

**COMENTARIOS DEL COMITÉ CONSULTIVO DE LA CNMV AL BORRADOR DE REAL DECRETO
SOBRE RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN Y DE LAS DEMÁS
ENTIDADES QUE PRESTAN SERVICIOS DE INVERSIÓN**

Comentarios generales, sobre técnica legislativa.

El Borrador de Real Decreto modifica algunos aspectos del Real Decreto 217/2008, y contiene determinadas normas de desarrollo que se dejan, en un mayor número, en el Borrador de Ley del Mercado de Valores y Servicios de Inversión, a desarrollo reglamentario.

El Comité quiere dejar constancia de que el plazo para realizar comentarios es extremadamente corto, teniendo en cuenta adicionalmente, que se trata de un Real Decreto enteramente nuevo en su redacción, sin indicación de qué aspectos se están realmente modificando. Por todo ello no es posible garantizar que todos los aspectos que precisen comentarios puedan ser adecuadamente tratados.

Adicionalmente, se proponen determinadas medidas de técnica normativa que se consideran adecuadas y en concreto:

- La incorporación a los textos a consulta de un índice, que permita una mejor comprensión de su estructura y eventuales cambios.
- La numeración de las páginas, sobre todo cuando los archivos a consulta no son editables.
- En aras del empleo eficiente de los recursos de las organizaciones afectadas y del cumplimiento de los plazos, la publicación de textos comparados y una breve nota explicativa de los cambios, al menos los de mayor relevancia.

Asimismo, al no existir un artículo que incluya definiciones de determinados términos de carácter muy técnico, el Comité considera adecuado que cuando se utilicen términos de esta naturaleza se aclare su significado mediante remisión a las normas donde estén definidos.

Comentarios concretos al borrador.

En concreto, el Comité quiere comentar acerca de los siguientes aspectos que regula este Borrador:

1.- Trasposición del régimen prudencial en materia de retribuciones de Empresas de Servicios de Inversión.

-El Borrador de Real Decreto contiene las previsiones normativas necesarias para la trasposición del nuevo régimen prudencial de las empresas de servicios de inversión, contenidas en la Directiva 2019/2034 y en el Reglamento 2019/2033.

Dentro de estas previsiones se incorporan las que tocan al régimen de remuneraciones fijado en la Directiva (Título IV, Capítulo V, Sección 2ª del Borrador de Real Decreto).

Específicamente, en lo que toca a las retribuciones variables, la Directiva permite determinadas opciones nacionales que fueron objeto de Consulta Pública en su momento.

Dichas opciones nacionales se plasman de forma adecuada en los artículos 101 y 105 a 108 del Borrador de real Decreto sometido a Audiencia Pública

El artículo 101 “Sobre el régimen jurídico de las Empresas de Servicios de Inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión” excluye de las previsiones sobre políticas de remuneraciones a las empresas de servicios de inversión pequeñas y no interconectadas según las define el artículo 12, 1º del Reglamento 2019/2033.

Entre los elementos que definen este tipo de empresas de servicios de inversión se incluye que el volumen de “activos dentro y fuera del balance” sean inferiores a 100 millones de euros.

Sin embargo, la normativa no establece qué activos se consideran activos fuera de balance que deben tenerse en consideración a efectos de este cálculo. Dado que las cuentas de orden se componen de partidas heterogéneas – no es lo mismo la existencia de operaciones pendientes de liquidar en una cámara de contrapartida central que asumir una posición de mercado en derivados financieros, por ejemplo- este concepto debería ser clarificado.

De todo ello depende que determinadas empresas de servicios de inversión tengan o no que cumplir con la obligación de constituir un Comité de riesgos o estén sometidas al cumplimiento de medidas en relación con la retribución variable, o deban constituir un Comité de Remuneraciones.

-Adicionalmente, dada la heterogeneidad de la estructura posible de los grupos de empresas de servicios de inversión, y con la finalidad de que se apliquen adecuadamente los principios de la regulación adaptados a cada caso, se propone que se prevea en el artículo 101 apartado 4, la posibilidad de que la CNMV, en atención a las características concretas de actividad, riesgo o sometimiento a otras regulaciones en esta materia, pueda excluir o matizar la aplicación consolidada de los requisitos de políticas retributivas en un grupo de empresas de servicios de inversión, dentro de lo previsto por el artículo 7 del Reglamento 2019/2033.

2.- Protección de los inversores respecto del nuevo régimen de determinadas entidades que puedan no cumplir con el nuevo régimen de solvencia y prestar determinados servicios de inversión, sin tener la condición de empresas de servicios de inversión.

