clientes, la composición de las carteras que el cliente tenga en ese momento, incluidas en otras entidades.

- Se prevé que el asesoramiento independiente se pueda prestar a clientes de retail solo sobre productos no complejos- incluyendo también los aspectos de “cost- efficiency” y “well-diversified”- y en tal caso, se permite que el test de idoneidad no incorpore la evaluación de los conocimientos y experiencia del cliente. En todo caso, debe informarse al cliente de que el asesoramiento se da sobre esta base y de la posibilidad que siempre tiene el cliente de solicitar recibir un asesoramiento estándar.

- Se establecen nuevos alcances del test en materias tales como la composición de la cartera, paquetes de servicios y *switching* de instrumentos financieros.

-En cuanto al **Test de conveniencia**, cuando se refiere a clientes minoristas o retail, se exige como novedad que incorpore la capacidad del inversor para soportar pérdidas totales o parciales y su tolerancia al riesgo. Esto acerca este test en el caso de clientes minoristas o retail, al test de idoneidad.

-Se establecen nuevos criterios que facilitan que un cliente retail pueda reclamar el **trato como cliente profesional**.

-Se incorporan medidas de supervisión e información orientadas a una mayor **protección de los inversores en escenarios de prestación de servicios cross-border** en otro estado miembro. En concreto:

- Se exige a las entidades que prestan servicios de inversión en otro Estado miembro que informen a los clientes de cuál es su estado miembro de origen y cuál es la autoridad nacional que la supervisa.

-Se establecen nuevas obligaciones de información a la autoridad del estado miembro de origen sobre las actividades en otros estados de la UE. Todas estas autoridades enviarán toda esta información a ESMA, que establecerá una base de datos electrónica accesible a las autoridades nacionales.

-Se establece un procedimiento para tratar de resolver situaciones en que entidades de un estado miembro de origen, supervisados por la autoridad nacional del estado miembro de origen, no cumplen con la normativa de protección de inversores en los estados miembros de acogida. La autoridad nacional de un estado miembro de acogida puede poner en marcha este procedimiento.

-Se prevé la posible creación por ESMA de una plataforma de colaboración entre las autoridades nacionales a efectos de supervisión.

-Se recogen **nuevas competencias a nivel de la UE para las autoridades nacionales**, tales como (i) hacer mystery shoppings, (ii) prohibir o suspender comunicaciones comerciales, (iii) medidas de eliminación de contenido o restricción de acceso en relación con interfaces online, (iv) imponer el uso de “risk warnings” en relación con productos particularmente arriesgados.

-Se incorpora una nueva previsión normativa que ordena a los estados miembros tomar medidas orientadas a apoyar la **educación financiera** de los clientes de retail.

II.2.- El contenido de las propuestas de modificación relacionadas con las **Instituciones de Inversión Colectiva** (en adelante, “**IIC**”), afecta al gobierno de producto de las Gestoras de UCITS y AIFs (en adelante, “**SGIIC**”), se construyen sobre la base de la diferenciación entre “costes debidos” y “costes indebidos” y son las siguientes:

- Se exige que las SGIIC actúen para prevenir que se imputen “costes indebidos” a las IIC.
- Se recogen las condiciones que han de reunir los costes para que se consideren “due” (debidos). A saber:
 - (i) estar en línea con la información del folleto y del DFI;

- (ii) ser necesarios para que la IIC opere de acuerdo con su estrategia y objetivo de inversión o para cumplir con requisitos regulatorios; y
 - (iii) no afectar al trato equitativo de los partícipes.
- Las SGIIC deberán también contar con un “*pricing process*” que permita la identificación y cuantificación de todos los costes soportados por la IIC o sus partícipes, de modo que, antes de la autorización y durante la vida de la IIC, se asegure que tales costes i) no son indebidos y (ii) si los soportan minoristas, están justificados y resultan proporcionados, atendiendo a las características de la IIC (en particular, objetivo de inversión, estrategia, rentabilidad esperada, riesgo y otras características).
 - Siguiendo la misma filosofía que MiFID, los costes y gastos de las IIC deberán compararse con el correspondiente *benchmark* a desarrollar por ESMA (previa aprobación de una metodología mediante acto delegado) y, si se desvía del mismo, no deberá ofrecerse a clientes minoristas, a menos que la SGIIC pueda demostrar que los costes están justificados y resultan proporcionados
 - A las SGIIC se les exige adicionalmente la evaluación (al menos) anual de si se han cargado costes indebidos y, en su caso, la compensación a inversores, además de la información a la ANC, el depositario y los auditores.
 - Al igual que en MiFID, los *benchmarks* a desarrollar, publicar y actualizar por ESMA cuando resulte factible, deben ser formulados como un rango de rentabilidad y costes para IIC con características similares en términos de rentabilidad, riesgo, estrategia, objetivos u otras.

Se prevé asimismo la aprobación de actos delegados que especifiquen (i) qué costes resultan admisibles y condiciones para la autorización, caso a caso, de otros costes; (ii) el procedimiento para establecer la compensación a inversores en el supuesto de costes indebidos; y (iii) los criterios y elementos para determinar si los costes y gastos están justificados y resultan proporcionados. Por último, se prevé también la revisión de este régimen transcurridos 5 años y a la luz de su impacto en los costes y la rentabilidad de las IIC, para cuyo análisis se contempla el envío de un informe por la Comisión Europea al Parlamento y al Consejo al cabo de cinco años desde el inicio de aplicación de la Directiva.

II.3.- El contenido de las modificaciones que se plantean y se someten a consulta en lo relativo al **Reglamento PRIIPs**, son las siguientes:

- Exclusión del ámbito de aplicación del Reglamento PRIIPs de los productos de pensión, incluidas las rentas vitalicias inmediatas “*without a redemption phase*”, y los bonos de empresa con cláusula de resarcimiento siempre que el reembolso se haga por el valor razonable.
- Actualización de las referencias al Reglamento sobre el folleto para garantizar que ambos Reglamentos se aplican a los productos pertinentes.
- Introducción de una definición de formato electrónico.
- Modificación de las normas de presentación de los costes de los PRIIPs que ofrecen una gama de opciones de inversión (MOP), especificando las condiciones que deben cumplirse para proporcionar información transparente a los inversores minoristas y facilitar la elección entre distintas opciones de inversión.

- Introducción de una nueva sección en el DFI de PRIIPs titulada “El producto en un vistazo” para resumir y destacar la información considerada más relevante.
- Supresión de la alerta de comprensión (“Está a punto de adquirir un producto que no es sencillo y que puede ser difícil de comprender”), por su efecto limitado e incluso contraproducente.
- Introducción de una nueva sección en el DFI de PRIIPs denominada “¿En qué medida es sostenible desde el punto de vista medioambiental este producto?”, con el fin de proporcionar a los inversores minoristas un conjunto armonizado de información clave sobre el perfil de sostenibilidad del producto, basándose en la información sobre el producto ya exigida por otras normativas.
- Sobre la presentación digital del DFI, se prevén varias medidas, entre ellas:
 - i) Preferencia por que los DFI se faciliten en formato electrónico y aclara que el cliente podrá solicitar una versión gratuita del DFI en papel.
 - ii) Concreción de las condiciones para el uso de la estratificación (información por capas) y de una herramienta interactiva que permita al inversor generar información personalizada basada en la información del DFI o en la información subyacente.
 - iii) Encomienda a las ESAs de la elaboración de RTS que especifiquen las condiciones para dicha presentación digital y la personalización de la información clave.
 - iv) Posibilidad de que los DFI puedan quedar incluidos en el Punto de Acceso Único Europeo (conocido por sus siglas en inglés, ESAP) en un formato que permita la extracción de datos a partir de finales de 2027.

5.- Con respecto al **calendario**, tanto la Directiva como el Reglamento prevén su entrada en vigor a los 20 días de su publicación en el DOUE y el inicio de su aplicación a los 18 meses desde dicha fecha (con 12 meses para la transposición por los Estados miembros en el caso de la Directiva). Los calendarios para la remisión y aprobación de las normas técnicas de desarrollo contemplan plazos diferentes, en función de las cuestiones a desarrollar, así como una serie de particularidades, que son objeto de comentario en el Apartado III.3 de la ponencia.

III.- COMENTARIOS A LA PROPUESTA

El Comité Consultivo de la CNMV se centra en sus comentarios, en aquellos que afectan a las modificaciones regulatorias que se proponen y que abarcan el ámbito de actuación y supervisión de la CNMV, esto es, los mercados de valores.

No obstante lo anterior, el Comité es consciente de la relevancia e impacto que las modificaciones propuestas tienen en el sector asegurador y, en este sentido, sugiere que las modificaciones que en dicho ámbito se realicen, tengan en cuenta cuanto se plantee en el proceso de consulta pública, específicamente en lo que toca a las normas de conducta, reguladas en línea con lo que ahora se propone para el sector del mercado de valores.

Para facilitar la exposición, las observaciones se han agrupado del siguiente modo:

- En el Apartado III.1 se comentan las modificaciones a MiFID II, excepto las que se indican en el párrafo siguiente.
- En el Apartado III.2 se comentan las modificaciones a UCITS y AIFMD, así como las relativas al ejercicio de benchmarking contemplado tanto en dichas Directivas como en MiFID II.

III.1.- SOBRE LAS MODIFICACIONES QUE SE PROPONEN A LA REGULACIÓN DE MIFID II

El Comité Consultivo valora positivamente que la Comisión Europea quiera reforzar el proyecto de la Unión de los Mercados de Capitales fomentando la participación de los inversores minoristas en el mismo. En este sentido, el Comité comparte la idea de la Comisión de que impulsar la Unión de los Mercados de Capitales es también una manera esencial de canalizar la financiación privada hacia la economía real y apoyar las transiciones ecológica y digital.

