

Consideraciones generales
sobre las obligaciones de
value for money de acuerdo
con la propuesta normativa de la
Estrategia de Inversión Minorista



Índice de contenidos

01

ALCANCE Y OBJETIVO
DE ESTA NOTA

02

CONSIDERACIONES
GENERALES

03

CONTEXTO REGULATORIO

04

VALUE FOR MONEY: DEFINICIÓN Y
ANTECEDENTES DE ESTA NUEVA
TENDENCIA

05

VALUE FOR MONEY, SEGÚN LA RIS Y
AVANCES DE LAS AUTORIDADES SOBRE
LA METODOLOGÍA

06

INCERTIDUMBRES RELACIONADAS
CON LA APLICACIÓN DE ESTOS
NUEVOS REQUERIMIENTOS

07

CONCLUSIÓN

01. Alcance y objetivo de esta nota

Esta nota se elabora en colaboración con el Instituto Español de Analistas (IEA) con el propósito fundamental de dar a conocer algunas impresiones acerca de los efectos que podría tener, para el sector español del ahorro e inversión, la aprobación del paquete normativo derivado de la Estrategia de Inversión Minorista o la Retail Investment Strategy (RIS).

La finalidad es aportar una visión crítica de la norma y contribuir a que se termine de definir y se implemente de una forma coherente para alcanzar los objetivos que la RIS persigue.

A pesar de la amplitud de los efectos y cambios que introducen los textos conocidos hasta ahora, esta nota se centra en uno de los aspectos de mayor controversia para las sociedades gestoras y los distribuidores, como es el conocido como “*value for money*”.

Recogemos aquí una apreciación de algunos efectos que con carácter general podrían llegar a tener la aplicación de estos requerimientos, considerando su estado actual de definición, sobre las instituciones de inversión colectiva españolas UCITS (siglas de *undertakings for collective investment in transferable securities*), los *insurance based investment*

products (IBIP), con la posible salvedad de las rentas vitalicias, al igual que el resto de los instrumentos financieros, como los vehículos de inversión alternativa o productos estructurados, entre otros.

Este análisis tiene vocación de recurrencia, con la intención de ir dando a conocer los efectos para el sector que se vayan derivando de la aprobación de esta normativa y sus desarrollos a nivel europeo y local.



02. Consideraciones generales

Durante los últimos años, el negocio de ahorro e inversión ha estado expuesto a un proceso de constante adaptación a numerosas y muy exigentes normas de conducta y prudenciales, que han generado un incremento de los gastos de estructura en las entidades, que en parte se han trasladado a los inversores finales o han supuesto un estrechamiento de márgenes para el sector.

El sector financiero y, en particular, el de ahorro e inversión, que incluye además el negocio asegurador centrado en el ámbito de vida y planes de pensiones, es esencial para canalizar los flujos de capitales e inversiones hacia la economía real, como reconoce la propia exposición de motivos de la RIS, en la que se indica además que uno de los objetivos que persigue esta norma es favorecer la participación de los inversores minoristas en los mercados de capitales.

Resulta alentador observar que las autoridades de la Unión Europea (UE) asumen su papel de garantes de la eficiencia y el dinamismo de los mercados. Sin embargo, para ello, disponen de otras herramientas a nuestro juicio más eficaces que la publicación de normas destinadas solo a regular la conducta de las entidades. Existen asuntos en los que aún hay mucho trabajo por delante para incentivar la participación en los mercados financieros de la UE y que probablemente lograrían alcanzar estos objetivos de manera más eficaz y menos costosa. En el campo fiscal, por ejemplo, con incentivos sobre instrumentos financieros en general y, en particular, en el ámbito de las pensiones u otros vehículos de inversión alternativa como los

FILPE o las SOCIMI y en el de las infraestructuras de mercados, por ejemplo, simplificando los procesos de admisión a cotización, desarrollando nuevos mercados y segmentos más flexibles para PYME y SOCIMI, entre otros. Estos y muchos otros se recogen con acierto en el *Libro blanco sobre el impulso de la competitividad de los mercados de capitales españoles* de enero de 2024.

Asimismo, y como apunta este estudio, en lugar de trasladar primordialmente la carga de control al sector financiero con procesos y herramientas costosas, destinar más recursos a reforzar los equipos de supervisión facilitaría la detección de los productos y entidades que se distribuyen de forma abusiva o irregular, que son precisamente los que la normativa pretende evitar, para mejorar la confianza de los inversores. Así se permitiría ahorrar importantes costes operativos al resto de los participantes, a la vez que se mitigaría el riesgo reputacional de una manera más eficiente.

En cuanto al contenido de la RIS, a nuestro juicio, es más transformador de lo que lo fueron otros precedentes como las directivas de distribución de instrumentos financieros (MiFID) y de seguros (IDD), en la medida en que la norma propone cambios sustantivos en los modelos de distribución y obligaciones que afectarán al catálogo de productos de las entidades. La RIS cualifica los servicios de inversión y, en particular, el de asesoramiento de una manera muy concreta y fija limitaciones importantes a la forma en que estos servicios se remuneran. Además, su alcance general, para evitar el arbitraje regulatorio, abarca los productos de inversión y de seguros.

