

Respuesta del Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores al Call for Evidence relativo a la futura Recomendación de la Comisión Europea sobre cuentas de ahorro e inversión

I. INTRODUCCIÓN

El pasado 10 de junio se publicó el Call for Evidence (en adelante, **CfE**) relativo a una futura Recomendación de la Comisión Europea (en adelante, **CE**) sobre las cuentas de ahorro e inversión.

Esta medida se enmarca en el contexto de la Unión de Ahorros e Inversiones¹ (en adelante, **SIU**), pieza clave de la estrategia europea para “*aprovechar la enorme riqueza de ahorro privado en Europa para invertir en innovación, en las transiciones limpia y digital, en defensa y en otras prioridades claves de la UE*”. La finalidad es explorar alternativas de diseño de una cuenta que, por su composición, facilidad de uso, simplicidad y tratamiento fiscal estimule la participación de los inversores minoristas en los mercados de capitales.

El Comité Consultivo de la CNMV (en adelante, el **Comité**) agradece la publicación de este CfE y la oportunidad de trasladar su opinión al respecto. Asimismo, valora muy positivamente el renovado interés de la CE en impulsar los mercados de capitales y en fomentar la participación en ellos de los inversores minoristas.

Como reflexión previa, el Comité recuerda que, para alcanzar estos objetivos, es fundamental que las medidas a implementar no sólo recaigan sobre el lado de la oferta, como viene siendo la práctica reciente (mediante la regulación intensiva, tanto de los instrumentos financieros como de los servicios financieros a través de los que éstos se distribuyen y de las entidades financieras que los prestan), sino también sobre el lado de la demanda. Para ello, son tres las palancas fundamentales:

- **Incentivos fiscales**, como herramienta esencial de política pública para estimular y modificar comportamientos o situaciones.
- **Fomento de las pensiones complementarias**, con medidas clave como la **adscripción automática (auto-enrolment)**².
- **Educación financiera**.

Con respecto a los incentivos fiscales, la hoja de ruta de la Unión de Ahorros e Inversión (en adelante, **SIU**) no contempla ninguna medida específica, más allá del encargo al Comisario de Clima, Cero Emisiones Netas y Crecimiento Limpio, Wopke Hoekstra, de “*identificar soluciones innovadoras para un marco fiscal coherente para el sector financiero europeo que ayude a integrar el sector financiero de la Unión, facilitar las operaciones transfronterizas y fomentar la digitalización y la innovación*”³.

¹ Comunicación de la Comisión Europea sobre “*Unión de Ahorros e Inversiones: una estrategia para impulsar la riqueza de los ciudadanos y la competitividad económica en la UE*” (COM 2025-124 de 19 de marzo de 2025).

² La adscripción automática (también conocida como auto-enrolment) es un mecanismo que fomenta el ahorro para la jubilación, ya que supone que las personas quedan automáticamente incorporadas a un sistema de pensiones de empleo, a menos que ejerciten de forma expresa su derecho a darse de baja (opt-out). El auto-enrolment se aplica mayoritariamente en el ámbito de los sistemas de pensiones de empleo, y es reconocido por la OCDE como un mecanismo esencial para el desarrollo de la previsión social complementaria.

³ Carta de Mandato de la Presidenta de la Comisión Europea (1- diciembre-2024), p. 7, disponible en https://commission.europa.eu/document/download/eab354d1-64d2-450f-8ed4-eb3d42661974_en?filename=mission-letter-hoekstra.pdf

Con respecto al fomento de las pensiones complementarias, la SIU contempla la publicación de una Recomendación no vinculante sobre sistemas de adscripción por defecto (auto-enrolment) a sistemas de pensiones de empleo⁴, prevista para el cuarto trimestre de 2025. Para ello, el 13 de junio, la CE ha lanzado una consulta pública sobre pensiones complementarias, cuyo objetivo en materia de auto-enrolment tan solo se limita a elaborar una Recomendación que destaque las mejores prácticas que pueden aplicar los Estados miembros, tras reconocer que las competencias nacionales y el diseño del sistema general de pensiones no permiten propuestas políticas únicas para todos los Estados miembros⁵.

Con respecto a la educación financiera, la SIU prevé la publicación de una comunicación sobre la Estrategia UE de alfabetización financiera.

Del mismo modo, el objetivo del presente CfE en materia de cuenta de ahorro e inversiones también es la emisión de una Recomendación no vinculante.

Como se observa, ninguna de las medidas previstas tiene carácter vinculante, debido a las limitadas competencias de armonización que los Tratados contemplan en estos ámbitos y que dificultan la posibilidad de alcanzar a través de iniciativas europeas una mayor participación de los inversores minoristas en los mercados de capitales. Ello no es óbice para que este Comité Consultivo considere acertado y bienvenido el intento de avanzar en esta línea, con las herramientas de las que se dispone.

Por último, y como cuestión preliminar, se advierte que, dado que la comunicación sobre SIU se refiere a cuentas o productos, a lo largo de este documento, y tanto si se trata de una cuenta como de un único producto, se emplea de manera genérica el término **“solución de inversión”**.

En efecto, el término «cuenta» puede dar lugar a confusión. En la medida en que se considera que la iniciativa pretende llegar a un público amplio, atender a los diversos perfiles, preferencias y necesidades de los inversores y crear un efecto multiplicador a través de la competencia y la innovación, se propone sustituir el término «cuenta» por otro más neutro, como solución de inversión, que refleje la variedad de posibles proveedores de la solución de inversión.

En caso de que se mantenga el término "cuenta", debería aclararse que puede ser suministrada por diferentes proveedores, en particular las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, las entidades gestoras de fondos de inversión y de pensiones y las entidades aseguradoras.

⁴ En España existen diversos instrumentos de previsión social complementaria, tanto de pilar 2 (ocupacional) como de pilar 3 (personal), que incluyen planes de pensiones de empleo e individuales articulados en fondos de pensiones y otros productos del ámbito asegurador, como los planes de previsión social empresarial y los planes de previsión asegurados. Por simplicidad, la referencia en este documento a previsión social complementaria o planes de pensiones debe entenderse referida a todos estos instrumentos en su conjunto.