En este sentido, algunas de las modificaciones propuestas de MIFID II, así como el avanzar en una información clara y completa a los inversores, se comparten por el Comité.

Sin embargo, algunos planteamientos de la propuesta de reforma generan preocupación, y pueden tener como efecto el contrario al que se busca, conforme se expone a continuación.

1.- La propuesta de la Comisión Europea refuerza el régimen de información sobre costes, lo que debe ser *per se* una medida suficiente de mejora de protección de los inversores minoristas.

1.1.- Se valora positivamente que se incida en una detallada información sobre costes para mayor entendimiento de los inversores.

De acuerdo con la propuesta, se estandarizará la información sobre costes e incluirán explicaciones para mejorar la comprensión de los distintos conceptos (incluyendo los incentivos) y su impacto, en base a criterios fijados por ESMA. Asimismo, se incluye la obligación de informar sobre la rentabilidad en el informe anual.

Estas medidas, aplicadas a clientes minoristas, deberían ser suficientes para mejorar la protección de los inversores y fomentar su inversión en los mercados de capitales. La principal deficiencia puesta de manifiesto en el informe de Kantar Public a instancias de la Comisión Europea, denominado *“Disclosure, inducements, and suitability rules for retail investors study”*

era la falta de comprensión por parte de los inversores de la información facilitada, incluyendo el alcance de algunos conceptos (como el de los incentivos).

Con esta estandarización y homogeneización de la información se conseguiría ese doble objetivo de mejorar la información y la transparencia, fomentar la comprensión por parte de los inversores minoristas de todos los conceptos relevantes para su inversión (y específicamente los costes de los servicios e instrumentos) y, al mismo tiempo, fomentaría el juego de la oferta y la demanda contribuyendo de ese modo a la libre formación de precios sin necesidad de intervención de las autoridades en este ámbito, que no se valora positivamente, como se especifica más adelante.

1.2.- Evitar exceso de información.

Complementario a lo anterior, debe tenerse en cuenta que aunque incrementar la transparencia en la prestación de servicios de inversión es una iniciativa positiva, la propuesta de reforma debe evitar que se entregue a los inversores minoristas gran cantidad de información y advertencias que pueden llegar a ser abrumadoras para los clientes.

Ello no proporciona más protección a los inversores ni fomenta una participación en los mercados de capitales más ágil y sencilla, y sí puede, sin embargo, tener un efecto contrario.

Por ello, se insiste en que sería conveniente homogeneizar y ajustar la información de los documentos que actualmente ya se entregan a nivel de costes y riesgos más relevantes para el cliente, pero no proponer la entrega de nuevos documentos adicionales.

1.3.- Modificación del régimen de información a clientes profesionales y contrapartes elegibles.

La propuesta revierte la exención recientemente introducida por “MIFID 2 Quick Fix” por la cual el Art. 29 bis MIFID 2 eximía los servicios prestados a clientes profesionales y contrapartes elegibles, salvo en lo relativo a servicios de asesoramiento en materia de inversión y gestión de carteras, de los requisitos de divulgación de información sobre costes y gastos recogidos del Art. 24 (4) (c) de MIFID 2.

La modificación en ese momento se fundamentó en *“que la consulta pública llevada a cabo por la Comisión a este respecto confirma que los clientes profesionales y las contrapartes elegibles no necesitan información sobre costes obligatoria y normalizada, dado que ya obtienen la información necesaria cuando negocian con sus proveedores de servicios”*.

La propuesta, sin embargo, permite a las entidades acordar con los clientes profesionales a quienes presten servicios, limitar la aplicación de los requisitos de divulgación de información de costes y gastos recogidos en el nuevo Art. 24b MIFID 2, salvo en lo relativo a servicios de asesoramiento en materia de inversión, gestión de carteras o cuando, independientemente del servicio que se preste, los instrumentos financieros sobre los que se presta el servicio incorporen un derivado implícito. En caso de no acordarse una reducción o limitación de los requisitos de divulgación, aplicarán los recogidos en el Art. 24b MIFID 2 de forma íntegra. Es decir, sin una diferenciación entre los requisitos aplicables para clientes minoristas y los aplicables para clientes profesionales.

Asimismo, también se incorpora una modificación al régimen aplicable conforme a "MIFID 2 Quick Fix" a las contrapartes elegibles.

Se considera que al no haber cambiado las circunstancias que justificaron el actual régimen, resulta oportuno que esta previsión de la propuesta sea eliminada y se mantenga el régimen actual.

2- Nuevo régimen de incentivos.

2.1.- Se valora positivamente el mantenimiento de dos modelos.

El Comité considera positivo el mantenimiento de los dos modelos en materia de asesoramiento financiero: el régimen de incentivos (con limitaciones) y el régimen de pago explícito.

Se deben mantener distintos tipos de asesoramiento financiero que se ajusten al perfil y especificidades de los inversores, así como a las características diferenciales de los distintos tipos de productos financieros.

En este sentido, es importante evitar movimientos abruptos que puedan afectar el acceso de clientes particulares a inversiones financieras. Es necesario evitar medidas que deriven, en definitiva, en falta de información y peor calidad de decisión en ahorro e inversión, especialmente en los segmentos más vulnerables.

2.2.- Alineación del concepto de incentivo a nivel de la UE.

Las prohibiciones y restricciones al pago y cobro de comisiones de terceros en la provisión de servicios de inversión resultan de aplicación cuando tales pagos/cobros estén relacionados con la prestación de dichos servicios ("*(...) fee or commission (...) in connection with the provision of such services (...)*").

Para que las limitaciones y prohibiciones tengan un alcance adecuado y uniforme en todos los Estados miembros, es de vital importancia adoptar una definición clara y armonizada del concepto incentivo, delimitando qué pagos se entienden conectados con la prestación de servicios de inversión a clientes minoristas y cuáles son pagos legítimos de terceros por la prestación de servicios a los mismos.

Una falta de convergencia en la interpretación de este concepto por las distintas autoridades supervisoras europeas puede dañar la libre competencia en el mercado de la Unión Europea.

2.3.- Los incentivos son pagos lícitos por la prestación de servicios.

Todos los pagos de terceros a entidades que, a su vez, presten servicios de inversión, pueden verse potencialmente afectados por estas restricciones incluso cuando estén remunerando servicios efectivamente prestados a esos terceros (y no a los clientes).

Tomando como ejemplo la distribución de fondos de inversión, las entidades financieras y empresas de servicios de inversión no solo prestan servicios a los clientes particulares (recepción y transmisión de órdenes, asesoramiento y gestión de carteras, así como servicios auxiliares) sino también a las sociedades gestoras que desean vender sus productos y captar fondos para los mismos (siendo esta participación crucial para la captación de fondos para muchas de ellas).

Adicionalmente, las entidades prestan servicios de gran valor para las sociedades gestoras para sus procesos de gobierno de producto y posicionamiento de mercado. Esos servicios, tradicionalmente remunerados con las conocidas como “*platform fees*” o “*service fees*”, deberían reconocerse como legítimos y prever su remuneración como una excepción al régimen de incentivos, y ello incluso en el caso de que se presten por la misma entidad que presta servicios de inversión al cliente minorista.

2.4.- Falta de justificación de la prohibición en relación con el servicio de intermediación y su limitación a “solo ejecución”.

El avance en la prohibición de los incentivos para los servicios de intermediación parece basarse en una percepción de que las medidas para la prevención y gestión de los conflictos de interés no han resultado suficientes para proteger los intereses de los inversores. Este extremo no ha quedado suficientemente justificado con datos. Más bien, las medidas adoptadas tras la entrada en vigor de MiFID II han incrementado considerablemente la protección de los inversores y el nivel y calidad de los servicios de inversión prestados.

De este modo, la adaptación a MIFID II ha permitido un importante desarrollo de los medios digitales y una coexistencia equilibrada de modelos de asesoramiento, gestión discrecional y RTO, junto con el aumento de la arquitectura abierta¹.

Por tanto, este Comité considera que la prohibición recogida en la propuesta pone en peligro el desarrollo de los medios digitales y de los modelos de arquitectura abierta, en los que los distribuidores actúan como canal de acceso a productos de múltiples proveedores, sin que medie asesoramiento, promovidos por MiFID II y adoptados ampliamente por las entidades españolas como consecuencia de la trasposición llevada a cabo en España. Por ello, esta prohibición debería suprimirse.

Por el contrario, si se decidiera avanzar con la prohibición, el Comité propone que la restricción sea aplicable, en su caso, solo a aquellos supuestos en los que no hay ninguna actuación proactiva por parte de la entidad. Es decir, aquellos casos en los que el cliente manifiesta su voluntad de comprar un producto concreto y la entidad simplemente le brinda el canal a estos efectos (“solo ejecución”). No debería restringirse, así, la posibilidad de percibir incentivos en aquellos servicios en que la entidad no solo presta un servicio de intermediación al cliente (recepción y transmisión de órdenes) sino que, adicionalmente, valora la conveniencia de ese instrumento para ese cliente concreto y, a día de hoy, le brinda herramientas de valor añadido (buscadores, comparadores, etc.) que permiten al cliente la adopción de decisiones de inversión mejor fundadas.

Por último, el hecho de que se prohíban los incentivos cuando sean pagos o cobros a/de una tercera parte responsable de la creación, desarrollo, emisión o diseño del instrumento financiero, parece dejar fuera de esta prohibición el supuesto de pagos por dirección de órdenes

¹ A modo de ejemplo, en el ámbito de las IIC, los modelos de modelos de asesoramiento (que representan el 40% ¹ del total de IIC distribuido), y su coexistencia equilibrada con los servicios de gestión discrecional y RTO (que representan el 27% y el 33% del total distribuido, respectivamente), así como el aumento de la arquitectura abierta (más del 30% de las IIC distribuidas corresponden a gestoras sin vínculos con el distribuidor). Estos datos proceden de las estadísticas trimestrales de INVERCO, disponibles en <https://www.inverco.es/38/100/169>

a centros de ejecución específicos (“*Payment for Order Flow*”), siendo así que se podría haber aprovechado para incorporarlos también.

