

**CONTESTACION DEL COMITÉ CONSULTIVO DE LA CNMV A LA CALL FOR EVIDENCE
DE ESMA ACERCA DEL “RETAIL INVESTOR JOURNEY”**

Q1: What are the key reasons why many retail savers choose not to invest in capital markets and instead keep their savings in bank deposits? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

El Comité considera que hay un cúmulo de elementos que llevan a esta realidad. Algunos son circunstanciales, como recientes episodios de volatilidad en los mercados o los tipos de interés altos que han hecho los depósitos más atractivos en tiempos recientes, y algunos otros elementos son más estructurales.

En cuanto a los aspectos más estructurales se pueden encontrar (i) menor disponibilidad de ahorro por preferencia en inversión en inmuebles, (ii) falta de educación financiera, que implica desconocimiento efectivo de los productos y de su liquidez y que pone de manifiesto el importante papel que juegan los intermediarios financieros en la explicación y promoción de estas inversiones (iii) perfiles de aversión al riesgo muy marcados, procedentes de una falta de cultura en este ámbito (iv) una elevada fiscalidad y en general una complejidad excesiva en el trato fiscal de las inversiones para los inversores y por último (v) todo el proceso de obtención de información, realización de tests, entrega de información, etc es percibido por los potenciales inversores como largo y complicado y no les atrae a invertir en valores.

En particular la falta de cultura del riesgo, - siempre desde una perspectiva prudente y adaptada a cada caso - es algo muy relevante.

Tampoco se observa un ambiente general – medios de comunicación, redes sociales, poderes públicos- que promuevan la inversión en valores como algo positivo, sino más bien se percibe en ocasiones una aproximación limitativa al respecto.

Esto último es muy relevante.

Q2a: To what extent do retail investors find investment products too complex or difficult to understand? Please select one of the following options and please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

- A major barrier to investment
- A moderate concern, but not the main factor
- A minor issue compared to other factors
- Not a concern at all

Se considera que, con carácter general, la inversión en valores es ciertamente más compleja de realizar que la contratación de un depósito, por ejemplo.

Esto es así percibido por los potenciales inversores.

Por eso es tan importante conseguir una simplificación de procesos como se apunta más adelante, sin perjudicar el principio esencial de protección del inversor.

También la educación financiera debe cumplir un papel en este aspecto, así como el importante papel que ya juegan los intermediarios financieros en la aproximación asequible a los potenciales inversores.

Q2b: For consumer associations: Based on your interaction with retail investors, are there particular types of investment products or product features that retail investors find especially difficult to understand? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Q3: Do past experiences with low or negative returns significantly affect retail investors' willingness to invest again? Please select one of the following options and please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

- Yes, negative experiences strongly discourage future investment
- Somewhat, but other factors (e.g., trust, risk appetite) play a bigger role
- No, past experiences with poor returns are not a major factor in investor decisions

El ambiente creado en el pasado, y reflejado en los medios de comunicación por determinados eventos, puede tener alguna influencia en el nivel de confianza de algunos potenciales inversores, pero es más relevante el perfil de aversión al riesgo y la falta de educación financiera y de conocimiento, como se ha expuesto más arriba.

Q4a: Do high fees and costs discourage retail investors from participating in capital markets? Please select one of the following options and please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

- Yes, fees are a major obstacle to investment
- Somewhat, but investors consider other factors as well
- No, fees are not a significant concern for most retail investors

Los costes no son percibidos como un elemento determinante en este ámbito. En España, en particular, no son altos en comparación con otros mercados, y los inversores entienden que la inversión en valores tiene costes.

En este sentido, la insistencia en las propuestas regulatorias centradas en que lo relevante es ofrecer inversiones con menores costes, proyectan un mensaje de costes elevados y baja rentabilidad- que en todo caso estará siempre vinculada al mercado y ello forma parte de la cultura de inversión en valores- mezclando en ocasiones rendimientos de productos no comparables.

Este tipo de mensajes así expuestos, no ayudan a la promoción de la inversión.

Q4b: For consumer associations: Do retail investors raise specific concerns about investment costs and fees? If yes, which ones? (e.g., are total costs clearly known by individual investors? Are fees perceived as too high? Are they considered unclear or difficult to compare? Do investors feel they get good value compared to the cost?) Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Q5a: Have you identified a lack of trust in investment service providers as a factor influencing retail investors' reluctance to invest? Please select one of the following options and please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

- A major factor
- A contributing factor, but not the main issue
- A minor factor compared to other concerns
- Not a factor at all

En general el nivel de confianza en las entidades es alto. Es en la elección de las inversiones concretas a realizar por cada inversor concreto, donde el papel del asesoramiento de los intermediarios financieros es relevante para los inversores.

Q5b: For consumer associations: What specific concerns, if any, do retail investors raise about investment service providers? (e.g., do they feel they receive biased advice? Are there concerns about transparency, trust, or conflicts of interest, or insufficient access to advice tailored to their needs?) Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Q6: Do retail investors feel they have adequate access to investment advice and relevant information when they encounter difficulties in understanding investment products? If not, what forms of support would be most helpful? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Los inversores tienen acceso al asesoramiento y la información y las entidades han realizado esfuerzos muy relevantes en materia de formación de sus redes y empleados, al respecto.

Sin embargo, dada la importancia que este tema tiene, debería tenerse en cuenta que el nivel de requisitos de procedimiento, documentación, información, etc están complicando la relación cliente-asesor y están operando como un elemento que dificulta significativamente la labor del asesor que debe estar más centrado en el asesoramiento en sí.

