

## “Retail Investment Strategy: un reto mayúsculo para el sector financiero” – IEAF, Finreg 360 y BME

RODRIGO BUENAVENTURA, PRESIDENTE DE LA CNMV  
2 de diciembre de 2024

Gracias Lola y Jorge y también a los organizadores de esta interesante jornada por invitarme a la apertura de la misma. Estoy encantado de estar, nuevamente, en este magnífico edificio que es punto de encuentro entre inversores y emisores.

Todos estarán de acuerdo en que la *Retail Investment Strategy* es una de las iniciativas legislativas más importantes y de mayor alcance de los últimos años puesta en marcha por la Comisión Europea. El diagnóstico efectuado por algunos informes que hemos conocido en los últimos meses ahonda en la necesidad de revitalizar los mercados de capitales europeos. Me refiero particularmente al informe Letta, al informe Draghi y especialmente al de ESMA, que a mi juicio aborda de modo mucho más certero que los dos primeros esta cuestión. Son los mercados de capitales, como punto de contacto entre ahorradores/inversores y empresas/emisores, una de las principales palancas para contribuir al desarrollo económico de Europa y seguir liderando el proceso de descarbonización de sus economías. Pero esta palanca quedaría mellada si, de forma complementaria, no hay una reflexión profunda para que esos mismos mercados de capitales tengan un mayor atractivo para los inversores y con ello, consigamos ampliar la base de inversores minoristas que participan en los mercados financieros.

A lo largo del pasado periodo parlamentario europeo, la iniciativa RIS ha suscitado acalorados y numerosos debates en el sector, en la comunidad inversora y en las instituciones de la UE. Pero más allá de esas diferencias, hay que reconocer al legislador el trabajo efectuado para diseñar un amplio abanico de medidas destinadas a mejorar la información que reciben los inversores, hacerla más adecuada para su distribución digital (y no de forma analógica como sigue estando diseñada la norma) y aumentar la transparencia, la accesibilidad y la comprensión en costes y rendimientos. También para incorporar medidas que mejoren la relación calidad-precio de los fondos ofertados, la calidad del asesoramiento a los clientes y las competencias de los asesores, además de la educación financiera y la comunicación y el diálogo con los inversores.

El foco de los debates se centró principalmente en dos temas. Por un lado, en el concepto de *value for money* o relación calidad/precio y por otro, en la prohibición de las retrocesiones de comisiones (*inducements*) fuera del ámbito del asesoramiento, derivados del proceso de comercialización de los fondos. El informe que será presentado a continuación ofrece un amplio análisis del primero de los temas.

Pero más allá de estas dos cuestiones que evidentemente tienen su importancia, me gustaría lanzar una serie de preguntas al aire y no es la primera vez que lo hago. ¿Por qué es necesario regular los precios y las retrocesiones? ¿No debería bastar la competencia para expulsar a los productores y distribuidores menos competitivos? ¿No debería el propio mercado garantizar que solo sobrevivan los productos y proveedores

más baratos, eficientes y mejores? ¿Será que no funciona correctamente la competencia? Y, si este fuera el caso, ¿por qué?

Tal vez una primera parte de la respuesta hay que buscarla en la complejidad que supone para los inversores minoristas diferenciar los costes totales cargados, la relación calidad-precio obtenida y comparar productos de forma multivariante, usando varios parámetros. Comparar productos no es un ejercicio unidimensional (volatilidad, riesgo, precio, comisiones, liquidez... todo ello importa).

Pero el coste y las comisiones son un factor clave. No digo que sea el único, por supuesto, pero si muy importante, sobre todo al inicio de la relación.

ESMA publicó hace un año un estudio sobre costes y rendimientos de los fondos europeos con datos medios de todos los fondos de la UE, en el periodo 2018 – 2022. Este informe, junto a otros como el de EFAMA que compara costes en la UE y en USA, deja un mensaje importante: en Europa tenemos un problema de costes en nuestros fondos de inversión.

- Las comisiones de los fondos europeos son superiores en media a las de los estadounidenses. Es cierto que en esta medida el factor escala juega en nuestra contra al tener en Europa un tamaño individual de fondos menor que los norteamericanos. Y también es cierto que como señala EFAMA el coste del asesoramiento pagado aparte en USA podría acabar ecualizando ambos costes totales. Pero el dato es preocupante.
- La gestión activa europea carga al partícipe, en términos medios y comparando los fondos de renta variable, 1,3 puntos anuales más de comisiones que la gestión pasiva a través de EFTs. Pero los ETF de equity batan en media a los fondos activos de forma consistente, año tras año, en nada menos que dos puntos porcentuales netos de comisiones.