2.5.- Incentivos en relación con la Gestión de Carteras.

La nueva redacción del artículo 24 introduce una modificación de redacción que puede tener impacto en el inversor.

Con la actual regulación del régimen de incentivos, las entidades que presten servicios de gestión discrecional de carteras no pueden recibir y retener pagos de terceros relacionados con el servicio de inversión prestado. Esto ha permitido, en aquellas ocasiones en que las entidades, siempre actuando en el mejor interés de sus clientes –y a pesar de las dificultades operativas-, consigan mejores condiciones económicas, trasladar ese efecto a sus clientes con el consiguiente impacto en el coste del producto.

Con la nueva propuesta de redacción, las entidades no podrían percibir en ningún caso esos incentivos, privando a los clientes de esa posibilidad de mejora económica.

Esto a día de hoy, además, impide que determinados productos sean ofrecidos a clientes, limitando, de hecho, las opciones de inversión de éstos, sin conseguir ninguna mejora en el trato a los mismos.

La introducción de esta medida no queda justificada, y el Comité considera que debe ser revisada.

2.6.- Plazo de revisión del nuevo régimen de incentivos.

La propuesta prevé que el nuevo régimen de incentivos se revise en un plazo de tres años desde la entrada en vigor de la nueva Directiva.

Dado que dicha entrada en vigor se produce a los veinte días de su publicación en el Boletín Oficial, y que hay un plazo de un año para trasponerla y de otros seis meses para su aplicación efectiva, en caso de que todos los Estados miembros la traspongan en plazo -algo poco frecuente- en realidad se estaría revisando un plazo de aplicación de 18 meses de una normativa tan nueva.

Si hubiese retraso en la implementación por diferentes Estados, la revisión podría ser significativamente incompleta, y por tanto, poco útil y poco representativa.

El Comité propone en este punto que la evaluación de las modificaciones introducidas en esta materia se someta al régimen general de revisión de la Directiva, fijado en cinco años después de su implementación.

3.- Debilidades identificadas en la definición de “best interest”. Excesiva relevancia de los costes sobre otros criterios cualitativos esenciales.

- En base a la propuesta de reforma, el asesoramiento requerirá justificar “la actuación en el mejor interés del cliente” (prestar asesoramiento sobre la base de una evaluación de una gama adecuada de productos, realizar un análisis de valor (coste-eficiencia) y no incorporar productos o estructuras en las recomendaciones que supongan costes adicionales). En este sentido, el concepto de *cost-efficiency* (de manera aislada) no es el que debería primar en las inversiones

de los clientes. Precisamente, las preferencias y las necesidades de los inversores no tienen por qué ajustarse *per se* a los productos más “*cost-efficient*” (concepto este que no se define).

Por otra parte, del *impact assessment* de la CE se desprende una clara preferencia de ésta porque los inversores minoristas adquieran ETF y productos de gestión pasiva (véanse págs. 16 y ss), típicamente más baratos que el resto. No obstante, esta inclinación por que el mercado europeo multiplique las ventas de estos productos, obvia la subjetividad de cada cliente y el funcionamiento del mercado, en un ejercicio que parece que trata de “concretar” no solo precios (como se detalla en el apartado III.2) sino también las preferencias de los inversores, más allá de la evaluación de la idoneidad que cada entidad deba llevar a cabo, además de plantear interrogantes desde la perspectiva del Derecho de la competencia, que se señalan más adelante.

Lo mismo sucede con la inversión en determinados productos más ilíquidos, por ejemplo, que puede resultar más costosa, pero tener un mayor rendimiento. La dificultad de fijar parámetros de coste-eficiencia a priori en muchos casos hace que este criterio, que se menciona en la propuesta como el más relevante, realmente no lo sea en una relación de asesoramiento.

Y ello puede llevar a un empobrecimiento de la calidad del servicio a los clientes, por exigencia, precisamente de la regulación, consiguiendo, por tanto, un efecto indeseado y perjudicial.

-Por otro lado, deben revisarse los términos de la definición del rango y calibrarlo en función del tipo de asesoramiento prestado (recurrente o puntual) y la tipología de productos que se ofrezcan bajo ese servicio. Un criterio demasiado estricto sobre este extremo y una interpretación poco flexible podría hacer imposible la prestación de este tipo de servicios sobre instrumentos más ilíquidos, como puedan ser los fondos de capital riesgo, fondos de deuda o los mismos fondos de inversión a largo plazo europeos que el propio legislador europeo quiere potenciar. Hay que tener en cuenta que los productos disponibles de estas características al mismo tiempo son limitados y que la falta de acceso a los mismos podría privar a los inversores de oportunidades de inversión muy interesantes, con posibilidad de mayores rentabilidades en todo tipo de entornos y reducir el flujo de la financiación alternativa a la bancaria a este tipo de sectores tan relevantes para la economía real.

- Actualmente, la percepción de incentivos está admitida siempre que fuera ligada a la prestación de servicios de valor añadido a los clientes, lo que ha resultado, definitivamente, en un incremento de la calidad del servicio percibido por estos en todos los servicios. Este requisito ha sido eliminado y sustituido por (i) una prohibición taxativa en intermediación y (ii) la nueva definición de “*best interest*” centrado, erróneamente en opinión del Comité, en costes.

Lo anterior puede suponer que esas herramientas de valor añadido – que han supuesto un incremento de la transparencia y del acceso a la información, fomentando la educación financiera- dejen de ofrecerse a clientes, lo que también debería someterse a la correspondiente evaluación en el momento de valoración de la prohibición.

-Por último, la incorporación en el “*best interest*” de una obligación de incluir necesariamente en el rango de productos idóneos para el cliente, “productos sin características adicionales que no sean necesarias para conseguir los objetivos de inversión del cliente y que no produzcan costes adicionales” se considera que, por un lado, puede limitar en perjuicio de los clientes la oferta de productos y por otro esta nueva obligación se define con unos términos tan imprecisos

– “características adicionales” “necesario” “costes adicionales” -que llevará previsiblemente a que su aplicación práctica sea compleja, creando potencialmente desorientación en los clientes.

En la práctica, el requisito de ofrecer al menos un producto sin “características adicionales” está llamando a fabricantes y distribuidores a ofrecer en todo caso producto sin sesgos ESG, cuya creación (hoy por hoy) puede exigir una mayor dotación de recursos. Esto juega en contra de los objetivos de la agenda verde europea y entra en conflicto con algunas previsiones normativas en dicha materia. De hecho, el propio marco Green MiFID prevé que, cuando un cliente no tiene preferencias de sostenibilidad, se le deben ofrecer productos con y sin características de sostenibilidad, precisamente porque, de lo que se trata, para lograr los objetivos medioambientales y climáticos que se ha fijado la UE, es de promover la oferta de productos cuyas inversiones sean cada vez más respetuosas con el planeta y la sociedad en su conjunto.

4.- Nuevo régimen de evaluación de idoneidad y conveniencia.

4.1.- Test de idoneidad.

- La nueva obligación de obtener información del cliente acerca de la composición de sus actuales carteras de inversión debe definirse de forma adecuada. Es una información que el cliente puede no proporcionar y las entidades no tendrán otra fuente de información. Las entidades, ante esta nueva obligación pueden por tanto, verse limitadas en la evaluación de lo que toca a la diversificación de la cartera como elemento a incorporar en el asesoramiento. El alcance, por tanto, de esta obligación debe ser claramente definido, explicitando que las entidades no serán responsables por la falta de información, o información parcial o inexacta, al respecto.

-En relación con la propuesta de exención, en el test de idoneidad de obtener información sobre los conocimientos y la experiencia del cliente (o posible cliente) *retail* sobre los instrumentos financieros o servicios de inversión considerados o sobre la composición de la cartera existente del cliente cuando se preste asesoramiento independiente en materia de inversión a clientes minoristas restringido a instrumentos financieros bien diversificados, no complejos y *cost-efficient* si bien se entiende su fundamento, dado que en base al perfil del cliente y a la necesidad de diversificación de su cartera, puede ser necesario que se vuelva a realizar un test de conocimientos y experiencia en el futuro - y ello puede generar problemas operativos y de seguimiento del perfil de los clientes, y conllevaría complejidades innecesarias a nivel de ejecución, trazabilidad y control - se propone que quede claro que esta es una opción por la que las entidades puedan libremente optar o no.

Además si se establece una evaluación de la idoneidad simplificada, debería estar asimismo disponible para el asesoramiento no independiente, ya que no se aprecian razones para que se aplique solo al asesoramiento independiente.

Por último, se pone de manifiesto la inseguridad jurídica que supone el hecho de que el concepto de *cost-efficient*, elemento central en la definición del “best interest” del cliente y en el nuevo régimen de idoneidad, se incorpore a la propuesta como concepto jurídico indeterminado.

4.2.- Test de conveniencia.

-La incorporación en el caso de clientes minoristas, en el test de conveniencia, de su capacidad para soportar pérdidas y su perfil de riesgo, coincide con la prohibición de cobro de incentivos en las actividades propias de este test – con lo que ello implica de incremento de costes para las

entidades- y acerca las mismas al régimen del asesoramiento cuando no existe tal. Por tanto, una mayor justificación parece necesaria.

5.- Nueva regulación en relación con las actividades cross border dentro de la UE.

5.1.- Obligación de comunicación a la autoridad nacional de clientes cross-border.

La obligación de comunicar a la autoridad nacional cuando los clientes en otras jurisdicciones de la UE superen los 50, es una obligación nueva y como tal incorpora unos costes adicionales, que deberían justificarse.