También en este ámbito debe tomarse una aproximación de simplificación.

Otra cuestión relevante es la retribución por el asesoramiento. Si se pretende promover el asesoramiento debe afrontarse este tema. No hay cultura de pago por asesoramiento, y adicionalmente este pago tiene un coste fiscal añadido.

Por otro lado, el régimen de limitación o prohibición de incentivos también afecta a esta posible retribución, incrementado el coste de asesoramiento.

Q7: Does investment advice provided to retail clients typically cover all types of investment products (e.g. shares, bonds, investment funds, ETFs), or are certain products rarely advised? If so, please explain which types of instruments are less commonly recommended and why. Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

No existe una limitación estructural en cuanto a qué inversiones se asesoran más que otras. En una parte relevante, esto depende del perfil del inversor y de su nivel de patrimonio.

Perfiles más complejos y con patrimonios más altos, incorporan más opciones de inversión. Perfiles de menor complejidad y menor patrimonio se centran de hecho más en fondos de inversión o renta variable.

Sin embargo, se considera muy positivo que se pueda incluir todo tipo de inversión en el asesoramiento, siempre dentro de los perfiles de idoneidad de cada inversor.

Q8a: To what extent does a lack of financial education or investment knowledge contribute to retail investors' reluctance to invest in capital markets? Please select one of the following options and please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

- A major barrier to investment
- A contributing factor, but not the main issue
- A minor factor compared to other concerns
- Not a factor at all

La pobre educación financiera es una de las causas principales.

Pero esto no solo incluye la educación a nivel individual – que se manifiesta necesaria incluso en personas con altos niveles de formación académica – sino que incluye también un tema muy relevante: la cultura, que se debe reflejar en medios de comunicación, redes sociales, y en general en un ambiente de cultura, también en los responsables públicos, de apoyo a la inversión en valores como algo positivo.

Q8b: For consumer associations: Based on your interactions with retail investors, what are the most common knowledge gaps that affect their ability to make investment decisions? Are there specific topics where more financial education could improve engagement? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Q9: For consumer associations: Based on your interactions with retail investors, do psychological or cultural factors – such as fear of losing money, distrust in financial

markets, or a preference for familiar products – play a role in retail investors' hesitation to invest? If so, which of these factors seem most important? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Q10: Are there any other significant non-regulatory barriers that discourage retail investors from investing in capital markets? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Como elementos identificados, en parte ya mencionados, están:

- La elevada fiscalidad de la inversión en valores, que además resulta extremadamente compleja a la hora de la gestión del impuesto de las personas físicas.
- La existente identificación de la inversión en inmuebles como algo más seguro.
- La falta de habilidades digitales en determinados sectores de la población, normalmente en personas con más edad, pero con niveles de capacidad económica para invertir.
- La necesidad de avanzar en una mayor simplicidad operativa que facilite el acceso, la comprensión y la participación de diferentes perfiles de inversor minorista. Esto, debe permitir asimismo una mayor participación de inversores jóvenes que buscan experiencias digitales más ágiles, simples y accesibles (Ver contestación a Q14a).

Q11: What role do digital platforms and mobile applications play in shaping the investor journey? Are there digital features or tools that have simplified the investment process or improved investor understanding and decision-making? Conversely, are there aspects that may complicate the experience for some retail investors? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Los accesos a la inversión se han simplificado notabilísimamente con los avances tecnológicos.

Tanto el acceso a inversiones, como el acceso a información o la realización de las inversiones se ha vuelto mucho más sencillo.

Hay dos aspectos, no obstante, que no deben dejar de tomarse en consideración:

- Hay personas que no tiene habilidades digitales, respecto de las que deben garantizarse otros mecanismos.
- Aspectos mas complejos, como el asesoramiento, requieren intervención de alguien que sea experto y debe prestarse atención a si este aspecto se cubre adecuadamente en ámbitos puramente digitales.

Q12: How effective do retail investors find the current mechanisms for filing complaints and obtaining redress when issues arise with investment products or services? Do issues with these mechanisms play a role in retail investors' hesitation to invest? If yes, which improvements can be made? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Los mecanismos y canales para la reclamación son sencillos y accesibles en España. Esto no es una limitación a la inversión.

Se debería promover por otro lado, una mayor trascendencia al hecho de que los inversores tiene la cobertura en toda la Unión Europea, de sistemas de garantía de inversiones que no son generalmente conocidos en cuanto a su existencia y alcance, como sí lo son en otros ámbitos y a cuya regulación eficiente también debe prestarse atención.

Recientes encuestas del FSCS (Financial Services Compensation Scheme) británico explicitan la relevancia que los inversores dan a la existencia de estos sistemas de garantía de inversiones a la hora de tomar decisiones de inversión.

Q13: What measures - whether market-driven or policy-driven - could help improve retail investor participation in capital markets? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

De todo lo contestado a las preguntas anteriores se desprenden algunas propuestas:

- Incremento de la cultura de inversión en valores. La concurrencia de medios de comunicación, redes sociales, autoridades públicas, etc es esencial en la difusión y promoción de una cultura que hoy no existe.
- Régimen fiscal favorable, tanto en niveles de fiscalidad no tan elevados, como específicos para el asesoramiento, y en materia de gestión del impuesto de personas físicas.
- Elevar los niveles de educación financiera.
- Simplificación de procesos, conforme se ha expuesto y se expondrá en preguntas posteriores, de forma que los intermediarios financieros puedan asumir su papel de promotores también de la inversión en valores.