⁵ EC Targeted Consultation on Supplementary pensions, disponible en:
https://finance.ec.europa.eu/document/download/27b3d8e4-9a02-4e93-859c-80944e1fa359_en?filename=2025-supplementary-pensions-consultation-document_en.pdf

II. OBSERVACIONES GENERALES

A continuación, se formulan las respuestas a los aspectos introducidos por la CE en el CfE, que se estructuran en torno a las siguientes seis consideraciones:

1. Definición de objetivos cuantitativos concretos asociados a esta iniciativa y de su forma de medición

Dado el papel central que la nueva CE está atribuyendo a la participación de los inversores minoristas en los mercados de capitales, parece necesario que las medidas que se propongan tengan objetivos cuantitativos y cronológicos explícitos.

Sin embargo, en las últimas iniciativas sobre esta cuestión se echa en falta una cuantificación que permita valorar, a priori, la ambición de las medidas, así como revisar, a posteriori, su grado de éxito. Revisión que además está expresamente prevista por la CE para su realización antes de junio de 2027⁶.

Con frecuencia, esta fijación de objetivos concretos se viene supliendo por una comparativa con la situación de los mercados estadounidenses, que, por sus diferencias estructurales y el muy distinto papel del Estado en la provisión de servicios esenciales como pensiones, sanidad y educación, no puede suponer la referencia principal para Europa.

Así sucede también en este CfE, que se hace eco del reciente análisis del BCE, según el cual, si los hogares de la UE ajustaran su ratio depósitos-activos financieros a la de los hogares estadounidenses, podría redirigirse un volumen de hasta 8 billones EUR hacia inversiones a largo plazo o un flujo de unos 350 000 millones EUR anuales.

Sea éste u otro el objetivo a alcanzar debería establecerse explícitamente, sin necesidad de comparación con EEUU, y señalarse qué indicadores se van a emplear para su medición, ya que el CfE se refiere a una lista heterogénea de indicadores, desarrollada en su día para medir los avances de la Capital Markets Union (CMU), y cuya actualización debería someterse también a consulta.

Por otra parte, la fijación de los objetivos cuantitativos y del horizonte temporal ayudarían a definir mejor el mejor diseño de la solución de inversión propuesta.

Teniendo en cuenta que las prioridades políticas de la CE están marcadas para el periodo 2024-2029 y que, según se recoge en la comunicación de la SIU, *“La UE tiene grandes necesidades de inversión, que el informe Draghi estima en 750 000-800 000 millones EUR adicionales al año de aquí a 2030. Esta estimación se ve afectada aún más por el aumento de las inversiones en defensa que deben realizarse en el mismo plazo”*, parece claro que una parte fundamental del público objetivo cuyos recursos financieros se quieren movilizar hacia los mercados de capitales son las cohortes de población de cierta edad (como se explicará más adelante, mayores de 45 años, y más intensamente los de 55 años en adelante), lo que debería tenerse en cuenta en el diseño de la solución de inversión. Esta cuestión se trata en mayor detalle en el Apartado III.

⁶ Comunicación de la Comisión Europea sobre Unión de Ahorros e Inversiones (19 de marzo de 2025): «La Comisión publicará una revisión intermedia de la Unión de Ahorros e Inversiones a más tardar en el segundo trimestre de 2027. Esta revisión ofrecerá un balance de los avances logrados y reflejará las aportaciones recibidas de este ejercicio de sensibilización y colaboración» (p.20).

2. Equilibrio adecuado entre financiación bancaria y financiación a través de mercados de capitales

La financiación bancaria cumple un importante papel y la preferencia por la liquidez y seguridad que supone el mantenimiento de cuentas y depósitos también responde a una elección legítima de los ahorradores. Así lo reconoce el propio CFE, al señalar que los depósitos bancarios de minoristas hicieron posible la concesión de préstamos, que supusieron el 50,43% de la financiación recibida por las empresas no financieras en 2023.

La CE señala también que la financiación bancaria no es adecuada para todas las necesidades de inversión, refiriéndose expresamente a las de *“empresas jóvenes e innovadoras, que requieren capital en lugar de deuda y representan inversiones con un nivel de riesgo relativamente mayor”*.

Dado que la CE reconoce el valor de ambos tipos de financiación (bancaria y mercados de capitales), pero considera inadecuada la distribución actual entre ambas, sería positiva, en línea con lo señalado en el apartado 1 anterior, una mayor concreción de cuál es la ratio que se pretende alcanzar. La definición de un objetivo claro no es un paso suficiente, pero si necesario, para establecer las medidas apropiadas para conseguirlo y, por el contrario, la falta de claridad en la identificación puede llevar a decisiones y regulaciones que rápidamente deban ser cambiadas.

3. El paso de ahorrador a inversor

El ahorrador prioriza la seguridad y la liquidez, mientras que el inversor asume riesgos de distinta intensidad para lograr rentabilidad a largo plazo.

Vale la pena recordar que, en el caso español, el suelo del 35% en efectivo y depósitos se ha mantenido firme a pesar del largo período de tipos de interés negativos, lo que, al menos parcialmente, obedece a una preferencia legítima por la liquidez y la seguridad o, a sensu contrario, a la aversión, tanto a la iliquidez como al riesgo de mercado.

Siendo el objetivo de esta solución de inversión el de transformar en financiación directa a empresas europeas (vía acciones, bonos, fondos, etc.) una parte de los 11,63 billones EUR (31,01%) que actualmente los ciudadanos europeos mantienen en efectivo y depósitos (ESTAT, datos de 2023), cabe preguntarse qué medidas pueden contribuir a que esta transformación se realice de una manera ordenada y sin empujar hacia el rol de inversores a perfiles meramente ahorradores.

En opinión de este Comité Consultivo, este cambio requiere de una mejora de la educación financiera, del establecimiento de incentivos fiscales potentes y del acompañamiento a los inversores mediante servicios de inversión de valor añadido, siendo especialmente importante estos dos últimos (incentivos y servicios) si además se quieren conseguir resultados en el corto plazo.