Por otro lado, se podría plantear esta obligación solo respecto de los clientes minoristas.

Por último, deberían armonizarse los criterios que determinan que un cliente es un cliente cross-border en determinados casos, como plataformas, *reverse solicitation* contrapartes elegibles, etc.

5.2.- Valoración positiva de mejora en supervisión cross-border de normas de conducta.

El Comité valora muy positivamente que se articulen mecanismos para tratar situaciones de deficiente supervisión en cuanto al cumplimiento de normas de conducta por autoridades nacionales de Estados de la UE, en la prestación de servicios cross-border.

III.2.- PROCESO DE FIJACIÓN DE PRECIOS Y DETERMINACIÓN DE *BENCHMARKS* COMO PRECIOS MÁXIMOS

III.2.1 Consideraciones generales

La RIS incluye medidas que modifican el marco normativo vigente en materia de fabricación de productos financieros, con vistas a que estos brinden a los inversores minoristas lo que la CE denomina como *Value for Money*. A tal efecto, propone la modificación del régimen de supervisión y gobernanza de producto en MiFID, IDD, UCITS y AIFMD, estableciendo nuevas reglas en materia de fijación de precios.

El Comité Consultivo comparte plenamente el planteamiento de que los servicios e instrumentos financieros deben ofrecer valor a los inversores, si bien disiente con el contenido de la propuesta en:

- El diagnóstico de la existencia de un problema generalizado en este ámbito que requiera la adopción de medidas horizontales;
- La forma en la que esta propuesta plantea medir el *Value for Money*, mediante la reducción a una comparativa retrospectiva del binomio coste/rentabilidad;
- Las medidas que propone para los instrumentos que se alejen de esa medición (prohibición de comercialización, salvo justificación suficiente) y,
- La insuficiente calibración de las consecuencias de esas medidas.

Por todo ello, el Comité Consultivo manifiesta su preocupación sobre las nuevas disposiciones en este ámbito y su negativo impacto para:

- la correcta formación de los precios y la competencia, con el riesgo de converger hacia modelos de precio único;

- la oferta y diversidad de instrumentos y servicios financieros, necesariamente empobrecidas si el principal elemento de valoración es un coste presionado permanentemente a la baja;
- la oferta y diversidad de proveedores de servicios financieros, ya que atender principalmente al coste impedirá competir vía precios a entidades de menor tamaño o con un modelo de negocio más especializado;
- la innovación, carente de estímulo y recorrido en un entorno *low-cost*, inaccesible a nuevos participantes;
- el desarrollo de estrategias ESG, el fomento del largoplacismo y la implicación con los emisores, cuyos elevados costes de implementación y cumplimiento pueden ser difíciles de sostener en un modelo de reducción continua de coste y,
- La confianza de los inversores hacia el sector financiero, al estimular la litigiosidad.

Todos estos elementos, entre otros, se desarrollan a lo largo de los siguientes apartados.

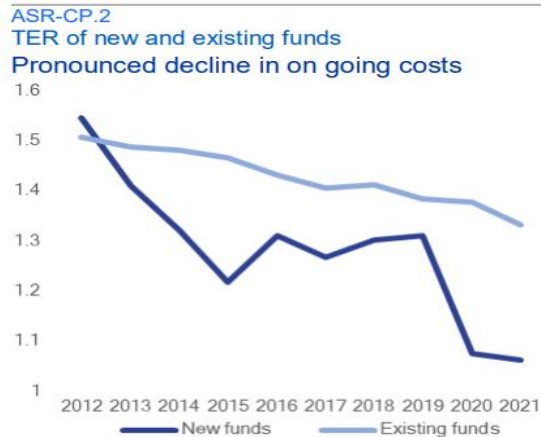
III.2.2 Falta de evidencia empírica e insuficiente identificación del problema a resolver

En primer lugar, merece la pena recordar que las propuestas normativas de la Comisión Europea debían basarse en la evidencia empírica a recoger en un estudio que, tras la correspondiente licitación, fue encomendado a un consorcio europeo de consultores. Dicho estudio² presentó diversas deficiencias, hasta el punto de que, siete meses después de su publicación, tuvo que ser corregido en algunos de sus principales números (no así en sus conclusiones). Entre las debilidades del estudio llamó especialmente la atención el empleo de una muestra ínfima de productos (en el caso de los Fondos de Inversión se tomaron 176 productos cuando hay más de 66.000 Fondos de Inversión en Europa, es decir, menos del 0.267%), a pesar de la existencia de datos de coste para todo el mercado publicados por ESMA.

Lamentablemente el *impact assessment* que acompaña a la propuesta persevera en las debilidades y:

- a) Enuncia un problema de costes altos, pero no facilita ninguna evidencia empírica, ya sea de niveles actuales de coste (pese a que, en el caso de Fondos de Inversión, ESMA los publica anualmente) ni tampoco de niveles considerados aceptables por el regulador, cuyo alcance sería el objetivo de algunas de sus medidas.
- b) Omite datos de ESMA que ya muestran la intensa reducción de costes soportados por los Fondos de Inversión, y que cuestionan la necesidad de estas medidas. Se recuerda que este ejercicio de reducción se realiza en un contexto en el que los costes soportados por las Gestoras son crecientes, pero en lugar de ser trasladados a los inversores, han sido absorbidos por las Gestoras, fruto de su compromiso con ofrecer valor a los inversores y de la intensa competencia existente.

² Disclosure, inducements, and suitability rules for retail investors study, publicado en agosto de 2022 y corregido en febrero de 2023, disponible en <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/d83364e5-ab55-11ed-b508-01aa75ed71a1/language-en/>



Fuente: *ESMA Market Report on Costs and Performance of EU Retail Investment Products 2023*, p.8

- c) Reitera³ afirmaciones poco compatibles con el funcionamiento natural de los mercados financieros y de las inversiones (como las que se refieren a la existencia de rentabilidades negativas, consustanciales a las inversiones financieras en determinados periodos) y transforma obviedades (ej. si los costes fueran más bajos las rentabilidades serían más altas) en problemas no soportados por evidencia empírica (los costes son altos y hay que bajarlos) a los que atribuye reacciones regulatorias cuyas consecuencias no analiza en su integridad.
- d) Selecciona aleatoriamente referencias, entre ellas publicaciones de ESMA correspondientes a diferentes ejercicios⁴ (cuando parecería más riguroso referirse a la última, en la medida en que los mercados evolucionan y las conclusiones de ejercicios pasados se ven modificadas por los posteriores) o estudios obsoletos⁵.
- e) Justifica elementos esenciales de la propuesta con referencias erróneas⁶.

³ “As evidenced in both EIOPA’s and ESMA’s annual cost and past performance reports, even with such rules [MiFID, IDD, UCITS y AIFMD], some products offered to retail investors offer very low if not negative returns (net of costs charged to the customer), calling into question whether they in fact represent value for money”, pg. 8, 9, 14 y otras del impact assessment.

⁴ Por ejemplo, referencias al estudio de costes y gastos de 2019, para referirse a los costes en el periodo 2015-2017 (Impact assessment p.18).

⁵ Es concreto el estudio titulado “Distribution systems of retail investment products across the European Union”, al que se refiere el impact assessment en 16 ocasiones y cuyos datos más recientes corresponden al ejercicio 2017, a pesar de que la entrada en vigor de MiFID II fue en enero de 2018.

⁶ Por ejemplo, la cita “According to a recent Eurobarometer survey, only 38% of consumers are confident that the investment advice they receive from financial intermediaries is primarily in their best interest. Lack of trust is one of the reasons contributing to lower levels of retail participation and is a drag on retail growth potential” (p.2 de la propuesta normativa, párrafo 2). Para justificar el dato remite a una pregunta del Eurobarómetro (la 12) que no guarda ninguna relación con esta cuestión, y facilita un porcentaje de personas que no confían en el asesoramiento financiero del 38%, cuando la única pregunta de ese Eurobarómetro que se refiere a esta cuestión es la 6, y cifra este porcentaje en solo un 12% en media Europea (con países como Holanda con un porcentaje por encima de la media).

- f) Compara el mercado europeo con el mercado americano, en términos de volumen (cuantificando las diferencias⁷) y de coste (de nuevo, sin cuantificar las diferencias), pareciendo atribuir el menor desarrollo de los mercados europeos a un peor desempeño del sector financiero europeo, sin mencionar siquiera las variables que probablemente resultan más relevantes para comprender las diferencias entre ambos mercados, como el destino del ahorro y la inversión a la cobertura de necesidades futuras en el ámbito de la salud, la jubilación o los estudios, cuyo grado de atención con recursos públicos presenta significativas diferencias entre ambos lados del Atlántico.

III.2.3 El concepto de *Value for Money* no debería equivaler al establecimiento de un coste máximo

La propuesta de RIS no contiene una definición de *Value for Money*. No obstante, incluye una serie de reformas que, según señala, tratan de “objetivar” los costes de fabricación y distribución de los productos financieros:

- (i) Exigiendo la identificación, cuantificación y limitación de todos los costes;
- (ii) Previendo la aprobación por parte de ESMA de *benchmarks* que muestren un rango de rentabilidades y costes, por categoría de producto, a partir de la información que le faciliten las entidades supervisadas; y
- (iii) Recogiendo la presunción de que cualquier desviación de lo anterior es indebida, prohibiendo la aprobación/distribución de productos cuyos costes se separen del *benchmark*, salvo que la entidad pueda demostrar que están justificados y resultan proporcionados.

De este modo, el ejercicio de *benchmarking* por parte de ESMA y el ajuste de los precios al mismo se convertiría en el eje central para la oferta de productos financieros en la UE, convirtiendo la idea de *Value for Money* no tanto en una “evaluación del valor” que se ofrece a los minoristas, sino en un verdadero control público de precios que busque establecer límites máximos a los mismos⁸.

