

## Seminario de Inverco “Estrategia de Inversión Minorista de la CE”

JOSÉ MARÍA MARCOS BERMEJO, DIRECTOR GENERAL DE ENTIDADES  
19 de septiembre de 2023

Agradezco a Inverco su invitación a compartir con ustedes la apertura de esta jornada. Creo que el seminario es muy oportuno en su doble vertiente: divulgativa (análisis regulatorio de la propuesta) y opinativa (mesa redonda con las asociaciones del sector sobre el impacto). Ambos son ámbitos relevantes, ya que resulta importante, tanto el conocimiento de las obligaciones futuras, como la anticipación de impactos, de manera que puedan tomarse decisiones estratégicas y evitarse aquéllos que no sean deseados por los legisladores.

Trataré, en la medida de lo posible, de dar en mi intervención una visión complementaria a la del resto de participantes, desde la perspectiva de la protección de inversor que es la función esencial de la CNMV.

### 1. Contexto y objetivos de la estrategia de inversión minorista de la CE.

La CE contextualiza su propuesta desde la constatación de un funcionamiento deficiente de la regulación europea para la protección del inversor que se traduce en: i) una baja participación del inversor minorista en el mercado de capitales si se compara con otras economías avanzadas, ii) altos costes pagados por los inversores minoristas frente a los soportados por inversores institucionales y iii) bajo nivel de confianza en el asesoramiento financiero recibido de los intermediarios.

El objetivo de la iniciativa es el de aumentar la participación de los inversores minoristas en los mercados de capitales, para ello se proponen cambios regulatorios que persiguen asegurar que el sector financiero busque el interés del inversor minorista y la consecución de sus objetivos financieros, poniendo para ello los intereses de sus clientes en el centro de sus decisiones. Ello facilitaría un cambio en la cultura de inversión de los minoristas, ya que, al tener más confianza en el atractivo, seguridad y costes de la inversión en mercados de capitales, dedicarían a ellos un mayor porcentaje de sus ahorros.

Para lograr dicho objetivo se proponen cambios legislativos muy ambiciosos que afectarían tanto al sector de valores como al de seguros y que alcanzarían a varias directivas y reglamentos (Mifid, IDD, UCITS, AIFMD, PRIIPs), modificando sus

contenidos en muchos ámbitos: conflictos de interés, gobierno de productos, información y comunicaciones comerciales, valoración de la conveniencia e idoneidad, formación de la red de ventas, refuerzo de la supervisión...

La propuesta de la CE debe ser aprobada aún por el Consejo y el Parlamento europeo por lo que puede sufrir cambios y, de aprobarse, no se prevé su aplicación antes de 2026.

## 2. Principales novedades de la estrategia de inversión minorista desde la perspectiva de la protección del inversor.

Con carácter general y desde la perspectiva del supervisor, creo que la propuesta de la CE merece una valoración global positiva al plantear mejoras que redundarán en una mayor protección del inversor y en el aumento de la confianza de éste en los mercados de capitales. Ello no quiere decir que no haya ámbitos en que la propuesta pueda mejorarse o convenga modificarla.

Si bien la iniciativa es muy ambiciosa y prevé muchas modificaciones respecto a la normativa vigente, voy a destacar únicamente las tres cuestiones que considero tienen mayor alcance desde el punto de vista del inversor minorista y con mayor impacto en la estructura de mercado:

- 1) Prohibición de percibir incentivos en ventas sin asesoramiento. La CE propone la prohibición de percibir incentivos en ventas no asesoradas, con la intención de alinear los intereses de las entidades con los de sus clientes. Se excluye la colocación y aseguramiento en primario de productos no PRIIPs y prevé una revisión de su eficacia a los tres años.

La eventual prohibición total de la percepción de incentivos es una de las cuestiones que más inquietud y oposición genera en el sector de inversión colectiva. La propuesta, al permitir la percepción de incentivos en el asesoramiento no independiente, evita uno de los efectos negativos más destacados por quienes se han venido oponiendo a la prohibición, que es precisamente la eventual desaparición del asesoramiento para los inversores de menor capacidad de ahorro. Por otra parte, la prohibición incluye también al sector seguros, por lo que tampoco cabe oponer efectos negativos en la competencia entre productos o sectores.

Es cierto, sin embargo, que esta medida tendría efectos relevantes en el mercado español de distribución de IIC, ya que una gran parte se comercializa mediante ventas no asesoradas que se retribuyen casi en su integridad vía retrocesiones (incentivos), por lo que los distribuidores deberían articular el cobro de un precio explícito a los inversores o, alternativamente, cambiar su modelo de distribución desde RTO a asesoramiento, si quieren seguir obteniendo su retribución vía incentivos.

Por lo tanto, de llevarse a término la propuesta de la CE, bien se reforzaría la transparencia o bien aumentaría asesoramiento, lo que, a mi juicio, sería un

ejemplo más de avance en la protección del inversor impulsado por la normativa, como ya lo fueron en su momento la valoración de la conveniencia e idoneidad (con Mifid 1), o el aumento del asesoramiento y de la arquitectura abierta (con Mifid 2).