El Comité considera que respecto de este tipo de entidades, la norma debe dejar enteramente claro y explícito todo el régimen jurídico de las mismas.

Así, debe quedar claro su régimen de autorización (no hay previsión legal sobre este proceso) y de funcionamiento en su caso, en términos similares a los de las empresas de servicios de inversión excepto en lo que toque a los requisitos que no se les exijan.

El Comité considera que estos aspectos no están adecuadamente tratados en el régimen legal que se describe en la Ley y en los artículos que la desarrollan en el Borrador de Real Decreto.

En particular, el artículo 5 del Borrador de Real Decreto, que establece cuáles de estas entidades podrán solicitar este régimen específico, no hace referencia al régimen de autorización. Tampoco los artículos 19 y 20 del Real Decreto especifican el régimen de autorización y registro de estas entidades.

En tanto se trata de entidades reguladas, autorizadas y supervisadas por CNMV, deberían estar (i) adecuada y detalladamente reguladas e (ii) inscritas en un registro público a cargo de CNMV para que los inversores puedan acudir al mismo y comprobar, en su caso, que son entidades reguladas y supervisadas que pueden prestar determinados servicios de inversión, y no entidades no reguladas.

De acuerdo con el régimen previsto en los Borradores (art. 119 y 124 de la Ley y 20, 1 f) del Real Decreto) los clientes de estas entidades no estarán cubiertos por el fondo de garantía de inversiones.

Estas entidades van a prestar a clientes minoristas los mismos servicios de inversión que van a prestar a ese tipo de clientes otras entidades que sí son empresas de servicios de inversión y cuyos clientes sí van a estar cubiertos por el fondo de garantía de inversiones.

Por ello, el Comité considera que, en aras de una adecuada información y protección de los inversores, la norma legal y reglamentaria deberían establecer de forma obligatoria que los clientes sean informados por estas entidades, de forma muy clara, de esta falta de cobertura antes de iniciar la prestación de servicios.

3.- Régimen de cobertura del seguro a contratar por las entidades a que se refiere el artículo 5 del Borrador de Real Decreto.

EI

Respecto al número 1, letra a), apartado 2º ii).

En el número 1, letra a), apartado 2º ii), en relación con la cobertura “territorial” del seguro de responsabilidad civil profesional que deben contratar este tipo de entidades, se observa una incongruencia, ya que se establece que ésta tendría que cubrir la responsabilidad civil profesional por negligencia en el ejercicio de su actividad profesional **en todo el territorio de la Unión Europea** y, sin embargo, más adelante en el mismo apartado se indica que la persona o entidad tomadora de dicho seguro, “no podrán prestar sus servicios **en otros Estados de la Unión Europea** de conformidad con lo dispuesto en los artículos [...]”, lo cual está en línea con lo que se señala en la Exposición de Motivos (régimen nacional sin pasaporte europeo).

Por tanto, se propone la siguiente eliminación:

Un seguro de responsabilidad civil profesional, un aval, u otra garantía equivalente que permita hacer frente a la responsabilidad por negligencia en el ejercicio de su actividad profesional ~~en todo el territorio de la Unión Europea~~, con una cobertura mínima de 1.000.000 euros por reclamación de daños, y un total de 1.500.000 euros anuales para todas las reclamaciones”

4.- Aspectos del régimen de sucursales de entidades de la EU.

Los artículos 33 y 36 regulan determinados aspectos del régimen de las sucursales de empresas de servicios de inversión de otros Estados de la Unión europea.

En alguno de estos artículos debería recogerse el régimen de aquellas sucursales de entidades que no están adheridas a un fondo de garantía en su Estado de origen, situación que se ha dado en el pasado y que requiere una adecuada previsión normativa.

Al igual que las empresas de servicios de inversión españolas para actuar en otros Estados miembros deben acreditar que sus clientes están protegidos por un fondo de garantía, las entidades de otros estados miembros que operen en España deben también estarlo, conforme se deriva del artículo 14 de la Directiva 2014/65.

5.- Medidas de organización interna en materia de protección de activos de clientes.

-El título del artículo 76 no resulta acorde con su contenido.

Dicho artículo no está regulando “Medidas de organización interna en materia de gestión de activos”, como reza su actual título, sino “Medidas de organización interna en materia de protección de activos de clientes”

-Por otro lado, no queda claro el alcance del párrafo 6º del Punto 1 que señala que “alternativamente” las empresas de servicios de inversión pueden depositar los instrumentos financieros y el efectivo de sus clientes en terceras entidades, cuando todos los párrafos anteriores se están refiriendo a este supuesto.