III.2.4 Consideraciones en materia de competencia y la libre formación de precios

El marco de *Value for Money* propuesto por la CE choca con los principios de libre formación de precios, economía de mercado y competencia que inspiran el marco europeo, al establecer por

⁷ Señala que el peso de los instrumentos financieros sobre el activo de los hogares europeos supone un 17%, frente a un 43% de Estados Unidos, porcentajes que ascenderían al 46% y 72% respectivamente en caso de considerarse seguros y pensiones (propuesta normativa, p.2, párrafo 4).

⁸ Lo anterior, difiere significativamente del precedente de Reino Unido en materia de *Value for Money* (también denominado *assessment of value*), implementado por la FCA (*COLL rules*) y recogido en la normativa de protección de los consumidores (*Consumer Duty*). El *Value for Money* inglés también tiene en cuenta los costes e incluye el deber de revisar periódicamente los mismos, imponiendo un deber de transparencia a este respecto; ahora bien, contempla un régimen mucho más flexible en materia de fijación de precios.

defecto una prohibición de crear o comercializar instrumentos financieros que se alejen de los benchmarks, salvo que los fabricantes o distribuidores puedan justificar la desviación⁹.

El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) establece las bases legales para garantizar un mercado interior único y competitivo. De hecho, la CE, junto con las autoridades nacionales de competencia, juegan un papel fundamental en la aplicación y supervisión de las normas de defensa de la competencia en la UE y han de velar por la correcta aplicación del TFUE en este ámbito. En ese sentido, sería conveniente solicitar la opinión o dictamen de la Dirección General de Competencia de la CE sobre la compatibilidad de esta medida con la libre competencia y sobre si una Directiva es el rango de la norma que, en su caso, podría recogerla.

En ese sentido, resulta especialmente preocupante que el propio *impact assessment* que acompaña a la propuesta de RIS reconozca que en la actualidad existen muchos proveedores de *Fondos de Inversión* con un tamaño reducido y apunte a la concentración del sector como algo positivo, refiriéndose únicamente al efecto en los costes de proveedores más grandes y, por tanto, con economías de escala, pero ignorando los efectos sobre los precios que a cierto plazo tendría la disminución de la competencia¹⁰.

Corresponde añadir que las medidas propuestas supondrían, efectivamente, una barrera de entrada a nuevos competidores y la expulsión de fabricantes europeos de tamaño medio en favor de corporaciones, no solo de dentro sino también de fuera de la Unión Europea (de mayor tamaño, como aspira la Comisión Europea), que son las que, de hecho, presentan mayores economías de escala y pueden forzar una reducción de precios, durante el tiempo suficiente para expulsar del mercado a competidores de tamaño mediano y pequeño.

Si bien este Comité Consultivo entiende fundamental proteger los intereses de los consumidores frente a posibles fallos del mercado, viene a advertir sobre los posibles efectos de esta medida en un determinado plazo, pues ante la tentación cortoplacista de considerar que lo prohibido y negativo es un acuerdo de precios mínimos, y lo positivo y beneficioso es un acuerdo de precios máximos, conviene recordar que, desde la teoría de formación de precios, lo negativo es el acuerdo en sí (sea de precios mínimos o máximos), por su efecto homogeneizador de prácticas, disuasorio de diferencias al alza o a la baja e impulsor de soluciones de precio único.

III.2.5 Precedentes frustrados en materia de fijación pública de precios

Ante la aseveración de que no existe un precedente histórico en este ámbito y la asunción de la CE de que la convergencia en precios no daría lugar a una reducción en la oferta de producto¹¹, procede llamar la atención sobre la experiencia reciente de la regulación del Producto Paneuropeo de Pensiones Individuales (PEPP), que ha sido un fracaso al no despertar ningún interés en sus potenciales oferentes debido precisamente a la limitación de sus costes al 1% en su opción básica¹².

⁹ Además, está por ver la efectiva posibilidad de las entidades de justificar las desviaciones del *benchmark*, que dependería de los desarrollos de nivel II que resultasen aprobados y que estaría, en todo caso, sujeta a un riesgo sancionador y de litigiosidad muy elevado.

¹⁰ Véase primer párrafo de la página 55 del *impact assessment*.

¹¹ Véanse los dos últimos párrafos de la página 319 del *impact assessment*.

¹² En la actualidad solo existe un PEPP, con seis opciones. El registro está disponible en el siguiente [link](#).

Esta cuestión ya fue anticipada por numerosos proveedores durante la tramitación de la norma, y constituye un claro ejemplo de que, en contraposición con las asunciones de la CE, la oferta de productos financieros sí es elástica o sensible ante movimientos en los precios.

III.2.6 La falta de competencia de las ESAs en materia de precios

Las competencias de las Autoridades Europeas de Supervisión (en adelante, ESAs) y más en particular de ESMA (véase Reglamento (UE) 1095/2010) no incluyen la regulación de precios, ni la fijación de límites a los mismos, ni, por ende, la creación de herramientas, como pudieran ser los *benchmarks*, que sirvan a un fin de esta naturaleza.

Las autoridades supervisoras no son ni deben ser reguladores de precios, como la propia ESMA reconoce en el párrafo 23 de su documento de Opinión acerca de los costes y gastos de las IIC, emitido con fecha 17 de mayo de 2023, a propósito de la elaboración de la propuesta de RIS por parte de la CE.

III.2.7 Problemas conceptuales en el diseño de los *benchmarks*

Con independencia de la oposición al concepto en sí, por la argumentación expuesta en los apartados anteriores, la implementación práctica de la medida plantea numerosos interrogantes, y las posibles respuestas que se vislumbran agravan la preocupación sobre las deficiencias de la medida.

Así, aunque están pendientes los desarrollos normativos que concreten cómo se elaborarían y actualizarían los correspondientes *benchmarks* contra los que fabricantes y distribuidores deberían medir el coste de sus productos y servicios para entender si son “aceptables” o si, por el contrario, “resultan demasiado altos”, lo que permite anticipar importantes problemas concretos:

- a) Ausencia de armonización de los inputs. Para poder calcular un *benchmark* que sirva de límite de precios al sector, lo mínimo que se puede esperar es que los inputs para su cálculo estén armonizados, lo que actualmente no sucede en ninguno de sus elementos. Así:
- No existen categorías de inversiones homogéneas definidas a nivel europeo. Las rentabilidades responden a la composición de las inversiones, que a su vez difieren entre cada producto y cada momento. Intentar calcular un proxy implicaría identificar categorías de inversiones homogéneas. Por citar solo un ejemplo, en el ámbito de los Fondos de Inversión de carácter financiero, la CNMV tiene 20 categorías, INVERCO 22, EFAMA 8 y Morningstar 309.

Para que el ejercicio tuviera cierto sentido, la categorización no solo debería considerar el tipo de activo sino también la ubicación geográfica, el sector de actividad y el plazo recomendado de mantenimiento de la inversión, como variables preliminares, a falta de una reflexión más exhaustiva.

- Tampoco los tipos de costes que soporta un instrumento financiero están armonizados a nivel europeo. Estos costes difieren entre Estados miembros, en función del enfoque de la regulación y supervisión local. De hecho, la propuesta plantea una armonización

Europea a nivel de los Fondos, medida que resulta más que razonable y, en todo caso, necesariamente previa a la propuesta de *benchmark*, si bien no contempla esta medida para el resto de instrumentos financieros.

- Las características adicionales. Es importante plantear las dificultades que conlleva la diversa variedad de los productos existentes, precisamente porque la norma se basa en que cada “*additional feature*” puede suponer un “*extra cost*”, lo que implicaría que, para ser preciso, los *benchmarks* debería ser tan granulares como para cubrir cualquier producto y sus diferentes variables (*features*).

- b) Costes de distribución. Plantea varias incertidumbres el cómo la CE pretende considerar los costes del servicio de distribución, ya sean explícitos o implícitos, para que resulte comparable el coste del producto, teniendo en cuenta inputs de fabricación y distribución.

En ese sentido, cabe plantearse qué sentido tendría y cómo se construiría un *benchmark* de producto que agregase coste de producto y coste de servicio, en cuyo caso la fuente fundamental de información sería la facilitada por los distribuidores, sea cual fuere su estrategia, diferenciando entre elementos individuales de los costes y servicios efectivamente prestados (e.g. asesoramiento, RTO, etc.)

Del mismo modo, procede preguntarse si el objetivo de la CE es que, para cada producto financiero, ESMA construya dos *benchmarks*, uno relativo al precio (de fabricación) del producto y otro relativo al coste del servicio de comercialización, contra el que comparar los inputs de los fabricantes, de un lado, y los de los comercializadores, de otro. Y es que, con la redacción actual de la norma, resulta difícil imaginar cómo se puede elaborar un *benchmark* con las características anteriores, que además tenga en cuenta rentabilidades, para que permita de manera efectiva la comparación de costes.

- c) Concepto de “rango” e interrelación entre coste y rentabilidad. La propuesta señala que los *benchmarks* a construir por ESMA deben “*mostrar un rango de rentabilidades y costes para facilitar la identificación de instrumentos financieros cuyos costes y rentabilidades se separen significativamente de la media*” (artículos 14.1f tercer párrafo UCITSD, 14.1f tercer párrafo AIFMD y 16-a.9 segundo párrafo MiFID).

En el ámbito económico, un rango es un término que se utiliza para describir un intervalo o una extensión entre dos puntos o límites. Más aún, en el contexto numérico, un rango se refiere a la diferencia entre el valor mínimo y el valor máximo en un conjunto de números. Por ejemplo, si se tiene un conjunto de costes o rentabilidades {2%, 5%, 7%, 10%, 12%}, formalmente, el rango sería el 10% (12%, valor máximo, menos 2%, valor mínimo).