A estos efectos, se recuerda, entre otros avances positivos, como, tras el intenso esfuerzo de adaptación a la normativa MIFID II, se ha conseguido que el 75% del patrimonio de los fondos de inversión que se distribuyen en España, y que cuentan con más de 5,3 millones de partícipes (solo en fondos nacionales), lleguen al inversor final (minorista en un 63%) a través de servicios de asesoramiento y gestión discrecional. A ello se une el notable crecimiento que la participación de los minoristas a través de mercados de capitales ha tenido en España, a través de fondos de inversión, que ya suponen el 45% del PIB (54% si se añaden los fondos de pensiones), lo que apunta hacia logros que es importante preservar.

4. El paso de inversor a inversor en Europa

El CfE facilita un ejemplo cuantitativo sobre el coste de oportunidad para el ahorrador europeo de haber mantenido un depósito en lugar de haber invertido en mercado de capitales. Así, de acuerdo con datos de ESMA, una hipotética cartera de OICVM de renta variable habría ofrecido un rendimiento anual del 6,7 % en el periodo 2014 y 2023.

Estas rentabilidades son consistentes con las rentabilidades de los fondos de inversión españoles, las cuales, concretamente para la vocación inversora renta variable estadounidense y tomando este mismo periodo de diez años, ascienden hasta el 10,36% anual⁷.

Se trae esta cuestión a colación porque, atendiendo al interés en que gran parte de las inversiones que se realicen en el marco de la SIU se destinen a financiar las prioridades europeas, así como a la preocupación sobre el destino de importantes flujos de capital europeos hacia otras economías de fuera de la UE⁸, debe subrayarse que la decisión de asignación de las inversiones, tanto en términos sectoriales como geográficos, se debe realizar desde la libertad de elección y con base en las expectativas de crecimiento, por lo que si se quiere influir en esta decisión y modificar las tendencias, los incentivos fiscales son una palanca imprescindible, mucho más apropiada que la imposición de obligaciones normativas en términos de establecimiento de cuotas de inversión obligatoria en determinadas tipologías de activos o sectores.

5. El necesario desarrollo de la previsión social complementaria

Si se quiere fomentar la participación de los inversores minoristas en los mercados de capitales, es imprescindible impulsar la previsión social complementaria. Esta consideración se realiza desde una doble perspectiva:

- a) Por una parte, los datos estadísticos muestran con claridad la correlación positiva entre la participación de minoristas en los mercados de capitales, el nivel de competencia financiera de los ciudadanos y el impulso de los sistemas de pensiones complementarios.

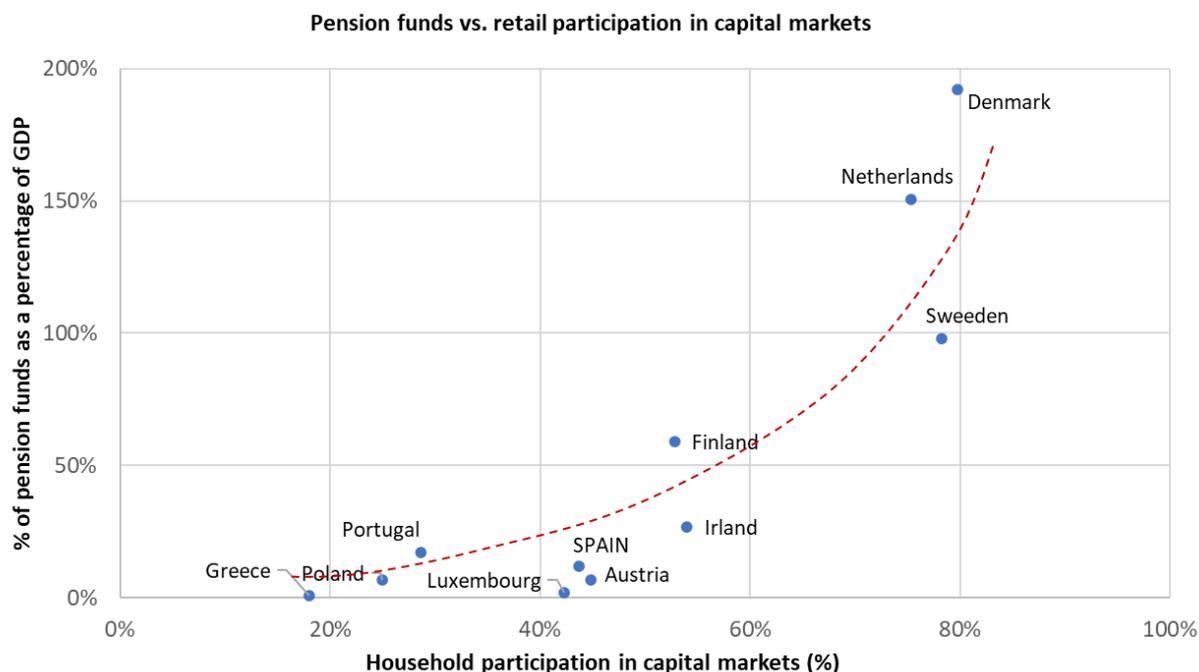
Así se muestra en el siguiente gráfico, elaborado con datos de la CE y la OCDE⁹, donde Dinamarca, Países Bajos y Suecia son los tres países con mayor presencia de minoristas en mercados de capitales y con mayor peso de los fondos de pensiones sobre PIB. También son

⁷ Informe anual 2023 INVERCO (p.16), disponible en <https://www.inverco.es/archivosdb/ahorro-financiero-de-las-familias-iics-y-fp-2023.pdf>.

⁸ Orientaciones políticas de la Comisión Europea para el periodo 2024-2029: “Haremos frente a la fragmentación de nuestros mercados financieros, que hace que 300 000 millones de euros de los ahorros de los hogares europeos de la UE se transfieran cada año a mercados extranjeros” (p. 14).
https://commission.europa.eu/document/download/e6cd4328-673c-4e7a-8683-f63ffb2cf648_es?filename=Political%20Guidelines%202024-2029_ES.pdf

⁹ Para la participación minorista en los mercados de capitales se ha utilizado el indicador 22 definido por la Comisión Europea para medir la evolución de CMU, y que recoge el porcentaje de inversión de los hogares en bonos, acciones cotizadas, fondos de Inversión, fondos de pensiones y seguros respecto al total de activos financieros, que figura en la relación de datos anexa al CfE. Para el porcentaje de Fondos de Pensiones sobre PIB, se han utilizado los datos incluidos en OCDE-Pension Markets in Focus (2023).
https://finance.ec.europa.eu/document/download/60d966f8-8f3a-4133-a852-de7d6978e387_en?filename=240719-capital-markets-union-indicators_en.pdf

estos mismos tres países (Países Bajos, Suecia y Dinamarca) los que presentan mayores competencias financieras entre sus ciudadanos¹⁰.