Sin ánimo de profundizar en los efectos que tendría la norma sobre el mercado de distribución al no ser objeto de esta nota, sí nos gustaría insistir en que una definición muy determinista de los servicios de inversión no es necesaria y podría terminar restando flexibilidad a las entidades para definir y desplegar su propuesta de valor a sus clientes, limitando la competencia y, en último término, reduciendo los niveles de servicio u originando que a ciertos colectivos no se les puedan ofrecer determinados servicios (el conocido como *advice gap*). Esto, por desgracia, dificultaría la canalización de los flujos de capital y produciría un efecto contrario al que persigue la norma.

A pesar de todo lo anterior, creemos que la RIS incorpora también elementos que redundarán en mejores niveles de servicio para los inversores. Hubiera sido deseable que la norma no definiera estos servicios de una manera tan concreta y estricta, puesto que, como decíamos, dificultará la aparición de nuevos modelos y servicios y, a la postre, la competencia. Sin embargo, confiamos en el sector financiero español que siempre ha sabido adaptarse.

Este cambio normativo que se avecina servirá para revisar los modelos de distribución actuales y, si la norma se aprueba e interpreta con una visión finalista con los objetivos que persigue y de una manera sensata, redundará en unas carteras de inversión más ajustadas a los objetivos de los inversores, que hoy por hoy se concentran de forma mayoritaria en productos muy conservadores.

Insistiendo en el fin principal de esta nota, que no es otro que el de apuntar posibles implicaciones del *value for money* para los gestores de activos y los distribuidores, como apreciación general creemos que resulta simplista y sesgado medir la propuesta de valor de un producto por la relación que guarda el cociente entre su coste y su rentabilidad histórica con respecto al de su grupo de comparación.

Es muy delicado asumir que la delimitación de un grupo de comparación de productos está libre de sesgo o presumir que se comporta de forma eficiente y ejemplar, para esperar que todos los competidores se ajusten forzosamente a lo que hace “el pelotón”. Forzar así a las entidades podría amenazar a la innovación y el desarrollo de productos de calidad.

No cabe duda de que el precio es un elemento clave en la toma de decisiones para los inversores, pero la realidad es que puede ser muy diferente lo que cada uno espera a cambio y la relación entre lo aportado y lo recibido no puede ser igual para todos. En la industria financiera, otros atributos como la solvencia del proveedor, la atención posventa, la amplitud de la oferta, los servicios accesorios, los canales a distancia, o la accesibilidad, entre otros, pueden resultar decisivos para los clientes al escoger sus productos y, a cambio, como ocurre con muchos otros

Alcance y objetivo de esta nota

Consideraciones generales

Contexto regulatorio

Value for money

Value for money, según la RIS

Incertidumbres de la aplicación

Conclusión

productos de consumo, el cliente podría estar dispuesto a asumir una contraprestación mayor. Llevándolo al terreno de los fondos de inversión, un inversor podría, por ejemplo, preferir exponerse a un riesgo menor a cambio de menor rentabilidad o estar dispuesto a pagar una prima mayor por que se le asegure esa estabilidad a lo largo del tiempo. Si el cociente rentabilidad y coste es el único atributo para medir el valor que se le aporta al inversor, los productos más baratos tendrían siempre una ventaja competitiva, lo que, como anticipábamos, lastraría la innovación y los productos de calidad.

Es cierto que, a medida en que las autoridades avanzan en la definición de la metodología del *value for money*, incorporan elementos de segmentación de productos cada vez más precisos. Sin embargo, el número de productos en el sector quizá no sea suficiente para formar grupos de comparación profundos. Es probable que esto se agudice en el ámbito de los seguros, que contienen otras características adicionales (como el riesgo biométrico) ajustadas al ciclo de vida del cliente, que no ponderarían de no contemplarse en la segmentación.



03. Contexto regulatorio

Las entidades financieras afrontan hoy una profunda incertidumbre por las decisiones de los legisladores de la UE sobre el paquete normativo derivado de la RIS, sobre todo en lo referente a la posibilidad de prohibir todos o parte de los incentivos en la distribución de instrumentos financieros, la determinación de unas características rígidas en la definición de asesoramiento financiero y la aplicación de reglas de *value for money*, con la metodología publicada hasta la fecha.

La intención política de esta iniciativa es impulsar la inversión minorista en el mercado de la Unión mediante la consecución de tres objetivos fundamentales:

- ▶ Lograr un marco jurídico modernizado y, en la medida de lo posible, simplificado para fomentar la inversión minorista, que esté alineado y sea coherente con las distintas áreas geográficas (se indica que solo el 17 % del ahorro de las familias se invierte en productos de inversión en la Unión Europea frente al 43 % en Estados Unidos).
- ▶ Asegurar el mismo nivel de protección de los inversores minoristas en todos los Estados miembros, independientemente del tipo de productos o servicios de inversión que ofrezcan, ya sean instrumentos financieros MiFID, inversiones basadas en seguros, IBIP, u otros productos del tipo de PRIIP.
- ▶ Mejorar la transparencia, en particular en los costes, para prestar un asesoramiento imparcial y de alta calidad, y para que los productos distribuidos a los inversores minoristas ofrezcan perspectivas de rentabilidad acordes a sus necesidades y objetivos.

Hasta hoy los legisladores han publicado tres borradores de la norma, que tendrá forma de directiva ómnibus (ver anexo I. “Resumen de requerimientos de la RIS”). En ella se recogen requerimientos que podrían tener importantes efectos tanto para el mercado de distribución (supone la modificación de la MiFID y la IDD) como de fabricación de instrumentos financieros y de seguros de ahorro e inversión (supone la modificación de los UCITS, la AIFMD y el reglamento de los PRIIP).