La traslación de este concepto a la definición de “un rango de rentabilidades y costes” presenta muchas incertidumbres. Cabe entender (aunque no está claro) que la intención de la CE es que las ESAs:

- (i) construyan medias de costes y rentabilidades sobre la base de los datos pasados que reciban de las entidades;
- (ii) establezcan con arreglo a normas de nivel II en qué rango de precios pueden moverse los productos para no desviarse significativamente de la media; y
- (iii) a tal efecto, tengan en cuenta asimismo la rentabilidad de los productos.

En cualquier caso, la rentabilidad neta de los productos no solo depende de los costes, sino de las condiciones económicas del mercado y del plazo de la inversión, por lo que no parece acertado ligar la primera (rentabilidad neta) a los segundos (costes) de cara a construir una herramienta que informe sobre si estos resultan o no “aceptables” por estar más o menos desviados una media. Si lo que se está previendo es un esquema de “a más coste, más rentabilidad” se está, sencillamente, ignorando el funcionamiento de los mercados y confundiendo a los inversores¹³.

- d) La falta de representatividad de las rentabilidades pasadas. Los *benchmarks* históricos reflejan rentabilidades pasadas y su utilización en la toma de decisiones puede originar sesgos hacia el desempeño pasado y expectativas erróneas o poco realistas. Ni autoridades ni inversores pueden asumir que los resultados pasados se repetirán en el futuro. De hecho, el anexo VIII.9 a) del Reglamento Delegado 2021/2268 que desarrolla PRIIPS establece la obligación de incluir una advertencia a los inversores expresando que “La rentabilidad histórica no es un indicador fiable de la rentabilidad futura. Los mercados podrían evolucionar de manera muy distinta en el futuro.”

Además, la información pasada no refleja necesariamente las condiciones actuales del mercado ni es indicativa de las perspectivas futuras. Los mercados financieros son dinámicos y están sujetos a cambios constantes. De hecho, las condiciones económicas pueden fluctuar y tener un impacto significativo en el rendimiento de los productos financieros. Un *benchmark* basado en información pasada puede no reflejar adecuadamente estas variaciones económicas y no proporcionar una visión precisa de los costes y rentabilidades esperadas en el contexto actual.

- e) La dificultad de identificar el horizonte temporal relevante para la construcción de los benchmarks y la frecuencia de su revisión. Se entiende que el cálculo de esos *benchmarks* para un periodo de referencia de un año no sería relevante en la mayoría de los casos y estimularía el enfoque cortoplacista del que se huye en otras piezas normativas, por lo que habría de estarse al plazo de mantenimiento recomendado por el gestor.

Sin embargo, el planteamiento de la propuesta parece estar pensando en plazos anuales, pues aunque hay países cuyas ANC ya venían recabando esta información, si el inicio de la captura generalizada de inputs arrancase tras la entrada en vigor de la propuesta, prevista 18 meses después de su aprobación (algo que parece inasumible, dado que se requieren numerosos desarrollos de nivel 2 para la definición de elementos esenciales), difícilmente podrán hacerse cálculos de más largo plazo y valorar su impacto al cabo de cinco años, como se prevé en los nuevos arts. 14.4 UCITSD y 12.4 AIFMD.

Por otra parte, no se especifica la periodicidad con que las autoridades revisarían los benchmarks, cuestión que es de suma importancia.

- f) El tratamiento de nuevos productos y estrategias: Los *benchmarks* basados en información pasada obviarían productos o estrategias emergentes o innovadores, desincentivando en la práctica su aparición por las dificultades de evaluación y comparación que acarrearían.

¹³ En este sentido, resulta interesante la publicación de la SEC, titulada “[Invertir en Fondos de inversión: vea más allá de la rentabilidad pasada](#)”, en la que invita al inversor a fijarse en otros elementos que justifican como la rotación de la cartera, el desempeño en el largo plazo, la volatilidad, la naturaleza de los riesgos asumidos o los servicios adicionales prestados al inversor, entre otros.

III.2.8 Otros impactos adversos que afectarían a la oferta de productos financieros

La implementación de *benchmarks* como herramienta de control de precios puede tener otros efectos negativos en el sector financiero que impacten a su vez en la economía. A saber:

- a) Promovería un enfoque cortoplacista: Esto es, animaría a fabricantes y distribuidores a priorizar la reducción de costes y la obtención de rentabilidades inmediatas para cumplir con los estándares de referencia en materia de precios (*benchmarks*) y asegurar la continuidad de los productos. Sin embargo, esta filosofía entra en conflicto con el modelo de crecimiento económico sostenible que se viene tratando de implementar en Europa.

Venimos asistiendo a una sucesión de iniciativas y reformas que, en contraposición al modelo basado en la necesidad de generar beneficios en el más corto plazo, tratan de impulsar una visión largoplacista de la economía europea y local. Este sería el cometido de normas como SRD II, que se preocupaba porque las estrategias de inversión cortoplacistas afectasen negativamente al potencial desarrollo sostenible de las sociedades cotizadas y de la economía en su conjunto.

Pues bien, el tratamiento de los productos financieros que propone la RIS, incluyendo los *benchmarks* con rangos de rentabilidad y precio, romperían con ese impulso de la regulación actual que promueve que las inversiones tengan en cuenta las cuestiones de largo plazo e integren de manera natural objetivos no financieros positivos para la economía y la sociedad.

- b) Impactaría negativamente en el desarrollo de las finanzas sostenibles: En particular, desincentivaría la oferta de productos que financien la transición verde, que requieren una asignación de recursos más amplia.
- c) Desincentivaría la gestión activa de fondos: Del *impact assessment* de la CE parece derivarse que su objetivo es precisamente que los consumidores adquieran más productos de gestión pasiva y fondos cotizados (ETFs) (véanse referencias expresas a este respecto en las páginas 16, 18 y 19, por citar solo algunas).

Al respecto, es importante tener en cuenta que tanto la gestión activa como la pasiva tienen sus ventajas y desventajas, y no hay un enfoque único que sea adecuado para todos los inversores. Algunos inversores pueden preferir la gestión activa debido a la búsqueda de rendimientos superiores, mientras que otros pueden optar por la gestión pasiva debido a los costes más bajos y la simplicidad. En última instancia, la elección entre la gestión activa y pasiva dependerá de las metas y preferencias individuales de cada inversor y la búsqueda de nuevas formas de ofrecer productos atractivos que respondan a la diversidad de preferencias de los consumidores. Es más, la gestión activa es necesaria para que exista la gestión pasiva. Ambos enfoques son complementarios y desempeñan un papel importante en el ecosistema de inversión. Entre otras cuestiones, la gestión activa proporciona el marco de referencia y la base para la gestión pasiva al definir los índices que se replican, por lo que no tiene demasiado sentido promover la segunda en detrimento de la primera.

III.2.9 Especificaciones del *pricing process* para IIC

Si bien la filosofía que informa la reforma propuesta de las normas financieras sectoriales en materia de gobernanza de producto y *Value for Money* es la misma, corresponde destacar que,

en sede de IIC, se introducen requisitos adicionales con una regulación más taxativa de lo que sería, en este caso particular, el procedimiento de fijación de precios.

III.2.9.1. Proceso de fijación de precios para IIC

Al igual que el régimen de *Value for Money* previsto en MiFID, la reforma de la normativa europea de IIC (UCITS y AIFMD) introduce el requisito de no aprobar productos que se desvíen significativamente de la media a partir de un *benchmark* que calcule ESMA y que muestre el correspondiente “rango de productos y rentabilidades” al que los productos habrían de estar ajustados, a menos que la SGIC pudiera demostrar que los costes están justificados y resultan proporcionados (párrafos (1a) a (1e) del Artículo 14 de UCITS y párrafos (1a) a (1e) del artículo 12 de AIFMD). En ese sentido, va un paso más allá que MiFID, previendo la revisión anual de costes para comprobar si cumplen con los requisitos anteriores.

Por otra parte, se elevan al Nivel I de la normativa de IIC, las disposiciones sobre “costes indebidos” actualmente incluidas en los Niveles II y III. No obstante, comienza indicando qué condiciones ha de cumplir un coste para considerarse “debido”:

- a) Los costes están en línea con la información del folleto y el Documento de Datos Fundamentales para el Inversor.
- b) Los costes son necesarios para que el UCITS opere en línea con su estrategia y objetivo de inversión para cumplir con los requisitos regulatorios.
- c) La manera en que los inversores soportan los costes asegura un trato justo de los inversores.

La propuesta prevé además (i) la revisión anual de si se han cargado costes indebidos; (ii) el reembolso de los costes indebidos y (iii) su comunicación a las NCA, al depositario y a los auditores. Finalmente, se establece la aprobación de actos delegados que especifiquen, entre otros:

- 1) Los requisitos mínimos con los que ha de cumplir el proceso de fijación de precios incluyendo (i) una lista predefinida de costes admisibles y condiciones para la autorización, caso a caso, de otros costes, y (ii) el procedimiento para establecer la compensación en el supuesto de costes indebidos; y
- 2) Los criterios y elementos para determinar si los costes y gastos están justificados y resultan proporcionados (artículos 14.2 UCITS y 12.3 AIFMD).

Como resultado de lo anterior, el proceso de fijación de precios de IIC quedaría regulado de manera aún más prescriptiva que en el caso de MiFID, sin que medie justificación alguna en la propuesta publicada por la CE.

III.2.9.2 Sobre los riesgos del establecimiento de normas diferenciadas en IIC

En el caso de las IIC ocurre con frecuencia que al ser un producto particularmente transparente y regulado, existe un elevado control sobre el mismo, y los legisladores y supervisores tienden a poner el foco en el mismo, no porque plantee más problemas o

riesgos para la inversión minorista, sino porque se convierte en un campo de pruebas idóneo para la aplicación y yuxtaposición de regulaciones que posteriormente podrían extenderse, de resultar beneficiosas, a otros productos de ahorro o inversión.