- La introducción de medidas, en general, que promuevan la demanda.

Q14a: Do you believe that young investors are more attracted to speculative and volatile markets (e.g., cryptocurrencies) rather than traditional investments (e.g. investment funds)? If yes, what are the main reasons for this? Please select one or more of the following options and please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

- The expectation of high returns
- The perception of lower costs (e.g., no management fees, low transaction costs)
- The ease of access and fewer entry barriers compared to traditional investments
- A preference for decentralised, non-intermediated investments
- Influence from social media and online communities
- Distrust in traditional financial institutions and advisers
- Other (please specify)

Si bien se han marcado dos razones, esta realidad es más compleja e incluye, en último términos, de una manera u otra, todas las razones mencionadas.

Los inversores jóvenes tienen en general, menor aversión al riesgo y buscan en la inversión en criptos, rendimientos rápidos. Un inversor en valores busca formar y consolidar un patrimonio con niveles adecuados de riesgo.

Como razones que explican esta aproximación tenemos también las siguientes:

1. Accesibilidad e inmediatez

Las criptomonedas están integradas en entornos digitales y móviles, lo que reduce las barreras de entrada frente a productos tradicionales que suelen requerir cuentas bancarias o en ESI, documentación extensa o distintos intermediarios financieros.

Plataformas como Binance, Coinbase, Kraken o Bit2Me han nacido en un entorno digital que carece del *legacy* tecnológico y regulatorio de los bancos y las ESI y permiten operar en minutos. Estas plataformas tienen una excelente experiencia de usuario.

2. Umbral de inversión bajo

Es posible invertir desde muy pequeñas cantidades, en muchas ocasiones a partir de 10 euros, lo que es ideal para quienes no tienen grandes ahorros, entre otros, los jóvenes.

3. Expectativas de rentabilidad más agresivas

Frente a rentabilidades más modestas de acciones o bonos, las criptos ofrecen —al menos en apariencia— posibilidades de multiplicar la inversión rápidamente. Muchos jóvenes han entrado en el mercado y obtenido relavorizaciones- y también pérdidas- relevantes.

4. Academias e influencia de redes sociales y comunidades online

Por una parte, las plataformas cripto han montado sus propias Academias para dar a conocer la tecnología blockchain y las criptomonedas. Estas academias han formado con un lenguaje accesible y una orientación práctica a millones de jóvenes que han encontrado interesante este mundo y que les ha permitido adquirir conocimientos de los que carecen en las finanzas tradicionales.

Además, Reddit, Twitter, TikTok y YouTube han creado una cultura financiera alternativa, donde se promueven criptos, NFT y tokens de una forma cercana, amena y divertida.

Los jóvenes están expuestos a estos canales más que a fuentes tradicionales como asesores financieros o medios económicos especializados.

5. Desconfianza hacia el sistema financiero tradicional

Desde la crisis financiera de 2008, muchos jóvenes han crecido con una visión crítica hacia los entornos regulados, particularmente el bancario. Por el contrario, las criptomonedas se perciben como una parte de unas finanzas descentralizadas, transparentes y más libres del control institucional.

6. Conexión con nuevas tecnologías y movimientos culturales

Las criptomonedas están asociadas con tecnologías emergentes (blockchain, Web3, metaverso), lo que resuena con los intereses tecnológicos de las generaciones jóvenes.

Invertir en cripto es, por ende, una forma de participación cultural y de identificación con una narrativa de innovación y disrupción.

7.- Falta de educación financiera.

El resultado final conduce a inversiones más volátiles y arriesgadas sin ser consciente de ello. Esto es un reflejo de una falta de educación financiera también en los jóvenes.

-Todo lo anterior, con las necesarias adaptaciones, da una hoja de ruta para acceder —también en el ámbito de los valores- a los inversores jóvenes.

Q14b: For consumer associations: Based on your interactions with young investors, what factors most strongly influence their decision to invest in speculative and volatile assets like cryptocurrencies over traditional investment products? Are there particular expectations, misconceptions, or marketing tactics that play a key role? Do any of the following sources play a role in shaping young investors' decisions? Please select one

or more of the following options and please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

- Specialised journals and periodicals
- Finfluencers
- AI-generated recommendations
- Educational content from national competent authorities (e.g. podcasts, videos, social media)
- Other (please specify)

Q15a: MiFID II disclosure requirements aim to provide transparency and support informed investment decisions. In practice, do you believe these disclosures are helping retail investors engage with capital markets, or are there aspects - such as volume, complexity of content, lack of comparability, or format - that may reduce their effectiveness? Please explain your reasoning and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

La información que se da a los inversores es muy completa.

Sin embargo el nivel y complejidad de la información que se entrega a los inversores-folletos, disclaimers, etc- junto con la exigencia en ocasiones de que el cliente deba asumir la responsabilidad al firmar determinados documentos técnicos, si bien son aspectos diseñados para proteger al inversor, también generan en el inversor retail un efecto contrario de desconfianza.

Debe claramente avanzarse en una simplificación que esté más orientada al inversor.