Cuadro 1. Entidades y productos sujetos al ámbito de aplicación de la RIS

El ámbito de aplicación de la RIS se extiende a entidades que presten servicios de inversión y de distribución y fábrica de instrumentos MIFID, IBIP y PRIIP.

Alcance del impacto de la RIS por entidad y producto

ENTIDADES SUJETAS A REQUERIMIENTOS DE LA RIS



Entidades de crédito y sucursales



Empresas de servicios de inversión; SV, SA, SGC y empresas de asesoramiento financiero



Sociedades gestoras de Instituciones de Inversión Colectivas, de tipo abierto y cerrado (SGIIC, SGEIC)



Aseguradoras



Mediadores y entidades distribuidoras de seguros

PRODUCTOS SUJETOS A REQUERIMIENTOS DE LA RIS

	Value for Money	Prohibición incentivos	Definición asesoramiento
Productos de inversión			
Fondos UCITS y AIFMD	✓	✓	✓
Renta variable	✗	✗	✓
Renta fija	✗	✗	✓
Derivados	✓	✗	✓
Depósitos estructurados	✗	✗	✓
Otros productos estructurados	✓	✗	✓
Otros productos de inversión	✓	✗	✓
Seguros¹			
Unit Linked	✓	✓	✓
Rentas ²	✓	✓	✓
Otros productos IBIPs	✓	✓	✓
Pensiones	✗	✗	✗

(1) Productos de inversión basados en seguros;

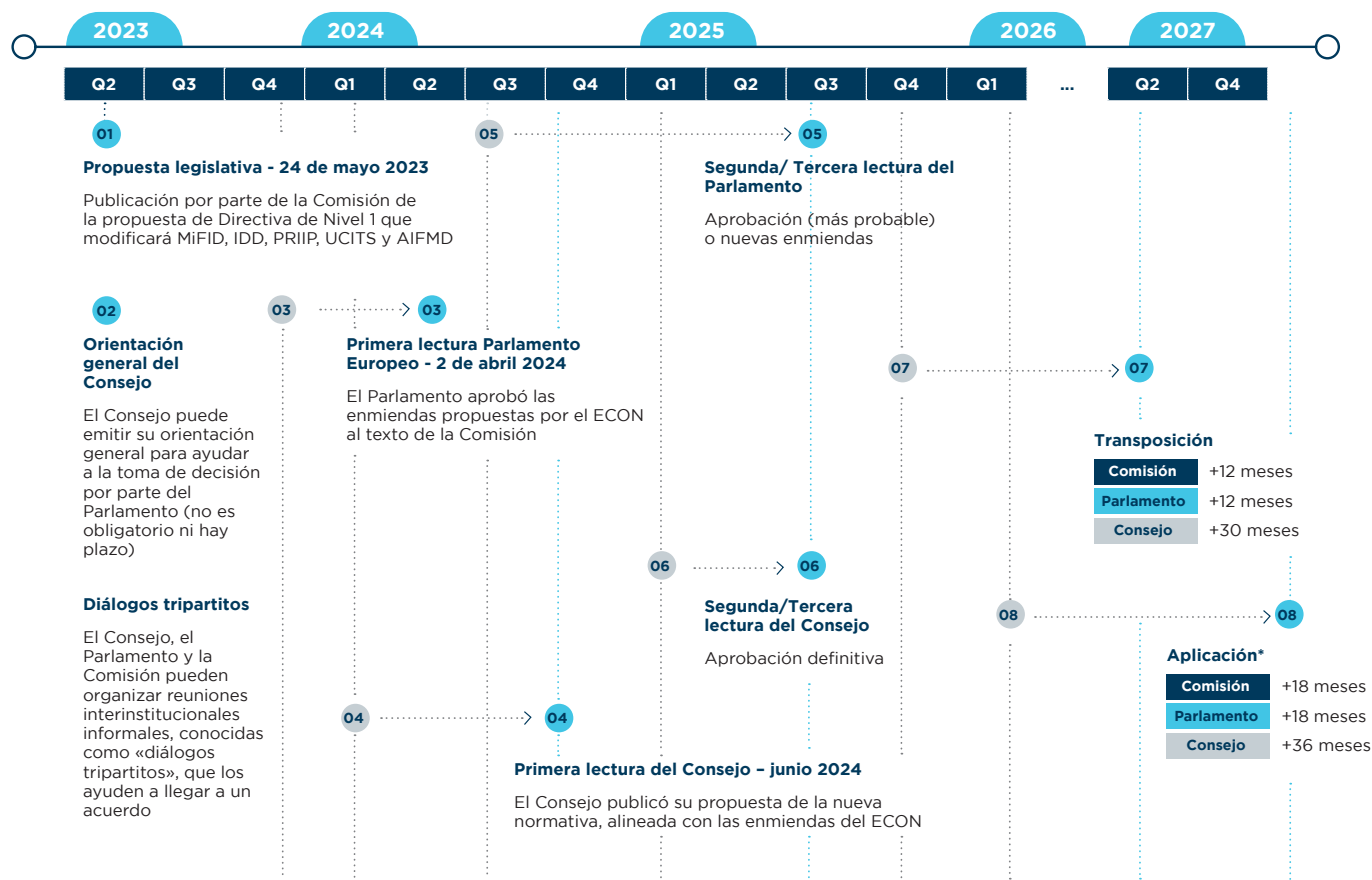
(2) La propuesta del Consejo excluye los productos Rentas del ámbito de aplicación de la RIS.