- b) Por otra parte, resulta muy difícil concienciar a los ciudadanos y lograr una implicación generalizada de las entidades financieras en el fomento de la inversión a largo plazo en los mercados de capitales, cuando el discurso y el tratamiento fiscal hacia los instrumentos que cumplen por antonomasia la función de ahorro previsional, como son los Fondos de Pensiones, se ha ido empeorando de manera sistemática en algunos países.

En el caso de España, se recuerda que desde el ejercicio 2000 se ha modificado la legislación fiscal de los sistemas de previsión social complementaria en diez ocasiones, todas ellas para reducir los límites de aportación o empeorar el tratamiento de las aportaciones, contribuciones y/o prestaciones.

La última reforma comenzó sus efectos en 2021, asociada al componente 30.R.5 del Plan de Recuperación Transformación y Resiliencia remitido por España en el marco de los Fondos Next Generation. La estrategia anunciada era reducir los incentivos fiscales a los sistemas de previsión social individual para trasvasárselos a los sistemas de previsión social de empleo, con el objetivo de extender estos últimos entre una gran parte de la población ocupada. Sin embargo, desde que se puso en marcha esta medida, la reducción del límite de aportación a los sistemas de previsión social individuales hasta los actuales 1.500 euros ha impedido que 10.000 millones de euros de aportaciones a planes de pensiones individuales (más sus correspondientes rentabilidades) se hayan incorporado a la futura pensión complementaria de los ciudadanos, y cada año que esta medida se mantenga, la cifra de ahorro perdido aumentará en 2.800 millones de euros. Esta enorme reducción no se ha visto compensada por un crecimiento en el ámbito de los sistemas de empleo según los resultados proyectados, como se muestra en el siguiente cuadro, en el que se recoge la situación de partida cuando se empezó a debatir la Ley 12/2022, de 30 de junio, de Impulso de los planes de pensiones de empleo, la situación actual y los objetivos que la propia Ley se marcó.

¹⁰ Monitoring the level of financial literacy in the EU. Flash Eurobarometer 525 (July 2023), <https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/2953>

| | Planes de pensiones de empleo Patrimonio y partícipes | | |
|--------------------------|--|--------------------------|-------------------------------|
| | Situación a 1-ene-22 | Situación a 31-dic-24 | Objetivos de la Ley a 2030 |
| Patrimonio (% sobre PIB) | 3,11% | 2,4% | 9% |
| Partícipes (millones) | 1,98 | 2,88 | 13 |

6. Los incentivos fiscales y las realidades nacionales

Aunque el discurso de la UE referente al ahorro y la inversión financiera es ahora más estimulante que nunca, las necesidades de recaudación de varios Estados miembros y la dirección de algunas de las medidas recientes en materia de ahorro no invitan al optimismo.

A ello se suman las dificultades que a nivel nacional afrontan algunos Estados para sacar adelante reformas normativas, así como el sentido que recientemente han tenido dichas reformas, cuando han sido posibles. En el caso español, la legislatura en curso tan solo ha logrado aprobar 24 normas con rango legal (117 en la legislatura anterior), de las cuales la única modificación fiscal ha sido la Ley 7/2024, de 20 de diciembre, que, además de establecer un impuesto adicional a las entidades financieras, incrementa el tipo de gravamen aplicable a las rentas del ahorro obtenidas por las personas físicas.

Por ello, sería contraproducente un desarrollo de los aspectos financieros de la solución de inversión que obligue a las entidades proveedoras de la misma a acometer costosas inversiones para su creación y operabilidad, si no existe un suficiente grado de compromiso o margen de maniobra por parte de los Estados miembros para impulsar su empleo mediante incentivos fiscales suficientes.

III. EL DISEÑO DE LA SOLUCIÓN DE INVERSIÓN

Resulta difícil formular observaciones sobre cuál debería ser el diseño de la solución de inversión, dado que éste está indisolublemente asociado a los incentivos fiscales que se establezcan, y éstos, de llegar a existir, serán diferentes en cada Estado miembro y no parece que vayan a conocerse hasta una fase más avanzada.

En este sentido, y aunque solo han transcurrido algunas semanas desde el lanzamiento de la etiqueta “Finance Europe”, promovida por varios países europeos (Alemania, España, Estonia, Francia, Luxemburgo, Países Bajos y Portugal) en el seno del European Competitiveness Lab, por el momento no ha trascendido ningún incentivo fiscal asociado a su empleo ni plan para su establecimiento.

Dado que la CE se interesa concretamente por determinados puntos del diseño de la solución de inversión, se procede a contestarlos uno a uno, si bien la respuesta debe interpretarse de forma agregada, en el bien entendido de que:

- Ninguno de los requisitos de diseño, por si solos, son en opinión de este Comité suficientes para estimular una mayor participación de los inversores minoristas.
- La imposición de requisitos, más o menos exigentes, solo tiene sentido si la realización de las inversiones que los cumplan lleva aparejada incentivos fiscales suficientemente atractivos. De lo contrario, la autolimitación de las inversiones a dichos requisitos tan solo apelaría a un sentimiento de pertenencia y compromiso con la UE, que si bien es ahora más fuerte que nunca¹¹, podría no ser suficiente.

1. La posibilidad de acceder a una amplia variedad de productos a través de la cuenta

En opinión de este Comité, la solución de inversión debería ser lo más amplia y abierta posible, permitiendo que la misma pueda ser suministrada por diferentes proveedores (entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, gestoras de fondos de inversión y de pensiones y entidades aseguradoras) e incluir instrumentos financieros de diversa naturaleza, incluyendo los que cita expresamente el CfE (acciones, bonos y fondos de inversión) y otros que se establezcan.