Cosa diferente es que los clientes individualmente decidan abrir directamente ellos cuenta en una entidad tercera. Supuesto que queda fuera de lo que regulan los apartados anteriores de este artículo.

Por tanto, parece que este párrafo debe aclararse en su alcance o suprimirse para no llamar a confusión.

6.- Apertura de cuentas por las empresas de servicios de inversión en el Banco de España.

El artículo 79 traspone el régimen de inversión de los saldos transitorios pertenecientes a clientes de empresas de servicios de inversión.

La primera previsión, en este sentido, es que las empresas de servicios de inversión depositen el dinero de sus clientes en el banco central.

Esta opción no es posible en España por razones operativas y, sin embargo, sería un elemento muy relevante de seguridad para los inversores y para las propias empresas de servicios de inversión, poder hacerlo.

Por ello, el Comité considera que este artículo, o bien una disposición transitoria del Real Decreto, debería mandar al Banco de España para que esta opción sea posible dentro de la operativa propia de este tipo de entidades.

En este sentido, debe recordarse que el Informe del Consejo de Estado de fecha 17 de diciembre de 2020 (emitido con ocasión de una circular del Banco de España sobre cálculo de aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos) señaló lo siguiente:

- Como han sugerido varias entidades durante la tramitación del proyecto, debería analizarse la forma de facilitar la utilización de cuentas del Banco de España para depositar los saldos transitorios de los clientes de las empresas de servicios de inversión, haciendo uso de la posibilidad que prevé el artículo 43.1 del Real Decreto 217/2008.

7.- Necesaria definición en interés de los inversores minoristas, del nuevo régimen de cobertura de clientes de las empresas de servicios de inversión por el Fondo de Garantía de Depósitos.

7.1.- Deficiente regulación del nuevo régimen y posible revisión del mismo.

El Real Decreto 1464/2018 introdujo por primera vez en el ordenamiento español, la cobertura de clientes de empresas de servicios de inversión por el Fondo de Garantía de Depósitos, cuando una entidad de crédito deviene insolvente y una empresa de servicios de inversión tiene efectivo de sus clientes depositado en dicha entidad de crédito.

Esta solución aparentemente sencilla, no lo es, y requiere de una detallada regulación que garantice su correcta aplicación y dé seguridad a las partes implicadas y sobre todo a los inversores minoristas, sin merma de su cobertura.

La redacción de dicho Real Decreto no alcanzó estos objetivos, y dentro del proceso de elaboración del informe del Consejo de Estado sobre una Circular de Banco de España para trasponer este nuevo régimen, se pusieron de manifiesto las deficiencias de este régimen reglamentario.

En concreto, el Consejo de Estado señaló lo siguiente:

*“Muchas de estas cuestiones derivan de la insuficiencia del marco normativo introducido por el Real Decreto 1464/2018 en el Real Decreto 217/2008, cuyas previsiones en relación con la cobertura por el Fondo de Garantía de Depósitos de los depósitos que mantengan las empresas de servicios de inversión en entidades de crédito con carácter instrumental y transitorio en caso de concurso de estas últimas resulta extremadamente escasa y requiere de un importante desarrollo normativo. Este desarrollo no le corresponde hacerlo al Banco de España por medio del presente proyecto de Circular, pero sería conveniente, a juicio de este Alto Cuerpo Consultivo, y **dada la relevancia de las cuestiones planteadas, que se llevase a cabo mediante la adopción o modificación de las normas legales y reglamentarias que resulten pertinentes.** En particular, se considera imprescindible para que el sistema previsto en el Real Decreto 217/2008 sea plenamente eficaz, especialmente si se mantiene el supuesto excepcional previsto en el proyecto de Circular, que la CNMV imponga a las empresas de servicios de inversión el deber de comunicar a las entidades de crédito los datos individualizados de los clientes a los que pertenezcan los fondos que tengan depositados en la entidad de crédito, estableciendo la forma en que deben hacerlo y las consecuencias sancionadoras que para ellas pueden derivarse de no cumplir con tal obligación. Solo de esta*

forma se lograría el cierre del sistema previsto en el Real Decreto 217/2008 y su adecuado funcionamiento.

Junto con lo anterior, cabe destacar, entre las cuestiones que convendría aclarar, las siguientes:

- Si la cobertura por el Fondo de Garantía de Depósitos de los saldos mantenidos por empresas de servicios de inversión en cuentas instrumentales y transitorias es independiente o no de la cobertura general proporcionada por dicho Fondo. En caso de no serlo, opción que parece ser la adoptada por la mayoría de países de la Unión Europea ,y la que parece establecer el Real Decreto 2606/1996 en su artículo 7, tendría que indicarse cómo se aplica la cobertura, es decir, si se van a cubrir primero los saldos que tengan los clientes en la entidad de crédito a su nombre o los que tengan a través de la empresa de servicios de inversión, de manera que esta pueda calcular el riesgo al que está expuesta.