Fuente: elaboración propia de finReg360

En cuanto a su aprobación, se prevé que se produzca en algún momento durante el primer semestre del año 2025 y su inicio de aplicación durante el año 2027. No obstante, como ha ocurrido en el pasado durante la aprobación de otras directivas similares, como lo fueron MiFID II e IDD, no es descartable que las autoridades vayan anticipando algunas de estas obligaciones desde su aprobación a la fecha de entrada en vigor. En particular, en cuanto a las obligaciones de *value for money* objeto de esta nota, ya estamos viendo ejercicios de supervisión por las autoridades europeas y locales.

Cuadro 2. Calendario de aplicación de la RIS

Hasta el momento se han presentado tres borradores de Directiva: uno de la Comisión, otro del Parlamento y otro del Consejo. En este último se prevé un plazo de aplicación de 36 meses desde su entrada en vigor.



*La Comisión supervisará el impacto de estas medidas. 5 años después de la aplicación, evaluará los efectos de este régimen de incentivos y elaborará un informe para el Parlamento Europeo y el Consejo. Cuando esta evaluación muestre que el perjuicio para los consumidores persiste, la Comisión estudiará la posibilidad de proponer medidas alternativas, incluida una posible prohibición de los incentivos.



04. Value for money: definición y antecedentes de esta nueva tendencia

Uno de los puntos relevantes de la RIS son los requisitos que tendrán que cumplir las gestoras de fondos, las aseguradoras y el resto de las entidades “productoras” de instrumentos financieros, como *exchange traded funds* (ETF) o notas estructuradas, y que buscan asegurar que el producto, antes de lanzarse y durante su horizonte temporal, no presente costes injustificadamente altos en comparación con los beneficios que proporciona al inversor, o, en caso contrario, limitar su comercialización. Es lo que se conoce como “*value for money*”.

Se trata de una tendencia que no es exclusiva del sector financiero. Los consumidores de todo el mundo se están volviendo cada vez más conscientes del valor que reciben por el dinero que gastan, debido a varios factores, como la mayor disponibilidad de información, el acceso a reseñas y comparaciones de productos en línea, y una mayor competencia entre las empresas. Los consumidores no solo buscan productos o servicios a un precio accesible, sino que también esperan que estos cumplan con ciertas expectativas de calidad, durabilidad y funcionalidad. Esto ha llevado a que las empresas busquen ofrecer un buen balance entre precio y calidad para satisfacer las demandas del mercado. En este sentido, se observan prácticas de “paquetización” de productos y servicios mediante tarifas planas y campañas de publicidad que utilizan el término *value for money* en ámbitos empresariales como el tecnológico, el de la distribución *retail*, o los de la restauración o el automovilístico.

A pesar de la falta de una definición estándar del concepto de *value for money* en el marco normativo europeo, los supervisores financieros se han venido aproximando a su alcance y finalidad en los últimos años, como se resume a continuación:

a) “2018” – MiFID II

El Parlamento y la Comisión europeos, en los artículos 9.(12) y 9.(19) de la MiFID II, determinaron que los fabricantes debían evaluar los riesgos de que el producto ofrezca resultados deficientes para los inversores mediante, entre otros mecanismos, un análisis de escenarios.

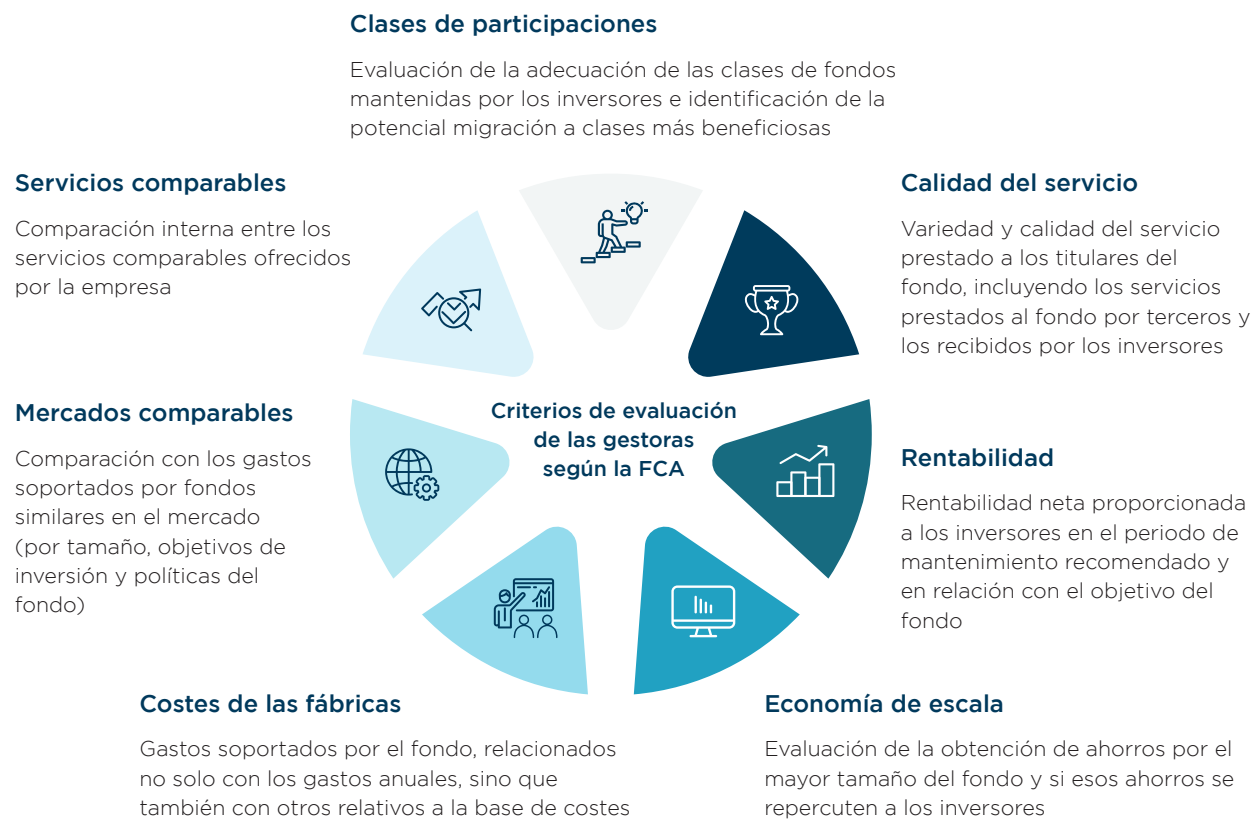
Asimismo, en el documento de preguntas y respuestas (Q&A) de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) “Investor protection under MIFID II – Question 16.3”, se recogía que las fábricas debían realizar un análisis de escenarios de sus instrumentos financieros y, en este contexto, simular los rendimientos del producto teniendo en cuenta todos sus costes.