Además, resulta imprescindible, en aras de la simplicidad, que la solución de inversión pueda articularse directamente a través del uso o la adaptación de productos ya existentes en los mercados nacionales, que cumplan por si mismos los requisitos que se establezcan, sin necesidad de crear una nueva solución de inversión a nivel europeo. En este sentido, y dado que se está apelando al ahorro del inversor minorista, los fondos de inversión y de pensiones y los seguros de ahorro se presentan como una clara respuesta, en la medida en que, además de los requisitos que se establezcan, presentan características específicas de gestión profesional, transparencia,

¹¹ Eurobarometer (March, 2025): “More than ever, people appreciate what they get from Europe: 74% think that their country benefits from EU membership - the best result ever recorded since this question was first asked in 1983». Abstract : “The survey shows that Europeans have high expectations from the EU in its role to protect them against global challenges and security risks. Large majorities are looking for an EU that protects them by focussing on security, defence, and the economy. There is wide agreement among EU citizens that EU Member States should be more united to face current global challenges and that the European Union needs more means to deal with the challenges ahead. Citizens are also increasingly aware of the benefits that come with EU membership and see a more important role for the European Parliament. The impacts of inflation and rising cost of living are a major concern, with significant shares of EU citizens expecting their living standards to decrease in the coming years”.

diversificación y supervisión que los convierten en instrumentos especialmente aptos para el paso de ahorrador a inversor al que se alude en el apartado II.3 anterior.

Concretamente, en lo relativo a Fondos de Inversión, debería establecerse con claridad la aptitud de UCITS y FIA, incluyendo los ELTIF, siempre con sujeción a los propios requisitos de acceso a minoristas que los propios vehículos establezcan.

2. La admisibilidad de los productos accesibles mediante una cuenta de ahorro e inversión

Se entiende que este requisito se refiere a la aptitud de las inversiones subyacentes, en función de cuestiones como su tipología, ubicación geográfica, sector de actividad o período de mantenimiento.

En este sentido, y en tanto en cuanto haya un incentivo fiscal suficiente que justifique la sujeción de las inversiones a ciertos requisitos (frente a la alternativa de invertir en lo que se desee, que es la situación general), se considera razonable el enfoque adoptado por la etiqueta “Finance Europe”, que en resumen supone:

- Flexibilidad para que los Estados miembros usen o adapten los productos ya existentes a nivel nacional, sin necesidad de crear una nueva solución de inversión a nivel europeo. En opinión de este Comité es importante que se generen nuevas masas de ahorro/inversión y que la aplicación sea a nuevos flujos de inversiones, y no a los preexistentes, evitando que se produzca una reasignación del ahorro/inversión ya existente en otros productos, lo que resultaría en un juego de suma cero.
- Los activos tienen que ser, al menos en un 70% europeos (entendiendo por europeo el Espacio Económico Europeo). Esto se determinará en función del domicilio social, administración central o principal centro de negocios de los emisores. En el caso de los fondos de inversión, el criterio se aplicará a nivel de los subyacentes en los que se invierta (look-through), y no del lugar de la autorización y/o registro del propio fondo. El cumplimiento con este umbral se debería comprobar, como mínimo, cada 6 meses.
- Sin requisitos específicos de inversión por sectores. Esta es una cuestión que resulta especialmente relevante, como se puso de manifiesto con motivo de los debates previos al lanzamiento de la etiqueta “Finance Europe”, ya que la referencia a la financiación de las prioridades de la UE en determinados ámbitos (como energía o defensa) parecía apuntar hacia una especialización en este tipo de inversiones, que finalmente se descartó.
- Posibilidad de establecimiento de un periodo de mantenimiento mínimo. En el caso de la etiqueta “Finance Europe”, y dentro de la flexibilidad contemplada en su definición, se sugirió un período mínimo de cinco años.

Por otra parte, la identificación de los productos admisibles debe estar clara, sin necesidad de realizar interpretaciones ni acudir a proveedores de datos. Por ejemplo, mediante autodeclaración. Una alternativa a considerar para esta identificación es la creación de un registro de subyacentes aptos.

3. El acceso sencillo a las cuentas y a las inversiones, también a través de medios digitales

Las observaciones a este punto se dividen en dos bloques, sencillez y digitalización, puesto que ambos requisitos no se traducen en las mismas medidas, sobre todo para determinados colectivos.

a) Sencillez

Este Comité considera que es fundamental encontrar el balance adecuado entre protección al inversor y sencillez en el acceso y operativa de todas las soluciones financieras, tanto de las que ya existen como de las que puedan desarrollarse en el futuro (incluyendo la que es objeto de este CfE).

Para ello existe un significativo margen de mejora con respecto a la situación actual, que está siendo:

- Objeto de una consulta por ESMA¹² (Call for Evidence On the retail investor journey: understanding retail participation in capital markets), a la que este Comité ha enviado comentarios.
- Debatida en el marco de la negociación en trílogos de la Estrategia Europea de Inversión Minorista (RIS, por sus siglas en inglés), donde la CE ha presentado, a solicitud de los legisladores europeos, una propuesta específica de simplificación de la experiencia inversora.

Dado que las consideraciones que se puedan hacer sobre la necesidad de simplificar y hacer más sencillo el proceso de inversión, tanto para el inversor como para la entidad financiera que presta el servicio, son de aplicación general y no solo a este supuesto, en este punto el Comité se remite a su respuesta a la consulta de ESMA (también de carácter público).

b) Digitalización

En lo relativo a los medios digitales, el CfE asocia estrechamente el éxito de la solución con los diseños basados en interfaces digitales (*“En los ejemplos más exitosos, dichas cuentas son fáciles de utilizar y se diseñan con interfaces digitales que dan acceso a una amplia gama de productos de inversión...”*).