Ahora bien, esta forma de proceder puede convertirse, sin pretenderlo, en una amenaza para el funcionamiento y la confianza que el mercado pueda tener en las IIC, ya que no se justifica por qué sistemáticamente han de verse sometidas a requisitos regulatorios adicionales.

En ese sentido, la RIS debería promover un "*level playing field*" que evite el arbitraje regulatorio, con reglas y regulaciones consistentes para todos los participantes y productos en el mercado. En resumen, se trata de la creación de un entorno equitativo en el que todos los productos financieros compitan en igualdad de condiciones, siguiendo las mismas reglas y regulaciones; cuestión que, de hecho, fomentaría la competencia y la protección de los inversores. No obstante, el problema del *level playing field* se plantearía tanto a nivel intersectorial como subsectorial, en la medida en que, tal y como está planteada la propuesta, ESMA iría construyendo *benchmarks* para cada tipología de producto y, por tanto, siempre habría productos que contasen con un *benchmark* de referencia y otros que no (aunque hubiesen de justificar los costes repercutidos).

Téngase en cuenta que esta cuestión ya se ha suscitado en los debates entre colegisladores en relación con la revisión de UCITS y AIFMD. En particular, en el curso de los trílogos, el Consejo UE se ha pronunciado contra algunas de las propuestas en el ámbito de los costes, esgrimiendo la necesidad de abordar esta cuestión de manera horizontal; esto es, evitando normas específicas por producto, y llamando la atención sobre la existencia de riesgos desde el punto de vista de la normativa de competencia, en línea con lo expuesto desde el comienzo de esta ponencia.

III.2.9.3 Opinión de ESMA en materia de regulación de costes de IIC

ESMA publicó el 17 de mayo de 2023 un documento con propuestas para desarrollar el marco legal aplicable y promover la convergencia europea en esta materia (en adelante, la “Opinión”).

Se trata de una Opinión dirigida a la CE, en la que se recogen sugerencias para la clarificación y especificación de las previsiones legales en materia de “costes indebidos” de UCITS y AIFMD, de tal manera que se facilite la supervisión del cumplimiento de las obligaciones de las Gestoras de IIC para evitar que los inversores soporten tales costes.

Para ello, ESMA propone redacciones para su incorporación en UCITSD y AIFMD, a efectos de armonizar el concepto de “coste indebido”, a partir de la lista no exhaustiva de costes que los Fondos ya deben revelar de acuerdo con la normativa PRIIPS (Anexo VI, apartado I.I del Reglamento Delegado 2017/653). También prevé que se definan las condiciones para la exclusión o incorporación de nuevos conceptos en dicha lista.

Ahora bien, no hace referencia alguna a la elaboración de *benchmarks* por parte de ESMA (ni ninguna otra Autoridad Europea de Supervisión), indicando únicamente, como ya se ha señalado, que las autoridades supervisoras no son ni deben ser reguladores de precios (párrafo 23 de la Opinión).

En relación con lo anterior, ESMA indica que espera que la CE tenga en cuenta esta Opinión en el contexto de su Propuesta de RIS, publicada siete días más tarde.

III.2.10 Opciones regulatorias alternativas

Por todo lo anterior, los legisladores europeos deberían descartar cualquier opción regulatoria que se introduzca en el ámbito de la fijación de precios, y en su lugar abordar un calendario con distintas fases, a implementar con una secuencia lógica y previendo un plazo razonable y suficiente para cada una de ellas, que incluirían:

1. Una definición clara, en cada una de las normativas sectoriales, del cálculo, imputación y repercusión de los costes que cabe imputar a los productos financieros o a los clientes, armonizándolos a nivel comunitario y garantizando el *level playing field* entre productos y fabricantes.

En ese sentido, como ha señalado la propia ESMA en el contexto de los *Fondos de Inversión*¹⁴, urge armonizar a nivel europeo los conceptos por los que cabe imputar costes y gastos. Pues bien, venimos a llamar la atención sobre la necesidad de llevar a cabo una armonización que vaya más allá del subsector de IIC y, sirva, en la medida de lo posible, para el conjunto de productos financieros a que se refiere la RIS.

A tal efecto, podría partirse, como señala ESMA, del Reglamento Delegado PRIIPS (Reglamento Delegado 2017/653, modificado por el Reglamento Delegado 2021/2268).

¹⁴ Párrafos 20 y ss. de la Opinión.

2. Un marco homogéneo que permita la recopilación de datos por las ANC para su posterior reporte a ESMA, imprescindible para una cuantificación y definición clara de la situación de origen y de los objetivos de destino (algo que en la propuesta actual se echa en falta). En este marco se definirían las variables a considerar y los datos a informar, así como las categorías y subcategorías de productos que permitan una comparación homogénea y puedan servir de base a la recogida de datos.
3. Un procesamiento, análisis y difusión rigurosos de los datos y conclusiones por ESMA, que permita observar la evolución de las rentabilidades y costes de los productos a través de herramientas de información estadística apropiadas.
4. Fruto de todo lo anterior, identificación de los subsectores en los que, en su caso, puedan ser necesarias medidas adicionales y, de existir, centralizar las posibles futuras medidas en ellos. En ningún caso dichas medidas deberían cruzar la barrera de la intervención de precios. Más respetuoso con la libre competencia y con la naturaleza de las funciones de las ESAs sería que, en caso de superarse las dificultades metodológicas puestas de manifiesto en relación con el cálculo de los *benchmarks*, éstos, en lugar de funcionar como un límite de precios, pudieran ser informados a efectos comparativos, incluyéndolos junto con las cifras de coste reales, libremente elegidas por las entidades, de manera que sean los inversores los que valoren si el mayor o menor coste soportado está justificado por la rentabilidad y nivel de servicios obtenidos.

III.2.11 Otras consideraciones sobre el contenido del articulado

1. Circunscripción del ámbito de aplicación al cliente minorista. Pese a que la iniciativa surge en el ámbito de protección al cliente minorista y, en principio, las obligaciones de intervención en precios y *reporting* se limitarían a ese ámbito¹⁵, es necesario que la norma sea taxativa en cuanto a que las obligaciones solo son de aplicación en la operativa con cliente minorista. Esto es relevante, porque (i) el texto actual de la norma podría dar lugar a confusión en relación con las obligaciones relativas a los fabricantes de productos que parecerían aplicar también a la operativa para clientes profesionales y, en el caso del *reporting*, para clientes profesionales y contrapartes elegibles¹⁶; (ii) la mayor personalización y sofisticación de productos se da en el ámbito de clientes profesionales y contrapartes elegibles, por lo que su inclusión multiplicaría la complejidad del *reporting*. Incluso aclarado este punto, se debería valorar los posibles efectos indirectos en la fijación de los precios para clientes profesionales y contrapartes elegibles (muy vinculados en la práctica, como pueda ser en el caso de *Fondos de Inversión*). El efecto sería aún peor en los *Fondos de Inversión* dirigidos a clientes minoristas en los que el coste de gestión (asociado al cumplimiento de obligaciones con clientes minoristas) es mucho mayor.

¹⁵ Dada la definición de PRIIPs en el artículo 4(1) del Reglamento PRIIPs.

¹⁶ Respecto a la fijación del precio por los productores, el artículo 16-a(1) MiFID no limita expresamente la comparativa con el *benchmark* a los instrumentos dirigidos a minoristas, algo que sí hace el artículo 16-a(4) MiFID en la parte de distribución. Tampoco lo hace en el 16-a(2) MiFID – *reporting*, pese a que el artículo equivalente para los distribuidores (16-a(4)) MiFID sí lo hace. Además, el artículo 16a exceptúa determinadas obligaciones de gobierno de producto para la operativa destinada únicamente a contraparte elegible, pero no menciona entre los artículos exceptuados el 16-a(2)- *reporting*. Esto puede deberse a que considera que, por defecto, la obligación no es de aplicación con contrapartes elegibles (dada la definición de PRIIPs) pero, en base a una interpretación extensiva, podría considerarse que el *reporting* hay que hacerlo en todo caso.

2. La propuesta define el término “due costs”¹⁷ por lo que debería utilizarlo. Así, la propuesta define los requisitos para considerar un coste como debido, si bien, tras realizar esa definición, no vuelve a utilizar el concepto de “due costs”, recurriendo en su lugar a la utilización de dobles negativas, técnica que resta seguridad jurídica y parece evitar referirse a que, con carácter general, los costes son debidos y remuneran la legítima prestación de un servicio¹⁸.
3. Tratamiento de los productos que están en el mercado y aplicación de medidas correctoras. El establecimiento de *benchmarks* plantea dudas sobre su aplicación a los productos que estén en el mercado. De una lectura literal del nuevo artículo 14.1e de UCITSD parecería que, si durante la vida del Fondo se produce una desviación del *benchmark*, la SGIIC estaría obligada a dejar de comercializar el Fondo a inversores minoristas. Esto abre la puerta a múltiples incógnitas, como, por ejemplo, si el Fondo podría seguir funcionando (siendo comercializado únicamente a inversores profesionales) y qué sucedería con los actuales inversores minoristas participantes del Fondo, por citar solo algunas.

Por otra parte, se introduce una nueva letra e) en el art. 14.2 UCITSD¹⁹, habilitando a ESMA a facilitar criterios para determinar si los costes son justificados y proporcionados y para “adoptar las medidas correctoras a las que se refiere el párrafo 1e”, si bien dicho párrafo no contiene ninguna referencia a medidas correctoras, sino solo una prohibición de comercialización de Fondos cuyo coste se sitúe por encima del precio máximo fijado por ESMA, salvo justificación de dicha desviación.