b) 2019 – “Feedback & final rules to CP17/18” de la Financial Conduct Authority

Por su parte, la Financial Conduct Authority de Reino Unido (FCA) ya definió en 2019 un catálogo de aspectos mínimos que debían considerarse por las entidades supervisadas para realizar una autoevaluación del *value for money* de sus productos gestionados y decidió que las entidades publicaran el resultado de este análisis en la información del producto disponible para el público en general, algo que contrasta con las intenciones de los reguladores europeos, que afortunadamente ya se han pronunciado sobre que estos análisis solo tendrían que estar accesibles para los supervisores.

Cuadro 3. Aspectos mínimos definidos por la FCA para la evaluación del valor de los fondos.

La FCA ha definido siete aspectos que, como mínimo, las gestoras deben considerar a la hora de evaluar el valor de los fondos de inversión.



(*) En el ámbito de seguros, la FCA ha desarrollado un criterio similar, tanto para *unit linked* como para planes de pensiones¹

(1) [FCA report: Unit-linked funds' governance review (follow up to PS18/8): findings and next steps / UK Government: Value for Money: A framework on metrics, standards and disclosures.

c) “2019-2023” Foco en costes – ESMA / EIOPA

Desde el ejercicio 2019, la ESMA y la EIOPA vienen poniendo especial atención en el seguimiento de la relación que existe entre el precio y el rendimiento de los productos comercializados en los países de la Unión, que se evidencia en sucesivos informes sectoriales y acciones puntuales de supervisión horizontal.

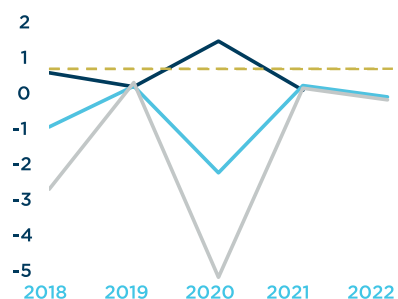
En particular, la ESMA, en 2021, inició un ejercicio de supervisión de costes de los UCITS en la UE, del que concluye la necesidad de contar con procedimientos de fijación de precios considerando la rentabilidad del inversor.

Cuadro 4. Evolución del *ongoing cost-to-gross performance* de los productos UCITS europeos en el período 2018-2022

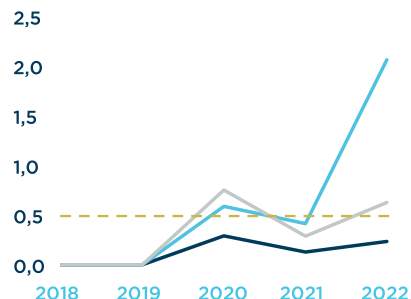
ESMA, en los últimos años, ha puesto foco en las comisiones de los productos, resaltando su mala relación coste/rentabilidad y la necesidad de contar con políticas adecuadas de fijación de precios.

Evolución del *Cost-to-gross performance ratio* de productos *Equity, bonds y mixed* 2018 - 2022

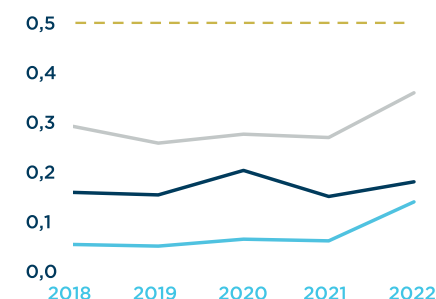
Productos de HT 1 año



Productos de HT 5 años



Productos de HT 10 años



EqCost-to-perf BondCost-to-perf BondMixedperf

La gran mayoría de los productos a 1 año han tenido una mala proporción de costes sobre performance bruto durante los últimos años. Se han llegado a registrar gastos x1 veces el performance positivo y hasta x5 veces el performance negativo

En el caso de los productos a 5 años el performance mejora pero sin embargo los productos de bonos y mixtos registran comisiones que superan hasta x2 veces el performance que reportan a los clientes. Sólo los fondos de equity están por debajo de los x0,5 veces

En los productos a 10 años se observa una mejor relación entre costes y performance en los tres asset class analizados por ESMA