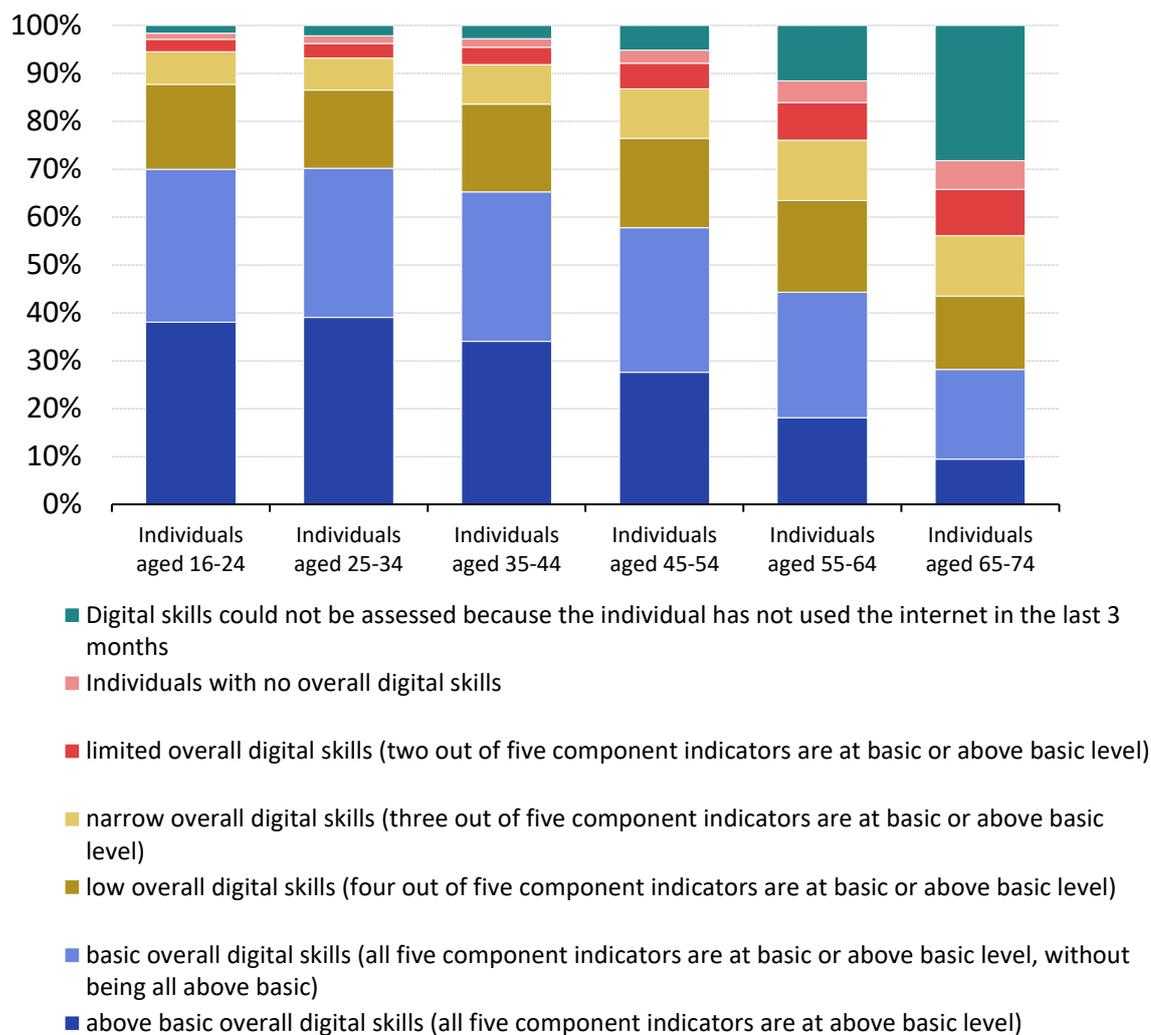
Este Comité comparte la valoración de la interacción digital, y, en definitiva, la tecnología, como factor crucial en la prestación de servicios de inversión, facilitador de la experiencia inversora e imprescindible para determinadas cohortes de población. Sin embargo, el interés en el buen fin de la solución de inversión objeto de análisis requiere un diseño que sea apropiado para el público al que prioritariamente está destinada esta medida, lo que hace preguntarse si, en este caso, es la tecnología el factor diferencial.

En este sentido, se facilitan a continuación algunos datos estadísticos que muestran la correlación negativa entre competencias digitales, por una parte, y tenencia de inversiones financieras y edad, por otra, según los cuales:

¹² <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/call-evidence-retail-investor-journey-understanding-retail-participation>

- Competencias digitales y edad: Cerca del 60% de la población de más de 55 años carece de competencias digitales básicas. Este porcentaje supera el 75% entre los mayores de 65 años. El porcentaje de individuos que presenta una competencia digital básica o superior apenas supera el 40%, de los cuales más de una cuarta parte ni siquiera ha entrado en Internet en los últimos 3 meses¹³.

Digital skill levels by age group, EU, 2023
(% of individuals)