Q15b: For consumer associations: Have retail investors reported difficulties in using MiFID II disclosures to support their investment decisions? Are there specific areas (e.g., costs, risks, product features) where excessive or unclear information makes investing more difficult? Have you observed issues with the presentation or format, or comparability, of disclosure materials that may affect how well investors engage with the information? Which disclosures (which specific information) do you consider genuinely necessary, regardless of specific legal requirements under MiFID II or other

sectoral legislation? Would alternative formats (such as visual aids or summaries) improve comprehension and decision-making? Please explain your reasoning and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Q15c: For firms: Have firms observed cases where retail investors disengage or hesitate to invest due to the volume, complexity, or presentation of disclosures? If so, what are the main factors contributing to this? Which disclosures and contractual documents do firms consider genuinely necessary, regardless of specific legal requirements under MiFID II or other sectoral legislation? Please explain your reasoning and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Sí que hay firmas que reportan que no es algo aislado que clientes desistan de invertir por la complejidad de todo el proceso.

Q16a: Do retail investors find the PRIIPs KID helpful in understanding investment products? Please provide details notably on the elements that are the most helpful and on ways to improve them. If not, are there alternative ways to protect retail investors that could be considered, while not increasing the volume of required disclosures.

Desde la perspectiva práctica, de la de información que recibe el inversor, el actual diseño del DFI:

- no resulta útil para el inversor minorista.
- debería avanzarse en un DFI único para todos los productos de inversión, sencillo y comparable que opere como benchmark.

Por lo que respecta a los elementos que podría mejorar el DFI sin aumentar la carga informativa:

- Claridad, estructura y utilidad del contenido
 - No introducir la sección "*Product at a glance*" propuesta en la RIS y cualquier información duplicada para evitar aumentar innecesariamente la extensión del DFI sin aportar valor añadido para el inversor.

-Respecto a la información sobre rendimientos, es necesario distinguir entre productos de categoría 2 (entre los que se encuentran los fondos de inversión y los seguros Unit-linked, entre otros) y los productos de categoría 3 (entre los que se encuentran productos estructurados y garantizados con rescate al valor de mercado de los activos).

En el caso de los productos de categoría 2, se propone utilizar la rentabilidad histórica, en lugar de los escenarios de rentabilidad, que no representan adecuadamente el comportamiento real de los fondos que dependen de la rentabilidad de los activos de su cartera, siguiendo así el modelo probado del marco DFI de UCITS.

En el caso de los productos de categoría 3 es necesario seguir utilizando los escenarios de rentabilidad, dado que estos productos no cuentan con una rentabilidad histórica.

-Eliminar advertencias genéricas "*You are about to purchase a product that is not simple and may be difficult to understand*", que no evalúan la naturaleza específica del producto por lo que no sólo no tiene ningún valor añadido para el inversor, sino que le disuade de invertir, en contraposición con el objetivo de la CE de reforzar la participación de los inversores minoristas en el mercado de capitales.

-Simplificación de la presentación del indicador de riesgo, mediante explicaciones breves y claras acompañando cada nivel (1 a 7).

- Mejora en la presentación y cálculo de costes

-Estandarización de los costes que componen cada una de las categorías (únicos, recurrentes, incidentales) para reforzar la comparabilidad.

-Exclusión o presentación separada del impuesto de sociedades del cálculo de costes ex post por tratarse de un coste indirecto que no es soportado directamente por el inversor y cuya inclusión, especialmente en periodos de alta rentabilidad, distorsiona la percepción de los costes reales y dificulta la comparación entre fondos.

-Revisar la metodología actual para calcular costes de transacción basada en el "precio de llegada" debido a su excesiva complejidad y a la falta de uniformidad en su aplicación, con umbrales de tolerancia que oscilan entre el 1% y 3%. Se propone establecer un marco armonizado a nivel europeo que defina un rango máximo recomendado (ej. $\pm 3\%$) y permita umbrales más conservadores para activos con características especiales (por ejemplo, activos ilíquidos, mercados emergentes, etc.).

- Formato, entrega y actualización del DFI

-Proporcionar por defecto en soporte electrónico, reservando el formato papel únicamente para aquellos casos en los que el inversor lo solicite expresamente, en línea con lo establecido por otras regulaciones europeas como MiFID II.

-Entrega del DFI únicamente en la primera suscripción, suprimiendo el requisito para suscripciones posteriores del mismo PRIIP, ya sea en modalidad periódica o no periódica.

-Exonerar de la actualización del DFI a los FIAs no dirigidos a inversores minoristas, y establecer un tratamiento consistente en los distintos Estados Miembros para los inversores “semiprofesionales”.

- Cautela ante la introducción de herramientas interactivas u obligaciones comparativas

-Se recomienda adoptar un enfoque prudente respecto a la incorporación de herramientas digitales interactivas u obligaciones de comparación entre productos dentro del DFI.

Si bien estas herramientas pueden tener un potencial informativo, también conllevan riesgos significativos, como la fragmentación de la información, la generación de expectativas poco realistas o la inducción a errores interpretativos por parte del inversor minorista.

Adicionalmente, su implementación podría suponer una carga desproporcionada para fabricantes y distribuidores, en particular para aquellas entidades de menor tamaño.

Por tanto, cualquier iniciativa en este sentido debería ser voluntaria, sujeta a estándares comunes y precedida de una evaluación de impacto adecuada.