Por ello, de mantenerse esta propuesta regulatoria se haría necesario la definición de medidas correctoras, así como la inclusión de un régimen transitorio para el caso de que el Fondo se desvíe del *benchmark* a lo largo de su vida, de manera que la gestora tenga margen para tomar las medidas correctivas que considere, en un plazo de tiempo razonable.

4. Finalidad del envío por la Comisión Europea de un informe al Parlamento Europeo y al Consejo sobre evolución de los costes y circunscripción del mismo a los Fondos de Inversión²⁰. No se entiende por qué este informe solo tiene por objeto los Fondos de Inversión ni por qué es la Comisión Europea la que debe enviarlo al Parlamento, cuando quien tendrá los datos serán las ESAs. No se aprecia qué valor añadido puede aportar la intervención de la Comisión Europea en la presentación de datos numéricos cuya fuente serán las ESAs. En su lugar, parece preferible la publicación por las ESAs de dicho informe, y su posterior remisión a la Comisión, al Parlamento y al Consejo. Por otra parte, se aprecia un error en el artículo al que se refiere la propuesta para establecer el plazo de envío de este informe, de manera que las referencias que se realizan en los nuevos apartados 4 del art. 14 UCITSD y del art. 12 AIFMD debe serlo al art. 6.2 (y no al 7.2) de la Propuesta de Directiva.

¹⁷ Art. 14.1a UCITSD: “The costs that comply with the following conditions shall be regarded as due:[...]” y equivalente 12.1a AIFMD

¹⁸ Así sucede hasta en 21 ocasiones, por ejemplo “costs are not undue” en lugar de “cost are due” o “undue costs are not charged” en lugar de “due costs are charged”.

¹⁹ Y similar en art. 12.3.b) AIFMD.

²⁰ Nuevo apartado 4 del art. 14 UCITSD y del art. 12 AIFMD.

III.3.- SOBRE LAS MODIFICACIONES QUE SE PROPONEN A LA REGULACIÓN DE PRIIPs

1. Extensión máxima del DFI

Teniendo en cuenta las limitaciones de espacio (3 hojas) que actualmente existen para el DFI de PRIIPs, sorprende que el Proyecto de Reglamento incorpore dos nuevas secciones o *dashboards* a su contenido, en concreto:

- la sección “*Product at a glance*” (para resumir y destacar la información sobre el tipo de producto de inversión, sus costes y el nivel de riesgo, el periodo de mantenimiento recomendado y, en su caso, si ofrece prestaciones de seguro) y,
- la sección “*How environmentally sustainable is this product?*”, para los productos sujetos a divulgación de información precontractual de acuerdo con SFDR, con el fin de proporcionar a los inversores minoristas un conjunto armonizado de información clave sobre el perfil de sostenibilidad del producto (Artículo 1.5.d).

Dada la limitación de espacio existente para incorporar las dos nuevas secciones, se considera necesario que las ESAs elaboren una plantilla que recoja en el límite de 3 hojas el contenido que debe recoger el DFI, incluyendo las dos nuevas secciones, con el fin de facilitar la adaptación de los DFIs.

2. Información sobre sostenibilidad

Para los productos sujetos a divulgación de información precontractual de acuerdo con SFDR, el Proyecto (art. 1.5.d) incorpora la sección “*How environmentally sustainable is this product?*” con el fin de proporcionar a los inversores minoristas un conjunto armonizado de información clave sobre el perfil de sostenibilidad del producto, basándose en la información ya existente sobre el producto. Esta sección sustituye la referencia a los objetivos medioambientales y sociales perseguidos por el producto de inversión en la sección “¿Qué es este producto?”, que queda suprimida (Artículo 1.5.c).

En concreto, la sección deberá incorporar:

- la proporción mínima de la inversión del PRIIPs que se asocia con actividades económicas calificadas como ambientalmente sostenibles con arreglo a los artículos 5 y 6 del Reglamento de Taxonomía, y
- la intensidad prevista de las emisiones de gases de efecto invernadero asociadas al PRIIPs de conformidad con el Reglamento Delegado 2022/1288 que modifica SFDR.

De este modo, la redacción vigente del Reglamento PRIIPs permite incorporar en el DFI información sobre “los objetivos medioambientales o sociales” que persigue el producto, mientras que la nueva redacción de la propuesta solo permitiría incluir la información medioambiental expresamente indicada (proporción mínima de inversiones e intensidad prevista de emisiones), impidiendo la incorporación de:

- información medioambiental diferente a la expresamente exigida o,
- información referente a los objetivos o características sociales.

Por este motivo, se recomienda que la referencia a los objetivos medioambientales o sociales que actualmente se contempla en PRIIPs se mantenga, permitiendo a los fabricantes de productos dar a conocer otras características u objetivos de inversión medioambiental o social que, en su caso, pudiera tener el producto financiero. En este sentido, se recuerda que el hecho de que no exista, por el momento, una Taxonomía social, no debería invisibilizar en el DFI de PRIIPs inversiones con sesgo de sostenibilidad diferentes de las medioambientales.

3. Suscripciones periódicas

Se considera necesario incorporar en el Proyecto de Reglamento una modificación del artículo 13.4 del Reglamento PRIIPs de manera que se aclare que el término “operación sucesiva” engloba tanto el concepto de “suscripción periódica” como el de “suscripción adicional sobre la misma IIC” de manera que en ambas situaciones, el DFI se facilitará antes de la primera operación y se indicará dónde encontrar las futuras versiones revisadas de dicho DFI.

4. Excluir de la elaboración y revisión del DFI a los PRIIPs que no están a disposición de los inversores minoristas

Actualmente, el artículo 10 del Reglamento PRIIPs dispone que el productor del PRIIPs examinará periódicamente la información contenida en el DFI, revisará el documento en caso de que tal examen ponga de manifiesto que se necesitan modificaciones y la versión revisada se facilitará rápidamente.

En su apartado 2, letra b, el Reglamento PRIIPs ya preveía el desarrollo mediante RTS de las condiciones en las que deberá revisarse el DFI.

El Proyecto de Reglamento (Artículo 1.6 a). modifica este apartado b para incluir como objeto de desarrollo por RTS las condiciones en las que debe revisarse el DFI, distinguiendo entre los PRIIPs que siguen estando a disposición de los inversores particulares y los que ya no lo están.

Si bien se agradece que se tenga en cuenta en la normativa aquellos PRIIPs con periodo de comercialización cerrado, no se entiende necesario el desarrollo mediante RTS de distintas condiciones a tener en cuenta a la hora de revisar el DFI distinguiendo entre los PRIIPs que siguen estando a disposición de los inversores particulares y los que ya no lo están; sino que sería suficiente con destacar que no será necesario facilitar el DFI cuando el PRIIPs deje de ponerse a disposición de los inversores minoristas y por tanto, tampoco será necesaria su revisión, salvo que se vuelva a comercializar, en línea con lo indicado por la Comisión Europea en interpretación del Reglamento²¹.

²¹ En este sentido, la Comisión Europea, en su Comunicación de 7 de julio de 2017, con Orientaciones sobre la aplicación del Reglamento PRIIPs ya indicaba expresamente (apartado 12):

“Ofertas cerradas a 31 de diciembre de 2017

III.4.- CALENDARIO

Un punto de especial preocupación es el calendario para la implementación de la RIS.

Todas las propuestas normativas que componen la RIS contemplan la entrada en vigor a los 20 días de su publicación en el DOUE y la aplicación de dichas normas 18 meses después de su entrada en vigor (en el caso de las propuestas con rango de Directiva, con un plazo de transposición de 12 meses desde la entrada en vigor). Así se recoge en los arts. 6 de la Propuesta de Directiva y en el art. 2 de la Propuesta de Reglamento.

Sin embargo, todas ellas contemplan a su vez desarrollos de nivel II que son imprescindibles para la determinación de sus elementos esenciales y cuyo conocimiento por las entidades condiciona la posibilidad de adaptación. La concreción del calendario de elaboración de estos desarrollos se sujeta a diversas técnicas:

- En algunos casos, se establece un plazo explícito de **4 años** desde la entrada en vigor para su adopción por la Comisión Europea, que comienza a contar en la fecha de entrada en vigor de la Directiva (arts. 112.a.2 UCITSD y 56.1 AIFMD).
- En otros casos se establece un **“plazo indefinido”** para su adopción por la Comisión Europea (art. 89.2 MIFID II).
- Por último, en el caso de PRIIPs se establece un plazo explícito de **1 año** desde la entrada en vigor para el envío por las ESAs a la CE de los proyectos de normas de desarrollo (art. 8.5 PRIIPS)

Las modificaciones que se plantean conllevarán cambios de implementación muy considerables a nivel de sistemas, comercialización, políticas, contratos y costes. Por ello, consideramos que dichos deberían ser sustancialmente más amplios.

Dada, por otro lado, la ambición de la propuesta (alcance, profundidad y complejidad), el Comité considera que el debate entre los legisladores debe ser exhaustivo y producirse sin precipitación para poder analizar detenidamente las implicaciones de los cambios que se proponen.

Por ello, se propone que el inicio de aplicación de la norma, en todos los casos, se produzca 18 meses después de que se hayan publicado los desarrollos de nivel II, manteniendo así el espíritu original de la Propuesta de condicionar el momento de inicio de aplicación a los 18 meses, pero contados desde que haya sido publicado el marco normativo completo (nivel II incluido).

No será necesario un documento de datos fundamentales cuando un PRIIP deje de ponerse a disposición de los inversores minoristas a partir del 1 de enero de 2018 y las modificaciones de los compromisos existentes únicamente estén sujetas a las condiciones contractuales acordadas antes de esa fecha.

Cuando dichas condiciones contractuales permitan la salida del PRIIP, pero tal producto deje de ponerse a disposición de otros inversores minoristas después del 1 de enero de 2018 tampoco será necesario un documento de datos fundamentales”.