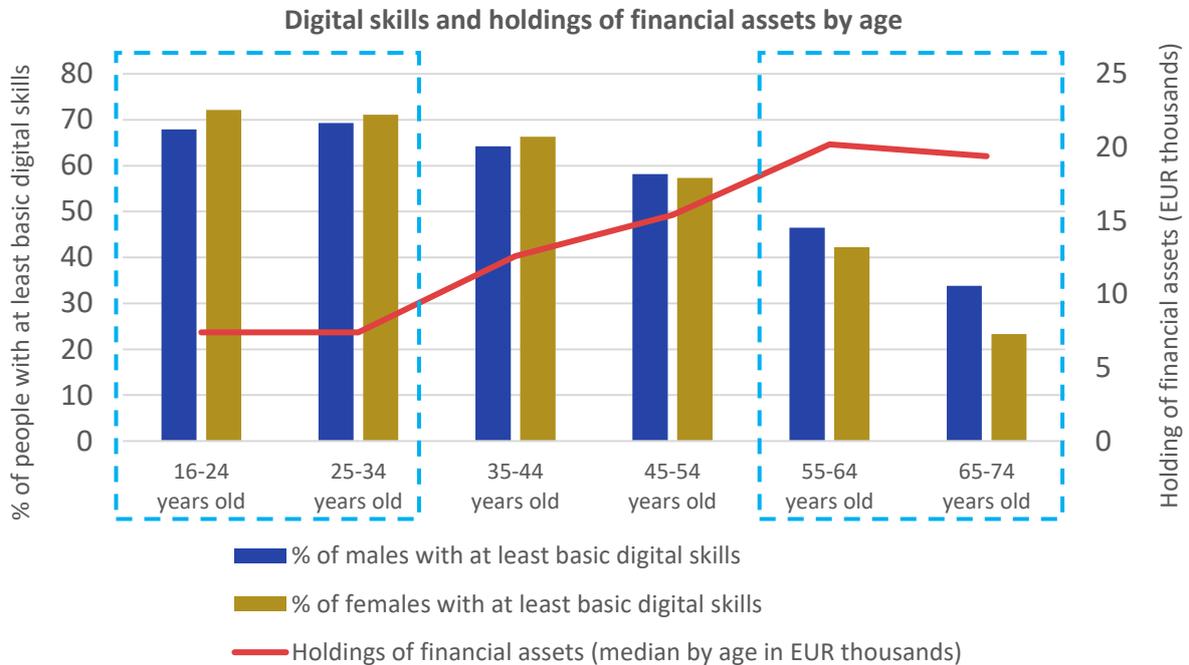


- Tenencias de activos financieros y edad: El Household Finance and Consumption Survey del Banco Central Europeo desglosa las tenencias de activos financieros por tramos de edad (última edición de julio de 2023), mostrando con claridad una mayor acumulación de activos financieros a medida que la edad aumenta¹⁴.

¹³ Digital economy and society statistics - households and individuals, disponible en: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Digital_economy_and_society_statistics_-_households_and_individuals

¹⁴ Disponible en: https://www.ecb.europa.eu/home/pdf/research/hfcn/HFCS_Statistical_Tables_Wave_2021_July2023.pdf?0515e108613e1e4d0e839e816e9f07b8

El siguiente gráfico pone en relación ambas estadísticas y muestra la correlación negativa antes señalada, de modo que en un extremo se encuentra un grupo de población joven, nativa digital, pero con un volumen de recursos muy limitado para invertir, y en el otro un segmento de población de mayor edad, con unas competencias, preferencias y usos digitales mucho más limitados, pero con un mayor volumen de recursos.



Por ello, reconocer en el uso de herramientas digitales un gran facilitador de la experiencia de inversión, no equivale, en opinión de este Comité, a considerar que la mejor manera de que actuales depositantes se conviertan en inversores en mercados de capitales sea a través de plataformas digitales, en particular si los objetivos de movilizar flujos de inversión para atender las prioridades europeas son de corto plazo, como parece ser el caso.

4. La portabilidad fácil y asequible de la cuenta a otros proveedores

Según indica la CE en su CfE, *“La portabilidad de las inversiones entre cuentas de ahorro e inversión a un coste mínimo dentro del mismo territorio también podría aumentar la competencia entre proveedores de cuentas e incentivarlos a reducir las comisiones de custodia y transacción. De manera más general, la competencia en la provisión de cuentas de ahorro e inversión y en la ejecución de órdenes podría mejorar la oferta global y los resultados para los clientes minoristas en términos tanto de costes como de variedad de opciones”.*

La referencia a la portabilidad parece configurar la solución de inversión de este CfE como una entidad única integrada por todos los subyacentes, susceptible de transmisión en bloque entre proveedores, de modo que, o bien los subyacentes se puedan modificar dentro de un mismo proveedor, o bien se puedan mantener estables, pero modificando la entidad a través de la que se adquieren o conservan éstos.

Aunque en la actualidad la movilización de valores entre entidades (cambio de custodia) ya se realiza, de acuerdo con las exigencias de la normativa europea y con sujeción a los procedimientos

y tarifas establecidas para cada tipo de activo, la posibilidad de generalizar estas movilizaciones depende de varios factores, como son:

- Los activos que finalmente se consideren subyacentes aptos.
- El alcance de las licencias de los distintos tipos de operadores.
- Las diferencias en los procedimientos operativos aplicables a cada tipo de instrumento.

Además, en función del tratamiento fiscal que se otorgara a esta solución de inversión, podría resultar necesario que la historia fiscal de los subyacentes (entradas, salidas, fechas y valoraciones) fuese almacenada y compartida entre las entidades financieras participantes. Se desconoce la viabilidad técnica de esta alternativa, pero a priori parece altamente complejo y se ha descartado en el pasado, debido a las diferencias en la operativa, sistemas de soporte, participantes e interconexión entre ellos para cada tipo de instrumento.

En consecuencia, la portabilidad, en función de la configuración y el tratamiento fiscal asociado a esta solución de inversión, reviste una gran complejidad en su implementación técnica y jurídica, hasta el punto de que establecerlo como un requisito para su funcionamiento puede impedir su puesta en marcha.

Por otra parte, un diseño fiscal adecuado de la cuenta haría innecesaria esta portabilidad, en la medida en que, si de acuerdo con lo que se propone en el siguiente punto 6, se otorgase a esta solución de inversión un tratamiento fiscal por el que todas las inversiones subyacentes estuvieran exentas de tributación (hasta cierto límite, al estilo de las Investment Savings Accounts de Reino Unido), el cambio de subyacentes podría realizarse por el inversor de manera sencilla, mediante venta y posterior compra, sin necesidad de intervención (ni interconexión) de terceros.

5. Las condiciones previas y las limitaciones a la hora de proporcionar cuentas de ahorro e inversión a las personas que residan en otros Estados miembros con el fin de fomentar la competencia y las inversiones paneuropeas

Aunque es evidente que, desde una perspectiva europea, la portabilidad transfronteriza es una aspiración natural, en la práctica, a todos los obstáculos señalados en el apartado 4 anterior se vendrían a sumar otras barreras, como la ausencia de un mercado único, la distinta forma en que la operativa con instrumentos financieros se estructura en cada país y las intensas obligaciones fiscales que los proveedores de servicios deben cumplir con respecto a los clientes frente a la Administración tributaria.

Por tanto, se reiteran las cautelas expresadas en dicho apartado, recomendando descartar este objetivo o, al menos, posponerlo a una segunda etapa, pues una posición maximalista al respecto puede frustrar el éxito de la iniciativa, como así sucedió, entre otras causas, con el Producto Paneuropeo de Pensiones Personales (PEPP).