Q16b For consumer organisations: Based on your experience, are PRIIPs KIDs made easily accessible to retail investors – for example, are they clearly available on firms’ websites or other relevant channels? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Q17: For firms: Do you measure investor engagement with KIDs and digital disclosures (e.g., click-through rates, reading time, or interactive tools)? Are these available in formats adapted to mobile-first environments? Please explain your reasoning and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Q18: Do retail investors find the costs and charges disclosures helpful in understanding the costs of investing? Please provide details notably on the disclosures that are the most helpful (e.g., total costs, illustration of cumulative effect of costs on return) and on ways to improve them. If not, are there alternative ways to protect retail investors that could be considered while not increasing the volume of required disclosures?

Los inversores se enfocan más el en retorno de la inversión y en los costes totales.

Q19: Do firms apply layering of information on costs on charges on digital platforms or in mobile applications (e.g., by showing only the total amount and percentage on the order screen, and all required information in a PDF)? Please provide details, also on the appreciation of retail investors of this application of layering.

Q20: Do retail investors find the quarterly statements helpful in keeping track of their investments? Please select one of the following options and please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

- Yes, it provides clear and relevant information
- Somewhat, but the frequency could be lower
- No, the information is usually readily available to the retail investor online and thus the statements do not have much added value
- Mixed views (please elaborate)

La información trimestral es consdierada útil para los inversores.

Sin embargo, en escenarios de relación con el cliente en formato digital, éstos reclaman en ocasiones instrumentos de información más cercanos al tiempo real.

Q21a: Do retail investors find the information on every 10% depreciation of leveraged instruments, or the portfolio value in case of portfolio management, helpful in keeping track of their investments? *Please select one of the following options and please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.*

- Yes, it provides timely and relevant information
- Somewhat, but the trigger for sending the information could be improved (e.g., when the performance of the portfolio is x% worse than the benchmark, if a benchmark has been agreed)
- No, this information may arrive at a moment of temporary market stress, triggering impulse-driven investment decisions at the wrong time.
- Mixed views (please elaborate)

La información en sí es interesante para el inversor.

Pero debe acompañarse de una explicación de las causas que entre otras cosas, impida que se tomen decisiones abruptas de desinversión en escenarios donde otras decisiones pueden ser más acertadas.

Q21b: If considered necessary, how could the 10% loss reporting be improved?

Hay que permitir que el inversor conozca el estado de su cartera, no solo con caídas del 10%.

Para ello se le pueden ofrecer diferentes opciones comerciales.

Q22: To what extent do questions and measures on customer due diligence in accordance with AML/CFT requirements create barriers that prevent retail clients to start investing? *Please select one of the following options and please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.*

- A major barrier to investment
- A contributing factor, but not the main issue
- A minor factor compared to other concerns
- Not a factor at all

Q23: Do questions and measures on customer due diligence in accordance with AML/CFT requirements affect the onboarding experience for retail investors? Are there particular steps in the process that cause delays or confusion? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Si bien se trata de un tema que debe cumplimentarse sin duda, en ocasiones la cumplimentación de cuestionarios puede ser percibida por los inversores con desconfianza o desagrado por su longitud.

Por otra parte, se reportan algunos supuestos de duplicidad, que no añaden seguridad al sistema y si carga burocrática, tanto para el inversor como para la entidad que presta el servicio.

Concretamente, en el ámbito de la gestión de UCITS, si bien algunas Gestoras comercializan directamente sus IIC, el sistema habitual es la comercialización a través de distribuidores (en algunos supuestos estos distribuidores a su vez establecen contratos con subdistribuidores), que son intermediarios financieros que tienen la condición de sujeto obligado por la normativa de prevención de blanqueo y que, por tanto, ya llevan a cabo el proceso de due diligence frente al cliente exigido por la normativa. En este supuesto, las Gestoras no tienen una relación directa con el cliente, ni información adicional relacionada con la transacción. La operativa y la ausencia de interacción con el cliente son las mismas con independencia de cuál sea el sistema de registro de los partícipes, esto es, si en el registro de partícipes figura directamente al partícipe, o si en el registro figura el intermediario en nombre y por cuenta de los partícipes (cuentas globales).

Incluso en el caso de que las gestoras comercialicen directamente, de acuerdo con la normativa española las suscripciones o adquisiciones de participaciones o acciones deberán efectuarse obligatoriamente mediante cheque nominativo librado a favor de la IIC, transferencia bancaria a favor de la IIC o mediante entrega en efectivo directamente por la persona interesada al depositario de la IIC, para su posterior abono en la cuenta de la IIC. Quiere esto decir que todas las suscripciones, sea cual sea la forma de comercialización, proceden obligatoriamente de un efectivo que ya está en el sistema financiero, y que por tanto ya se habrá sujetado al proceso de due diligence por un intermediario sujeto a las obligaciones de diligencia debida.

Esta circunstancia no se ha tenido suficientemente en el pasado, ni tampoco a futuro, en la redacción del Borrador de los Estándares Técnicos Regulatorios (RTS) a la hora de establecer cómo han de cumplir las Gestoras con sus obligaciones de due diligence en materia de prevención de blanqueo de capitales. Conforme a la redacción actual del artículo

21 RTS, no queda suficientemente clara la posibilidad de que las Gestoras apliquen en todo caso medidas de diligencia simplificada en lo referido a la identificación del cliente, precisamente basadas en el bajo nivel de riesgo que supone la distribución a través de un intermediario y que, en esencia, permiten cumplir evaluando al intermediario y estableciendo la obligación de éste de poner a disposición de la Gestora la información sobre clientes finales. El hecho de que las Gestoras puedan descansar en la diligencia debida llevada a cabo por el intermediario es fundamental desde el punto de vista de la experiencia inversora del cliente ya que permite no duplicar actuaciones, solicitudes de información, etc., que alargarían el proceso sin añadir ningún valor en materia de PBC, ya que serían una mera duplicación (y más limitada por el tipo de relación de la SGIIC con el cliente final) de lo ya llevado a cabo por el intermediario.