Fuente: ESMA - Costs & Performance of EU Retail Investment Products 2023

El análisis de la ESMA sugiere que los productos de inversión generan una relación de coste/rentabilidad inferior a 0,5 a 10 años y que sólo en periodos más cortos esta proporción empeora, considerando que en éstos se toman como referencia ejercicios económicos como el del año 2022 marcados por un entorno económico y financiero puntualmente adverso a nivel global. Sin embargo, este análisis parece realizarse sobre la base de agrupaciones muy amplias en términos de clases, características de productos y regiones en las que se fabrican y comercializan los productos. Esto apunta a la necesidad de definir una metodología que permita contemplar las características específicas de valor y de coste inherentes a las diferentes tipologías de productos y entidades gestoras, si se quiere llegar a conclusiones que

arrojen apreciaciones válidas sobre las proporciones entre rentabilidad histórica y coste de los productos.

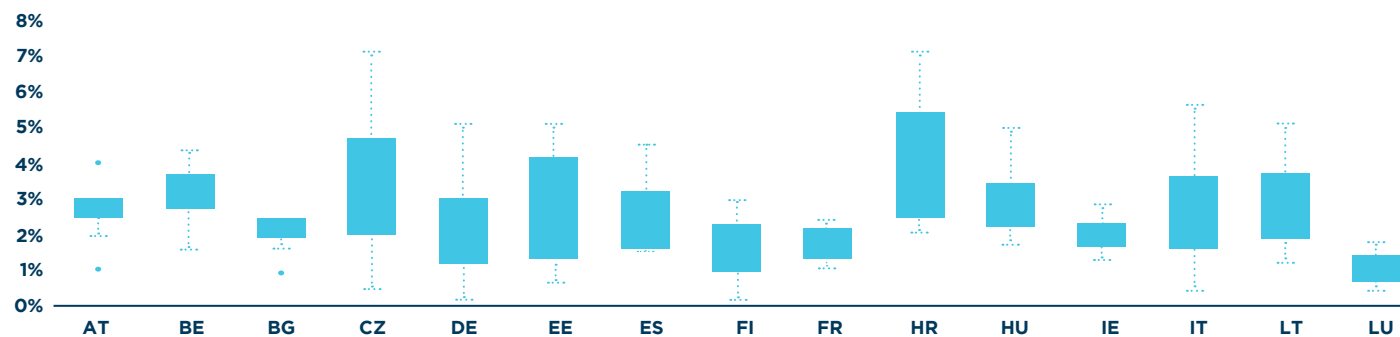
Por eso, la metodología de *value for money*, que están dejando entrever las autoridades, podría convertirse en un catalizador que permita sentar las bases para una adecuada observación del valor que aportan los productos y que podría llegar a justificar el precio que soportan sus tenedores.

Por su parte, la EIOPA, en 2019, puso en marcha un proceso de revisión horizontal de costes y rentabilidades, que revela una significativa dispersión en los datos de las diferentes geografías.

Cuadro 5. Dispersión observada en los costes de los productos *unit linked* comercializados en los países miembros de la Unión

Los reportes anuales publicados por EIOPA han puesto de manifiesto la existencia de una dispersión en los costes de los productos que no parece estar justificada por sus características.

Dispersión en los costes de los UL por país, 2022



Fuente: EIOPA's costs and past performance report, EIOPA's consumer trends 2022.

Alcance y objetivo de esta nota

Consideraciones generales

Contexto regulatorio

Value for money

Value for money, según la RIS

Incertidumbres de la aplicación

Conclusión

De nuevo, el informe concluye sobre una elevada dispersión, pero no se atienden a características precisas de los productos que forman parte del análisis y que podrían, individualmente, justificar el rango de precios.

La EIOPA, a partir de estos trabajos, publica una metodología de *value for money* en 2022, que resulta de aplicación a los productos de ahorro e inversión que caen en su ámbito de supervisión y que apunta a la consideración de otros elementos de análisis para discriminar el valor aportado por los productos.

A pesar de que esta aproximación contempla aspectos adicionales a las simples variables de coste y rentabilidad (por ejemplo: la rentabilidad de la entidad, la digitalización de la entidad, etc.), no recoge expresamente otras características esenciales para una correcta observación del valor de los productos de seguros (como por ejemplo parámetros de segmentación de productos).

Cuadro 6. Metodología de *value for money* inicialmente propuesta por EIOPA

EIOPA ha propuesto una metodología basada en la evaluación de tres capas que permite concluir si los productos ofrecen una buena relación calidad-precio.

Capa 1
Evaluación del mercado

Capa 2
Supervisión reforzada

Capa 3
Evaluación de la gobernanza de los productos



Definición

Identificación de *outliers*, desde el **punto de vista de producto y/o entidad**, desde el punto de vista de coste y **rentabilidad** que requieren mayor supervisión

Obtención de una información más precisa del producto analizando el VfM bajo un **escenario de rescate y de riesgo biométrico** en diferentes momentos temporales y otros aspectos cualitativos (e.g.: ESG)

Evaluación del VfM del producto en relación con el **target market** del mismo a través de la evaluación de los documentos de **gobernanza y supervisión de productos**



Método de evaluación

Se facilitarán umbrales fijos y/o relativos para evaluar conjuntamente costes y rentabilidad

Se facilitarán indicadores cuantitativos y cualitativos para cada tipología de producto y orientaciones para su interpretación