A estos efectos, se recuerda que uno de los principales obstáculos para el funcionamiento del PEPP fue la complejidad fiscal derivada de su carácter transfronterizo. La idea detrás del PEPP era ofrecer un sistema de ahorro para la jubilación que pudiera ser contratado en cualquier país de la UE y movilizarse fácilmente si el ahorrador se trasladaba a otro Estado miembro. Sin embargo, esto implicaba conocer y aplicar las normativas fiscales de cada país en lo relativo a sistemas complementarios de previsión social, muy distintas, complejas y, en muchos casos incompatibles, lo que hizo inviable su puesta en marcha.

6. La simplificación y las ventajas fiscales de las cuentas

De acuerdo con lo establecido en los apartados anteriores, se considera positiva la posibilidad de incorporar a la solución de inversión diversos tipos de instrumentos financieros, y al mismo tiempo se reconocen las dificultades para la modificación de su composición derivadas de la normativa fiscal.

A modo de ejemplo, una posible aproximación sencilla y fiscalmente favorable sería el establecimiento de una exención fiscal total a los rendimientos y plusvalías asociadas a las inversiones que se realicen, hasta un cierto importe (que podría modularse en cada país, según sus circunstancias), aplicable sólo a las nuevas entradas de inversión que se produzcan en la solución de inversión, manteniendo el resto de las inversiones sujetas a sus regímenes fiscales actuales (tanto las inversiones preexistentes como el exceso de nuevas inversiones elegibles realizadas sobre el límite exento de impuestos).

Por ejemplo, si dicho límite anual se fijara en 30.000 euros, esto implicaría que, a partir de la entrada en vigor, todas las inversiones que se realicen en activos elegibles hasta alcanzar dicho importe (a valor de adquisición), quedarían integradas en esa solución de inversión, y, por tanto, exentas de tributación, siempre que se cumplieran el resto de los requisitos que finalmente se establezcan (en materia de tipo de activo, ubicación geográfica, período de mantenimiento, etc.).

En todo caso, y al margen de los avances que puedan producirse, tanto a nivel europeo en el diseño de la solución, como en cada uno de los Estados miembros, en caso de que un régimen fiscal llegara a preverse, este Comité considera esencial que éste:

- Sea voluntario para los inversores. El inversor siempre debe tener la libertad de elegir si quiere beneficiarse del régimen fiscal que pueda establecerse para esta solución de inversión o, por el contrario, mantener el régimen fiscal propio de las inversiones individuales que esté realizando (por ejemplo, porque no le interese mantener el producto durante el periodo mínimo de tiempo que, en su caso, se establezca).
- No empeore los regímenes fiscales existentes aplicables a los productos de ahorro/inversión actualmente existentes. Debe prestarse especial atención a que la presente iniciativa redunde, en todos los casos, en una mejora de los marcos fiscales existentes para los productos de ahorro/inversión actualmente existentes en los distintos países. Para ello es necesario que la Recomendación incluya un mensaje claro sobre la necesidad de que las reformas que se incorporen en el futuro, a raíz de esta u otra iniciativa, nacional o comunitaria, deben estimular, y no penalizar, el ahorro y la inversión.

7. Cualquier otro incentivo o aliciente para abrir una cuenta de ahorro e inversión

En este último apartado, este Comité hace hincapié en dos aspectos.

a) Voluntariedad de uso

La ausencia de incentivos fiscales, unida a la rigidez y alto nivel de exigencia en su diseño, explicaron en gran medida el nimio resultado del PEPP. Por ello, resulta fundamental que el diseño de esta solución de inversión se realice desde la voluntariedad, con libre acceso y configuración por los inversores y libre ofrecimiento y configuración por los proveedores, en los términos que se mencionan a continuación:

- De libre acceso por los inversores: Un inversor debe poder elegir entre canalizar sus inversiones a través de esta solución de inversión o mantenerlas, como hasta ahora, al margen.
- De libre configuración por los inversores: La solución de inversión debe permitir a los inversores configurar su solución de inversión en función de sus preferencias, dirigiéndose a aquellos proveedores cuya oferta las satisfaga.
- Libre ofrecimiento por los proveedores: Con independencia de sus características finales, en caso de ser viable la puesta en marcha de la solución de inversión requerirá desarrollos técnicos muy exigentes y costosos, por lo que cada proveedor financiero debe tener la posibilidad de elegir si poner o no esta solución a disposición de sus clientes, en función de las dificultades de implementación y de las expectativas de éxito, intrínsecamente asociadas a los incentivos fiscales que, en su caso, se establezcan.
- Libre configuración por los proveedores: Tanto en lo relativo a las inversiones subyacentes a incluir en la solución de inversión como a los posibles servicios que la solución puede proveer. En este sentido, dado que las entidades financieras no tienen obligación de incluir en su catálogo de productos y servicios todas las alternativas del mercado y que los inversores tienen libertad de elección de proveedor, también en sede de esta solución debe existir libertad de configuración, de modo que no todo lo que resulte apto deba ser incorporado por cada uno de los proveedores.

Por ejemplo, una entidad especializada en la recepción, transmisión y ejecución de órdenes en mercado puede ofrecer esta solución con subyacentes acciones, pero no necesariamente con Fondos que no comercializa y, a sensu contrario, una Gestora de IIC o una entidad aseguradora puede ofrecer esta solución con Fondos de Inversión, pero no con acciones sobre las que su programa de actividades no le autoriza a operar.

Del mismo modo, la solución de inversión debe admitir carteras predefinidas que, bajo el formato de gestión discrecional de carteras u otros formatos, puedan estar prediseñadas y ser rebalanceadas por las entidades proveedoras de la solución de inversión, facilitando y abaratando el acceso a inversores minoristas menos interesados o preparados para tomar personalmente las decisiones de inversión.

b) Flexibilidad

Promover la simplificación y reducir la burocracia y las cargas administrativas es fundamental para que esta iniciativa tenga éxito. Así, para que esta solución de inversión alcance sus objetivos, además de contar con fuertes incentivos fiscales, debe ser fácil de aplicar, por lo que debe ser sencilla y evitar cargas burocráticas adicionales. Para ello, deben combinarse:

- Una definición clara y un fácil acceso a los datos sobre el concepto de inversión europea y los activos subyacentes elegibles.
- Un marco de gobernanza sencillo.
- Un diseño operativo y compatible con lo que ya existe.