En cuanto a la información a recabar de los clientes, los artículos 2, 3 y 4 del borrador de RTS incluyen una información excesivamente exhaustiva que muchas veces no va a estar disponible, que tampoco supone un valor añadido en materia de PBC (ej: código postal, ciudad de nacimiento, etc.), y que sin embargo alarga y obstaculiza la experiencia inversora del cliente.

Q24: For firms and trade associations: to what extent do national tax regimes create barriers to offering investment services and attracting retail investors on a cross-border basis? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Por lo que respecta a la barreras derivadas de los regímenes fiscales nacionales a los inversores minoristas de otros Estados Miembros en IIC españolas, cabe realizar las siguientes consideraciones:

- a) Con carácter general, es imprescindible un marco fiscal que promueva el ahorro y que sea estable, de manera que el inversor pueda confiar en cuál será el tratamiento fiscal de sus inversiones, sobre todo en lo referido a inversiones a largo plazo.
- b) La normativa nacional en España, establece requisitos adicionales a los de la Directiva UCITS como el número mínimo de partícipes/accionistas que tienen una motivación fiscal y que suponen un obstáculo adicional a la creación en España de cierto tipo de Fondos, como los Fondos Institucionales.
- c) También es importante recordar que la falta de un régimen fiscal adecuado para los FILPEs (Fondos de Inversión a Largo Plazo) abiertos (equiparación con el tipo impositivo en la Ley del Impuesto de Sociedades aplicable al del resto de IIC

abiertas) ha determinado que no se constituyan en España (los pocos que existen son cerrados).

Tratándose de un vehículo de inversión que se quiere promover en la UE en el marco de la SIU por su capacidad para canalizar el ahorro hacia la inversión en la economía real y cuya finalidad es precisamente dar acceso al inversor minorista a un tipo de vehículo que puede generar mayores rentabilidades, resulta imprescindible establecer un régimen fiscal adecuado para este tipo de vehículo.

Por otro lado, la existencia de regímenes fiscales diferentes para unos valores y otros no ayuda tampoco.

Q25: To what extent do tax-related issues discourage retail investors from investing in investment products issued or manufactured in another Member State? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

En general el régimen fiscal es algo determinante a la hora de promover la inversión en valores.

Como se ha identificado más arriba, es preciso que haya incentivos fiscales, una gestión de los impuestos sencilla y también mantener el grado de seguridad jurídica preciso que garantice que no se alteran los regímenes fiscales para crear confianza en los inversores. Un ejemplo contrario a esta seguridad jurídica se ha producido en España en el ámbito de los fondos de pensiones.

Ejemplos así no deberían producirse en el ámbito de los valores.

Q26: For consumer organisations: Based on your interactions with retail investors, do they experience information overload when making investment decisions? If so, what are the main sources of this overload? Do regulatory disclosures, marketing materials and contractual documents support investor understanding, or do they contribute to the confusion? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Q27: For consumer organisations: Are there specific examples where the way information is presented – whether in regulatory disclosures, contractual agreements, or marketing material – makes it difficult for investors to focus on key elements such as costs, risks, or the nature of the service? With regard to marketing material, is the fragmentation of information across different documents or channels a material issue that affects investors' ability to fully understand what they are buying? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Q28: For firms and trade associations: Which steps do firms take to make investment service agreements (contracts) more accessible and understandable to retail investors? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Firmas reportan que hacen esfuerzos en este sentido, aún cuando el contenido de los contratos está legalmente determinado y, por tanto, no puede modificarse ni hacerse más sencillo de entender.

Este esfuerzo por parte de los intermediarios en hacer entender a los inversores tanto los valores y los servicios, como lo positivo de la inversión en ellos -dentro de los marcos de protección y aversión a riesgo correspondientes - es muy útil.

Q29: To what extent do retail investors find the process of regularly/periodically providing and updating personal and financial information for suitability assessments clear and workable? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Estos procesos de actualización son percibidos en ocasiones como innecesarios e intrusivos.

La natural evolución de una relación con un cliente debe ser considerada como información que actualiza el perfil del cliente y su entendimiento de la naturaleza del servicio que se presta, como el de gestión de carteras.

Q30: For consumer associations: Have retail investors raised concerns about the amount, frequency and type of information they are required to provide for the purpose of suitability assessments? If so, what are the main difficulties they face? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Q31: Are there any steps in the information collection process that could be simplified without compromising investor protection and the objective of this collection which is to propose suitable investments matching client profiles? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Se debería avanzar en una armonización entre entidades y simplificación de los test de idoneidad.

Al tiempo, se debería prever y permitir que parte de la información se obtenga de antecedentes que la entidad ya tiene acerca de un cliente por su propia relación o por información de terceros.

Q32: How do retail investors perceive the integration of sustainability preferences in suitability assessments? How has it impacted the investment advice/portfolio management services they receive? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

-Actualmente, uno de los elementos más complejos de la experiencia inversora es la integración de las preferencias de sostenibilidad en los procesos de asesoramiento y gestión discrecional de carteras.