Se utilizarán las herramientas correspondientes al marco de supervisión del POG



Alcance de la evaluación

Todos los UL e híbridos comercializados actualmente

Outliers identificados en la evaluación de la capa 1

Productos cuya evaluación previa no apunta claramente a la elegibilidad de los productos



05. *Value for money*: según la RIS y avances de las autoridades sobre la metodología

La evaluación del *value for money* que plantea la RIS se centra en aspectos cuantitativos. En los diferentes borradores de la norma que se han conocido, según este enfoque, los productos se considerarán adecuados si la relación entre sus costes y rentabilidad se ajusta a unas referencias o *benchmarks* que fijarán la ESMA para instrumentos financieros y la EIOPA para seguros, comercializados en dos o más Estados miembros. Recientemente, ambas autoridades han expresado su opinión a este respecto reafirmando su posición sobre que estos índices de referencia no pueden ser realizados en cada Estado, porque sería contrario a los principios del mercado único europeo.



Cuadro 7. Evolución de los requerimientos del *value for money* en los borradores de la RIS – (ver anexo I. “Resumen de requerimientos de la RIS”)

En mayo de 2023, la RIS incorpora el criterio de *Value for Money* al marco de gobernanza de producto de las fábricas con el objetivo de evitar la distribución de productos con costes injustificadamente elevados.

Evolución de la RIS desde la primera versión de la Comisión Europea

Las fábricas tendrán en cuenta un **benchmark de la ESMA y de la EIOPA** sobre los costes y la rentabilidad de los productos, a la hora de fijar los precios

Si no se ajustan al índice de referencia, **el producto no se considerará elegible ni podrá distribuirse**, con algunas excepciones



Los **benchmark** de la ESMA y de la EIOPA deben ser utilizados exclusivamente por las ANC como **herramienta de supervisión** para llevar a cabo la evaluación de los productos e identificar posibles *outliers* en el mercado

Se permiten desviaciones frente al benchmark, siempre que la entidad justifique dicha desviación

Pasos posteriores hacia una metodología de VFM

Comisión Europea
EIOPA
EUSIPA
EIOPA y ESMA

Los **benchmark** de la ESMA deben ser utilizados como **herramienta de supervisión**

El **benchmark** para productos **estructurados y otros valores** designados por la Comisión estará limitado **a costes y gastos**

En el último trimestre de 2023, la Comisión Europea presentó un documento de trabajo *non-paper* en el que proporcionó varios ejemplos sobre cómo se podrían desarrollar estos estándares de referencia.

Después, se han ido conociendo publicaciones de la ESMA y la EIOPA sobre criterios metodológicos que tratan de matizar aspectos clave para definir una aproximación común en la supervisión del *value for money*.

Igualmente, otros países y asociaciones se han venido posicionando acerca de los aspectos esenciales que debería contemplar una metodología de *value for money* justa y eficaz, como es el caso de Francia, Alemania y la *European Structured Investment Products Association (EUSIPA)*.



06. Incertidumbres relacionadas con la aplicación de estos nuevos requerimientos

Esta metodología crea incertidumbres que la normativa y las autoridades todavía no aclaran por completo. Resaltamos algunas de ellas:

- La definición de los criterios para determinar el universo de productos comparables y para agruparlos en categorías comparables, pues cómo se construyan estas agrupaciones determinará unas comparaciones justas, a la vez que se asegura suficiente masa crítica en aquellas.
- La de la metodología para aclarar si se basa solo en precios y rentabilidades o incorpora criterios cualitativos, así como las consecuencias de que ocurriría si un producto no se ajusta estas reglas, los grados de desviación o el tiempo máximo de incumplimiento. Asimismo, el ámbito territorial de la comparación que puede variar enormemente si se hace solo a nivel de productos comercializados en un Estado miembro o en todo el mercado común.

Es esencial que esta metodología arroje resultados consistentes en el tiempo y guarde una lógica con el valor aportado por los productos. Se ha observado cómo el paso del tiempo genera cambios en las rentabilidades y en los grupos de comparación que alteran la zona en la que se califican los productos.

Alcance y objetivo de esta nota

Consideraciones generales

Contexto regulatorio

Value for money

Value for money, según la RIS

Incertidumbres de la aplicación

Conclusión

Asimismo, se han identificado disfuncionalidades como que al subir el precio de algunos productos mejoran su zona al saltar a un grupo de comparación diferente.

- La fijación de un período de observación de la rentabilidad que sea representativo y justo para todos los productos y evite distorsiones en la evaluación del desempeño. Por eso, hay que aportar criterios para tratar los productos que no tengan información histórica suficiente o sean de nueva creación.
- El riesgo de que las autoridades nacionales competentes escojan criterios heterogéneos, entre ellas y con los que definan la ESMA y la EIOPA para los productos de su competencia, que redundarían en desigualdad de condiciones (*level playing field*) entre fabricantes de distintos Estados miembros y en duplicidad de costes de supervisión.
- La duda de si el modelo de supervisión se basará en que sean las propias gestoras las que elaboren sus índices de referencia basándose en criterios metodológicos facilitados por las autoridades o será el supervisor el que los defina, publique y comparta sus resultados con las autoridades nacionales competentes. En el segundo escenario que, a la vista de los textos disponibles, parece el más probable, las gestoras tendrían menos margen para justificar las desviaciones.
- La viabilidad de aplicar este análisis a otros productos, como seguros de ahorro e inversión, notas estructuradas o fondos de capital privado, cuyos datos pueden ser menos comparables, estar menos accesibles o presentar menor masa crítica para la comparación y, por tanto, dificultar el análisis independiente de las entidades.