Con estos datos, creo que es obvio que tenemos un problema, que es lo que concluyó la Comisión Europea cuando elaboró su propuesta de RIS. Dicha propuesta no fue producto de una obcecación o una obsesión de burócratas europeos, sino que fue un intento de solución, probablemente no idóneo, a un problema que puede tener importantes consecuencias sobre el atractivo de los productos financieros en la población general, en un momento en que las actuales criptomonedas y otros tipos de inversiones inútiles están de nuevo en auge.

Si analizamos las comisiones en otros productos alternativos, como los fondos de pensiones, encontramos una concentración muy llamativa de comisiones de gestión en niveles muy próximos al máximo legal en casi todas las gestoras grandes.

Es posible que el problema radique en la reducida cultura financiera del inversor medio europeo. Y ahí las instituciones que tenemos algo que ver con la educación financiera tenemos que hacer autocrítica. Es posible que un ahorrador que invierte un pico de tesorería para su jubilación no vea que, en un periodo de 20 años, una comisión de gestión del 0,5% anual, retrocedida a quien comercializó ese fondo, erosiona un 14% del valor final de su inversión.

Este elemento, la permanencia ilimitada en el tiempo de las retrocesiones, siempre me ha producido cierta fascinación. Imaginen, y esto es un caso real, un inversor minorista con un fondo de renta variable IBEX contratado en 2004, con una gran gestora y con

una perspectiva de ahorro para su jubilación. Lleva 20 años con esa inversión. Lleva 20 años pagando, todos los años, una comisión que remunera el asesoramiento y la comercialización que se produjo en 2004. ¿Tiene esto tiene sentido? Los estadounidenses lo han solventado a mi juicio de forma impecable.

En Estados Unidos se utiliza un sistema dual que elige el cliente: comisión *upfront* o comisión anual por la comercialización, pero esta última no es para siempre. Cuando la gestora ve que el cliente lleva pagado más que lo que habría pagado con el sistema de comisión única inicial, le pasan automáticamente a la clase limpia, sin retrocesiones. Ese sistema es mucho más presentable, a mi juicio, que el de la comisión eterna, a perpetuidad.

La otra parte de la respuesta con respecto al funcionamiento de la competencia, se refiere a la dificultad de comparar proveedores e incluso de combinar proveedores. En el modelo europeo de distribución de inversiones, es habitual que los inversores minoristas inviertan a través de un único intermediario (en muchos casos, su banco generalista como es en el caso de España). Pensar, tan solo, en cambiar de intermediario cuando se identifica un producto mejor, más barato o más alineado con las preferencias individuales, supone un problema operativo para el inversor de cierto calado. Para hacerlo, es necesario reproducir toda la información necesaria (KYC, AML, perfil personal, experiencia, idoneidad) en todos y cada uno de los proveedores, mantener múltiples apps, webs y contraseñas y permisos de acceso y controlar diferentes fuentes de información fiscal. Si encima a algunos les agobia que su asesor les llame periódicamente, imaginen tener tres...

Cuestiones como la portabilidad digital del perfil del cliente -en cartera, experiencia inversora, conocimientos y perfil de inversión- o los agregadores de inversiones a través de múltiples intermediarios en una única app o cuadro de mando, no están aún muy extendidas en el sector europeo de servicios de inversión. Y quizás resolver los costes de transacción asociados a cambiar de proveedor y mejorar la información comprensible sobre costes que soporta el inversor puedan hacer más por la competencia efectiva y la reducción asociada de costes que medidas muy invasivas como el *value for money* o el debate sobre las retrocesiones.

La mala noticia del debate que se ha experimentado, a nivel nacional y europeo, sobre la RIS es que algunos de sus planteamientos y medidas, sobre todo algunos que apuntaban hacia el futuro, pasaron totalmente desapercibidos en el fragor de las discusiones. El foco de la disputa se concentró en los dos puntos anteriores y se pasó de puntillas y sin apenas ruido (o aplausos), por una serie de medidas y propuestas muy interesantes para rediseñar la información que se suministra al cliente y, sobre todo, adaptarla a la era digital que estamos viviendo.