-Para llevar a cabo dicha integración, es imprescindible abrir un diálogo real y comprensible con los clientes acerca de sus preocupaciones ambientales, sociales o de gobernanza.

Sin embargo, actualmente no existe un lenguaje común que conecte de forma coherente la información corporativa, la información del producto financiero (conforme al SFDR) y las expectativas del inversor minorista. Esta falta de armonización representa un obstáculo relevante para el encuentro entre la oferta y la demanda de productos sostenibles.

Los términos en los que se exigen las preferencias de sostenibilidad en el marco de MiFID II —porcentajes de inversiones sostenibles según la Taxonomía, el artículo 2.17 del SFDR, o la consideración de principales incidencias adversas (PIAs)— contrastan dramáticamente

con la manera en la que un inversor minorista – ciudadano de a pié- podría formular sus inquietudes en materia de sostenibilidad.

También resulta un hándicap que las categorías de productos del SFDR no estén alineadas con marcos como MiFID II (o IDD en seguros). Una alineación resultaría positiva para asegurar la integración con las preferencias de los inversores y para homogeneizar prácticas de comercialización.

Este desfase, unido a las controversias interpretativas y a los desarrollos técnicos excesivamente complejos o incluso todavía no resueltos en torno a conceptos como "consideración de PIAS" o "inversión sostenible", pone en duda la viabilidad de exigir un diálogo a este respecto con los clientes minoristas.

También la referencia a la Taxonomía resulta problemática. Esta herramienta, concebida como una herramienta en construcción ha presentado y todo indica que seguirá presentando limitaciones claras por la falta de información disponible. Es más, a la luz de lo propuesto en el paquete Ómnibus I, parece que perderá relevancia como base estructural de información de cara a una potencial clasificación para inversores minoristas, por lo que insistir en su uso podría ser erróneo y contraproducente.

-Por otro lado, la información precontractual y contractual que debe entregarse a los inversores es excesiva, técnica y de muy difícil comprensión. Todo ello genera confusión.

-Asimismo, no todos los productos proporcionan información sobre sostenibilidad con los mismos estándares.

-Se trata en suma, de un proceso complejo, costoso, y muy poco entendido por los inversores.

-Como elementos que pueden ayudar e mejorar este escenario, se debe mencionar que es necesario revisar y simplificar la información en materia de sostenibilidad, para:

- a) Destacar únicamente la información clave: Las plantillas de información precontractual y post contractual deberían centrarse en destacar únicamente los elementos clave, siguiendo el enfoque adoptado en el documento de datos fundamentales (DFI) de los productos PRIIPs.

En cualquier caso, la información recogida en las plantillas deberá adaptarse en su caso, a la eventual creación de categorías, lo que requiere repensar la utilidad de mantener regímenes de divulgación diferenciados conforme a los artículos 8 y 9 de SFDR.

- b) Eliminar contenidos redundantes y racionalizar tanto la extensión como el contenido de las plantillas de información sobre sostenibilidad.

Sería conveniente que la extensión no superase una hoja. Asimismo, se considera importante permitir referencias cruzadas dentro de las plantillas para evitar

repeticiones y la agrupación y consolidación de secciones con contenidos solapados o similares.

- c) Racionalizar las exigencias sobre información relativa a Principales Incidencias Adversas (PIAs), alineándolas con la información empresarial disponible y con el enfoque de materialidad de CSRD. La información bajo SFDR a nivel de entidad debería suprimirse y facilitarse, exclusivamente, en el ámbito de la CSRD. De este modo, se reduciría notablemente la información para los clientes minoristas.

Además, esta información debería ser exigible únicamente para los productos que realmente integran los PIAs en su estrategia (art.7.2 SFDR). Se ha de procurar que esta información resulte comprensible para el inversor minorista y que no dificulte la comprensión de la documentación, distrayendo la atención de la información verdaderamente relevante para el producto en cuestión.

Q33: For consumer associations: Have retail investors expressed concerns about the new elements related to the “sustainability preferences” and the way they are incorporated into the investment process (are they explained in an understandable way to clients)? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Q34: For firms and trade associations: Have firms observed cases where clients struggle to express their sustainability preferences in a meaningful way? How have these issues been addressed to help retail investors? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Q35a: Do retail investors find suitability reports helpful in understanding why a specific investment was recommended? In your view, do these reports add meaningful value for clients? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

No hay una percepción de que esta información a los clientes sea de especial utilidad o entendimiento para ellos.

Cosa diferente es que cada entidad sea capaz de explicar sus recomendaciones o decisiones de inversión ante cualquier pregunta.

Q35b: For consumer associations: Do you think suitability reports are a useful tool for the protection of investors and the prevention of mis-selling? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Q35c: For firms and trade associations: What steps have firms taken to ensure suitability reports are concise, clear, and valuable to retail investors? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Debe avanzarse en una simplificación en el ámbito de la regulación y en una mayor armonización de los test.

Asimismo, debe permitirse que parte de la información sea incorporada en la evaluación de la idoneidad conforme a información que la entidad ya tenga acerca del cliente.

Q36a: Do you believe the MiFID II appropriateness assessment helps ensure that retail investors understand the risks of the products they invest in? Please select one of the following options and please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

- Yes, it is an effective safeguard.
- Somewhat, but there is room for improvement.
- No, it is not particularly effective.
- Mixed views (please elaborate).