PARA
IDEAS
IMPORTANTES

finRA 360

07. Conclusión

La metodología que han dejado entrever hasta el momento las autoridades europeas parece infravalorar los atributos cualitativos que caracterizan a ciertos productos y a los gestores que los crean. Esos atributos, de indudable interés para los inversores minoristas, se refieren entre otros a aspectos fiscales, a peculiaridades diseñadas a medida para colectivos específicos o a particularidades de la gestión del riesgo.

Como resultado, se perfila un escenario en el que prevalecerá una intensa competencia en precios y rentabilidades y en el que, si finalmente son los únicos parámetros que hay que valorar, se hará más difícil que las entidades inviertan e innoven en la fabricación de productos, con el efecto negativo que ello conllevará en la calidad de los mismos.

Para afrontar este escenario, las sociedades gestoras y aseguradoras deberían contar con modelos que permitan proyectar análisis de sensibilidad de los costes y del beneficio que ofrecen los productos de sus catálogos a los inversores y a definir las líneas generales que regirán en el futuro su gobernanza en este sentido.

Asimismo, los distribuidores deberían exigir estos ejercicios de los creadores de producto con los que trabajan, puesto que tendrán que garantizar una oferta distribuable de valor y anticiparse a posibles traspasos de clientes desde productos no elegibles por *value for money*.

Si bien aún queda tiempo por delante hasta la entrada en vigor de los requerimientos de la RIS, el sector haría mal en no acelerar las reflexiones estratégicas en esta materia, puesto que la tendencia normativa es clara y los impactos muy relevantes tanto en los modelos de distribución como en los catálogos de las fábricas de productos.

Anexo I.

Resumen de requerimientos de la RIS

Endurecimiento de las condiciones para el cobro de incentivos por la distribución de instrumentos financieros. Además, introduce el concepto de Value for Money que anticipa efectos sobre las fábricas

	Impactos de la RIS		
	Distribución de IF.		Fábrica de IF.
	Venta directa: RTO / Vi	Asesoramiento y V.A.	Value for money
Borrador de la Comisión	Prohibición de incentivos en RTO	<ul style="list-style-type: none"> Asesorar sobre una gama adecuada Recomendar productos idóneos que sean "cost-efficient" Al menos un producto sin características adicionales Análisis de necesidades de diversificación de los clientes 	<ul style="list-style-type: none"> Procedimientos de fijación de precios de productos / servicios Comparativa con un benchmark de ESMA y EIOPA para poder lanzar el producto o prestar el servicio Requiere justificación adicional si el producto / servicio se desvía del benchmark
Propuesta Parlamento	Mantiene los incentivos en RTO	<ul style="list-style-type: none"> Recomendar productos que sean eficientes (no solo "cost-efficient") No requiere análisis de características adicionales 	<ul style="list-style-type: none"> Comparativa contra "peers" y no contra benchmark de ESMA y EIOPA Benchmarks de ESMA y EIOPA como herramienta de supervisión local
Propuesta Consejo	Se condicionan los incentivos: <ul style="list-style-type: none"> No favorecer productos / servicios sobre otros Ofrecer VfM al cliente Trato equivalente en pagos de 3º y del grupo Inducement test (1) 	<ul style="list-style-type: none"> El análisis "cost-efficient" se basa en factores cuantitativos El análisis de características adicionales se traslada a idoneidad, con impacto en GDC 	<ul style="list-style-type: none"> Se puede optar entre comparar contra "peers" o contra benchmark por "clusters" de productos Comparativa contra "peers" con información facilitada por ESMA y EIOPA Exclusión de productos no comparables del "cluster" (e.g. estructurados)

Evolución de los requerimientos a lo largo de los textos de la RIS

*La nueva propuesta del Consejo excluye los productos de Rentas del ámbito de aplicación de la Retail Investment Strategy.

Se mantienen razonablemente estables a lo largo de los diferentes textos

(1) Para cumplir con el inducement test, el incentivo debe cumplir los siguientes requisitos: estar basado en criterios cualitativos (e.g. cumplimiento de la normativa), aumentar la calidad del servicio (en los mismos términos que en MiFID II), haberse valorado en el análisis de product governance, permitir su devolución a clientes si sus intereses se han visto perjudicados, que el método de cálculo sea transparente y no contenga aceleradores y que se diferencie claramente de otros costes del producto.

Fuente: Consejo de la Unión Europea: Retail investment package: Council agrees on its position; elaboración propia finReg360.

Anexo II.

Contacto



Sara Gutiérrez Campiña

Socia de Regulatorio

sgutierrezcampina@finreg360.com

+34 626 164 140



Fernando Alonso de la Fuente

Socio de Estrategia y Operaciones

feralonso@finreg360.com

+34 659 568 042



María Marsá Pérez

Asociada Principal de Estrategia y Operaciones

mmarsa@finreg360.com

+34 620 593 947



Jorge Ferrer Barreiro

Socio de Regulatorio

jferrer@finreg360.com

+34 683 179 386



Jorge Encinar Arroyo

Socio de Estrategia y Operaciones

jencinar@finreg360.com

+34 678 980 001



Alcalá, 85 · 28009 Madrid

T +34 910 496 459

finreg@finreg360.com

www.finreg360.com



**INSTITUTO ESPAÑOL
DE ANALISTAS** DESDE 1965
FUNDACIÓN