Los diferentes enfoques de los legisladores deberían aproximarse durante los trílogos que previsiblemente se iniciarán en 2025 bajo la presidencia polaca de la Unión. En paralelo hay otro debate, muy ligado a éste, sobre la necesidad de incentivar la inversión minorista en activos financieros, entre otros modos mediante incentivos fiscales. Pero estos dos debates están relacionados. La probabilidad de defender la extensión (o incluso el mantenimiento) de incentivos fiscales a los productos de inversión colectiva (fondos activos, ETFs, fondos de pensiones) creo que va a depender mucho de la percepción que tenga el legislador y las autoridades fiscales sobre el grado de competencia efectiva en esos mercados y sobre la ausencia de distorsiones a la competencia que pudieran desembocar en una situación de extracción de rentas de los

ahorradores vía comisiones excesivas. En ese debate, por ejemplo, extender el régimen fiscal de traspasos a los ETFs creo que haría mucho para demostrar que queremos incentivar la inversión a largo plazo de los españoles, en general, no sólo la inversión que lleva asociados ingresos más elevados para los comercializadores.

Cambiando de tercio, hacia el *value for money*, desde la CNMV valoramos positivamente el refuerzo en los procesos de fijación de precios y evaluación del valor, tanto en los productores como en los distribuidores. Pero es importante que la herramienta elegida sea lo suficientemente flexible. En este sentido, el ejercicio de *peer review* o revisión entre pares, debería ser complementario a la obligación general de las entidades de valorar que el producto sea en interés del cliente. Es decir, que la comparación con el sector no sea el único elemento a tener en cuenta.

De igual forma, desde la CNMV creemos conveniente destacar otra serie de aspectos importantes, alguno de ellos incluidos en la reciente carta emitida por ESMA y EIOPA a la Comisión europea, para que la estrategia de la inversión minorista se construya sobre elementos sencillos y de fácil comprensión para el inversor. Déjenme que los resuma brevemente:

- Es necesario una comparación de productos como fórmula de proporcionar una fuente de información imparcial para la comunidad inversora.
- Al respecto de introducción de índices de referencia nacionales (aunque solo sea sobre valores de renta fija) es necesario considerar que esta sea una solución eficaz y siempre acorde con los principios del mercado único. No podemos permitirnos, en el momento clave que vivimos, un trato desigual de las distintas inversiones minoristas.
- Es preocupante que finalmente coexista un sistema dual formado, por un lado, por los requisitos de agrupación por pares y por otro, con los índices de referencia de supervisión europeos. Este sistema de “dos cabezas” generaría un incremento de costes para todas las partes que es justo lo contrario a lo que se busca. Y además generaría una presión desmedida sobre los supervisores nacionales, al otorgarles una relevancia mayor a la que deben tener e incluso adquirir una dimensión de control de precios más que una dimensión informativa.
- Según la posición manifestada por el Consejo, los supervisores estarían obligados a crear una base de datos no pública a efectos del ejercicio de comparación por homólogos. Desde la CNMV consideramos que la creación de esa base de datos – como herramienta solo para un determinado grupo de participantes en el mercado – no constituiría un uso eficiente de los recursos de los supervisores y podría llevarnos al riesgo de caer en una heterogeneidad en función de las diferentes autoridades nacionales que poco beneficia a la industria.
- La misión fundamental de los supervisores nacionales es la protección del inversor minorista. Por esta razón, debe garantizarse un marco de supervisión adecuado y eficiente que permita una supervisión oportuna y eficaz de las actividades transfronterizas.
- Y por último, la Comisión Europea y los legisladores deben evaluar adecuadamente el impacto que estos nuevos elementos tienen en costes humanos, operativos y de pruebas a los consumidores. Debemos buscar una solución sencilla y eficaz y no potenciales soluciones alambicadas que tengan un significativo impacto en los costes y la viabilidad de la industria de inversión.

Concluyo ya. Sin lugar a duda, el 2025 que estamos cerca de empezar, será un año fundamental para poner en marcha realmente la estrategia de inversión minorista que Europa necesita. Pero más allá de los detalles de la propuesta final que se lleve a aprobación en el próximo periodo parlamentario, Europa no puede permitirse que sus ahorradores se desencanten o se desenganchen de los productos de inversión a largo plazo. Es necesario que todos, legisladores, supervisores, fabricantes y distribuidores pongamos el foco en ofrecer productos adecuados a costes justos en un entorno de competencia efectiva.

Muchas gracias.