La percepción general es que no es particularmente efectiva, y requiere mejoras.

Q36b: For consumer associations: Have retail investors raised concerns about the appropriateness assessment? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Q37: Do current appropriateness rules and how they are applied by firms effectively address new types of services that combine payments, savings, and investment features? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Q38: Are educational tools used during the onboarding process for retail clients? In your experience, are these tools primarily aimed at improving financial literacy, or are they mainly used to justify client access to complex financial products? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Las diferentes herramientas de información a los clientes- presentaciones, estudios, contenidos periódicos- no solo en el proceso de onboarding, son muy útiles.

De hecho hay una percepción de que son incluso más útiles cuando no están vinculadas a un proceso de onboarding.

Q39a: Do you believe the current approach to assessing client knowledge and experience via the appropriateness test (i.e., going beyond self-assessment) creates any barrier to retail engagement in financial markets? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

La percepción es que sí crea incomodidad en el cliente, y cuando se le informa que no es apto para una inversión crea desafección también, aún cuando se le explique amigablemente.

Avanzar en una armonización de este test y permitir que las entidades puedan considerar la evaluación de la conveniencia con datos previamente conocidos del cliente, sería en este sentido, de utilidad.

Q39b: For consumer associations: Have retail investors raised concerns about how their knowledge and experience are assessed? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

Q40: Based on your experience, are there aspects of the crowdfunding investor journey that could be improved to better support retail investors, whether in terms of clarity, accessibility, or overall user experience? If so, please explain which aspects you would amend and why, including any suggestions for improvement.

Q41: Does the current regulatory framework strike the right balance between protecting retail investors and allowing them to take informed investment risks? Please explain and provide practical examples, or evidence drawn from experience, where available.

No se considera que sea así. La regulación es compleja y hay claros ámbitos de mejora y simplificación, en diversos sentidos y requisitos actuales, en parte mencionados en las contestaciones a esta consulta.

La permanente revisión y cambio del marco regulatorio tampoco ayuda a crear estructuras estables en la relación con los inversores.

Por otro lado, desde una perspectiva general, la experiencia de inversión debe ser ágil, comprensible, clara y funcional, de manera que se reduzcan las barreras para que los inversores que lo desean puedan invertir o recibir asesoramiento financiero.

En este sentido, debe evitarse caer en considerar que deban comercializarse tan solo los productos más baratos como parece que dan a entender algunas iniciativas regulatorias

(“cost-efficient”, haciendo uso de los términos que emplea la RIS) dentro de una lista de opciones adecuadas.

Esta exigencia ignora la diversidad de perfiles y necesidades individuales de los inversores y desvirtúa el principio de personalización del servicio, al reducir la decisión de inversión a un único criterio económico. Además, presupone erróneamente que existe una única solución adecuada para todos los inversores, lo cual es inexacto y potencialmente perjudicial.

Q42: Are there any aspects of the retail investor experience – whether related to firm practices or the regulatory framework – that are not sufficiently addressed in this consultation or in the current MiFID II rules? If so, please explain where changes in rules, or further supervisory attention or guidance may be helpful.

-Las normas de conducta acerca de la venta de productos financieros deberían de contenerse en reglamentos, y no en directivas como hasta la fecha, para poder avanzar de forma más eficiente hacia un mercado único.

Debería asimismo, limitarse y hacerse más armonizado el régimen de las guías y recomendaciones de nivel 3 de forma que las mismas se establezcan a nivel de la UE.

Las normas de conducta sobre la venta de productos financieros en la UE está fragmentada, ya que se basa en directivas transpuestas de forma desigual por los Estados miembros.

Esto genera disparidades significativas entre países, que dificultan la comercialización transfronteriza. El cliente recibe información diferente dependiendo del tipo de producto que compra y del país en que lo hace.

Se debería considerar, en este sentido, la adopción de un reglamento europeo único para la venta de productos financieros, sin posibilidad de “gold plating”. Esta norma incluiría disposiciones generales comunes y, si fuera necesario, reglas específicas por tipo de producto

-Por otro lado, debe señalarse que en ocasiones las barreras a la comercialización de productos derivan no sólo de la carga impositiva, sino también de cuestiones administrativas establecidas en la normativa fiscal, como por ejemplo:

- (i) Exigencia de NIF a inversores no residentes en la comercialización directa de IIC por las SGIIC (artículos 20 y 27 del Real Decreto 1065/2007, de 27 de julio).

Así, por ejemplo, es el caso en el que un inversor francés quisiera realizar, en ejercicio de la libre circulación de capitales, una inversión en una IIC española. Tendría, para ellos, que realizar un trámite

presencial ante la Administración tributaria española para obtener un NIF.

La facilidad en el acceso (o, a sensu contrario, las trabas administrativas existentes en cada país para la adquisición por no residentes de IIC domésticas) se convierten en un elemento competitivo diferencial para estimular (o impedir) el desarrollo de la actividad.

- (ii) Responsabilidad de la SGIIC en la comercialización de IIC españolas en el exterior mediante cuentas ómnibus.

El actual marco de exigencia de responsabilidad fiscal a las SGIIC establecido en la normativa es excesivo y es uno de los principales motivos de que en la práctica la comercialización transfronteriza de IIC casi no se haya desarrollado por las SGIIC españolas.

Debería incorporarse en los ámbitos regulatorios en general, el enfoque de identificación y eliminación de éstas y otras barreras regulatorias que puedan identificarse.