- 2) “*Value for money*”. Con el objetivo de evitar costes indebidos para los PRIIPs, se incluyen obligaciones en el ámbito de la gobernanza de productos (Mifid) y en la determinación de precios de las IIC (UCITS o FIAs), exigiendo que sus costes estén justificados y sean proporcionados. Además, se establece la obligación de comparar los costes y rendimientos de los productos contra *benchmarks*, que debe desarrollar ESMA, de manera que no puedan lanzarse productos que se desvíen de dichos *benchmarks*, salvo que pueda acreditarse que los costes están justificados y son proporcionados.

Esta es probablemente la medida más innovadora de las incluidas en el paquete, y también una de las más contestadas por la industria, que ve en ella una intervención de precios que, además de ser contraria a la libre competencia, afectaría negativamente a la innovación y al lanzamiento de productos con mayor valor añadido, por lo que, en contra del objetivo perseguido, podría a su juicio disminuir la aportación de valor a largo plazo para los inversores minoristas.

La comparación de los costes y rendimientos de los productos contra sus *benchmarks* es sin duda una propuesta de gran relevancia y con la loable intención de reducir los costes cargados a los inversores maximizando su rentabilidad a largo plazo. Sin embargo, a las dudas conceptuales sobre su enfoque planteadas por el sector y por algunos supervisores, se añade que su implementación práctica resulta verdaderamente compleja en lo relativo al desarrollo de *los benchmarks*, por lo que habrá que ver cuál es su concreción final. Tal vez, un uso de los *benchmarks* sólo para los costes y enfocado exclusivamente a reforzar la transparencia (sin limitar los precios), pudiera resultar un enfoque más realista.

Al respecto, puede apuntarse un (lejano) antecedente doméstico en el ámbito de las IIC. En un comunicado de 2015, entre otras medidas de refuerzo de la transparencia, la CNMV indicó que valoraría la necesidad de incluir advertencias sobre los costes en los documentos informativos de aquellos fondos con objetivo concreto de rentabilidad en los que los costes imputados absorbieran una parte sustancial de los rendimientos de la cartera, de manera que el valor añadido para el inversor resultara cuestionable. En la práctica, la inclusión de advertencias ha sido absolutamente marginal, puesto que no se han superado los umbrales de costes establecidos y no parece que la medida (enfocada como eventual refuerzo de la transparencia) haya supuesto, ni siquiera indirectamente, una limitación de precios, pues las comisiones medias de los FI afectados están en la práctica bastante alejadas de los tales umbrales.

- 3) Refuerzo de la valoración de la conveniencia por las entidades. Esta propuesta no ha generado tanto debate como las dos anteriores, pero que a mi juicio supone una mejora relevante desde el punto de vista de protección del inversor, especialmente en un mercado como en el nuestro en el que, como ya he señalado, una parte

importante de la comercialización de IIC son ventas no asesoradas a iniciativa del distribuidor y, por lo tanto, las que debe valorarse la conveniencia.

La CE plantea que en la conveniencia las entidades no sólo valoren, como hasta ahora, si los conocimientos y experiencia de los clientes resultan adecuados para el producto que desean adquirir. Se añadiría a ello la exigencia de que también concluyan sobre si el inversor tiene capacidad para absorber las pérdidas del producto y éste encaja en su tolerancia al riesgo. Ello aumentará el valor añadido a los inversores, pues contarán con el juicio profesional del comercializador sobre la adecuación del producto en tales ámbitos por lo que no dependerán exclusivamente de su propio criterio y podrán adoptar decisiones mejor informadas.

Las tres cuestiones que acabo de comentar son las que, a mi juicio, pueden tener las mayores implicaciones desde la perspectiva de protección del inversor y estructura de mercado, pero quiero también destacar una cuarta medida que está al margen de la regulación tradicional en el sector financiero y cuya relevancia a largo plazo resulta incuestionable. Me refiero al mandato a los Estados miembros para que promuevan medidas de educación financiera a nivel nacional de modo que los inversores minoristas puedan invertir responsablemente.

A diferencia del resto de medidas que he comentado, para ésta en concreto se echa en falta una mayor ambición armonizadora por parte de la CE, ya que la propuesta no detalla ninguna indicación, ni contenido, respecto al modo en que debe desarrollarse por los Estados dicho mandato. Esperemos que esa falta de ambición no se reproduzca en cuanto a los desarrollos nacionales correspondientes.

### 3. Comentarios finales.

Estoy seguro de que en el seminario profundizarán, no solo en los temas que he comentado, sino en muchos otros contenidos del paquete normativo que resultan igualmente importantes y cuyo cumplimiento supondrá un esfuerzo para las entidades sujetas. Aún hay mucha incertidumbre en cuanto a su contenido final, o incluso sobre si los calendarios europeos permitirán finalmente su aprobación. No obstante, las entidades deben adoptar sus decisiones estratégicas con la mayor antelación posible, por lo que espero que la jornada les sea de utilidad. Estoy convencido de la capacidad del sector español para afrontar con éxito este reto y desde la CNMV ofrecemos nuestra disponibilidad para debatir sus implicaciones y la mejor manera de abordarlas buscando la protección del inversor.