- La forma en la que opera en estos casos la cobertura proporcionada por el Fondo de Garantía de Inversiones, es decir, si en los casos de concurso de una entidad de crédito que produzcan la insolvencia de una empresa de servicios de inversión dicha garantía no opera en absoluto, si opera de manera independiente y por tanto cubre otros 100.000 euros por inversor o si opera de forma complementaria a la garantía del Fondo de Garantía de Depósitos hasta alcanzar dicha cifra para cada inversor.

- Si la obligación de las empresas de servicios de inversión de identificar a sus clientes incluye, necesariamente, la cesión de sus datos personales y, en este caso, si conviene preverlo en una norma con rango de ley para evitar tener que recabar el consentimiento de todos ellos para ceder sus datos.

- La forma en que las empresas de servicios de inversión deben realizar la distribución de los saldos de cada cliente entre las entidades de crédito en las que tengan cuentas instrumentales de efectivo por cuenta de sus clientes.

- Como han sugerido varias entidades durante la tramitación del proyecto, debería analizarse la forma de facilitar la utilización de cuentas del Banco de España para depositar los saldos transitorios de los clientes de las empresas de servicios de inversión, haciendo uso de la posibilidad que prevé el artículo 43.1 del Real Decreto 217/2008.

La completa regulación de todas estas cuestiones solucionaría muchas de las dudas que se han manifestado a lo largo de la tramitación del proyecto de Circular sometido a consulta, y daría mayor seguridad jurídica a las empresas de servicios de inversión, entidades de crédito y organismos y entidades que se ven afectados por esta regulación.

A modo de conclusión, este Consejo de Estado se muestra de acuerdo con las previsiones contenidas en el proyecto de Circular sometido a consulta, sin perjuicio de las observaciones que se han formulado en relación con el supuesto excepcional previsto en él, pero estima imprescindible que se proceda a dictar la normativa de desarrollo que resulte pertinente -y en particular, las circulares de la CNMV que impongan a las empresas de servicios de inversión el cumplimiento de sus obligaciones de información sobre los saldos de sus clientes depositados en entidades de crédito- con el fin de garantizar el correcto funcionamiento en la práctica de las previsiones del Real Decreto 217/2008 y la no causación de distorsiones en el régimen del Fondo de Garantía de Depósitos.”

-El Comité considera, primeramente, que debe darse cumplimiento a todo lo que señala el Consejo de Estado -tras el correspondiente proceso de Audiencia Pública- en su informe.

- Adicionalmente, el Comité observa que esta nueva regulación supone un coste añadido para las empresas de servicios de inversión - lo que afecta a su capacidad de competir- sin que se produzca una correlativa mayor cobertura de los inversores, sino al contrario, una posible menor cobertura.

Así, antes de este régimen, los inversores minoristas tenían una cobertura máxima de 100.000 euros como depositantes en una entidad de crédito y otra de hasta 100.000 euros por el dinero entregado a una empresa de servicios de inversión para la prestación de servicios de inversión.

Con este nuevo régimen, se rebaja esta cobertura a 100.000 euros en total -cuando quiebra una entidad de crédito y también una empresas de servicios de inversión que tenía en ella depositado dinero de sus clientes, supuesto que ya ha ocurrido- sin que los inversores minoristas conozcan, ni puedan conocer a priori, en qué casos se produce esta limitación de su cobertura.

-El Comité considera que, en todo caso, esta opción de política regulatoria:

- Debería contrastarse con otras posibles soluciones para este tipo de situaciones, desde la cobertura por el fondo de garantía de inversiones como hasta el momento, al reconocimiento de un derecho de separación respecto de estos saldos, o al pago directo a la empresa de servicios de inversión para su traspaso a otra entidad de crédito, como prevén otros sistemas europeos.
- En todo caso, de mantenerse esta opción en el Borrador de Real Decreto, el Comité manifiesta que todos los aspectos que señala el Consejo de Estado deben estar muy claramente regulados, con detalle, en el Real Decreto, y
- Resulta esencial que este nuevo régimen de cobertura, no suponga una merma de la protección de los inversores, que siempre deben tener una cobertura de hasta 100.000 euros como depositantes y de hasta 100.000 euros como cliente de una empresa de servicio de inversión.

7.2.- Aclarar qué información y con qué distribución entre cuentas, deben facilitar las empresas de servicios de inversión a las entidades de crédito.

En relación con lo señalado en el apartado anterior de este informe, y de mantenerse esta opción de política regulatoria, el apartado 3 del artículo 79 establece la obligación de las empresas de servicios de inversión que tengan saldos de efectivo de clientes suyos depositados en entidades de crédito de individualizar los saldos correspondientes, a efectos de que la entidad de crédito pueda calcular sus aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos que correspondan.

Esta es una obligación enteramente nueva, que resulta perjudicial para el desarrollo del negocio de las empresas de servicios de inversión que deben informar de sus clientes a entidades competidoras y respecto de la que no hay previsión alguna sobre cómo debe

hacerse tal individualización, por ejemplo, cuando una empresa de servicios de inversión tiene cuentas abiertas en varias entidades de crédito, lo que es frecuente.

Se valora positivamente que el Borrador de Real Decreto prevea que no haya que dar los datos de identificación de los clientes concretos, pero esta nueva situación requiere una regulación más clara, a juicio del Comité, en los términos que señaló el mencionado informe del Consejo de Estado, lo que requeriría una Circular de la CNMV.

En este sentido, el Informe del Consejo de Estado de 17 de diciembre de 2020 señala lo siguiente:

“(…) estima imprescindible que se proceda a dictar la normativa de desarrollo que resulte pertinente -y en particular, las circulares de la CNMV que impongan a las empresas de servicios de inversión el cumplimiento de sus obligaciones de información sobre los saldos de sus clientes depositados en entidades de crédito- con el fin de garantizar el correcto funcionamiento en la práctica de las previsiones del Real Decreto 217/2008 y la no causación de distorsiones en el régimen del Fondo de Garantía de Depósitos.”

8.- Clausulas de reintegración.

El artículo 87 introduce el párrafo 4 al objeto de incorporar la Directiva MIFID Quick Fix al ordenamiento español. El Comité propone determinadas correcciones al mismo:

- La referencia a la definición de “cláusulas de reintegración” no es correcta. Dicha definición se recogería en el art. 4 apartado 1 (44 bis) de MIFID 2. Sin perjuicio de lo anterior, por consistencia, creemos conveniente que se adopte el mismo enfoque en cuanto a incluir bien expresamente bien por remisión a MIFID 2 la definición de “cláusula de reintegración” en todos los nuevos preceptos que recogen la excepción prevista por MIFID Quick Fix (señaladamente, el artículo 87 del RD ESIs y los artículos 171.1.(c) y 194.3 del APLMV).
- Como se ha indicado en los comentarios al APLMV, sería conveniente aclarar que la excepción de las obligaciones de gobernanza de producto aplica no sólo a los bonos con cláusula de reintegración, sino que también sería de aplicación a aquellos bonos más sencillos que no incorporan ningún derivado implícito. En consecuencia, por consistencia con el resto de las adaptaciones incluidas en el APLMV al respecto, sugerimos incluir la siguiente mención:

“bonos no estructurados o sin más derivados implícitos que una cláusula de reintegración”.

- Por otro lado, dado que la Directiva MIFID Quick Fix no hace distinción en función del tipo de servicio de inversión prestado para la aplicación de esta exención, habría que eliminar la referencia *“servicios diferentes del asesoramiento y la gestión de carteras”*.

9.- Régimen de incentivos.

9.1.-Con respecto al apartado 2 (a) del artículo 120, convendría aclarar que los tres supuestos recogidos (1º, 2º y 3º) son únicamente ejemplos y, por tanto, que no se trata de un listado exhaustivo sino que hay otras circunstancias en las que podrían cumplirse el aumento en la

calidad del servicio. Ello sería coherente con la Directiva Delegada 2017/593 que desarrolla MIFID 2, en cuyo considerando 21 se indica: “Con tal objeto, y sin perjuicio de otras condiciones, debe establecerse una lista no exhaustiva de situaciones consideradas pertinentes respecto a la condición de que los incentivos eleven la calidad del servicio al cliente correspondiente”. A este respecto, si bien la inclusión de estos tres supuestos en el texto normativo les confiere la cualificación de “puertos seguros”, aumentando la seguridad jurídica de las entidades, convendría aclarar que no son los únicos. Lo contrario podría colocar a las entidades españolas en una situación de desventaja competitiva en la medida en que otros países de la UE hayan reconocido/regulado la existencia de otros supuestos adicionales en los que se cumple el aumento en la calidad del servicio.

9.2.- Adicionalmente, el Comité transmite una serie de consideraciones sobre esta cuestión.

La transposición de MIFID II en España se realizó de una forma mucho más exigente, dado que la lista de supuestos en los que los incentivos se permitían era, como es bien sabido, abierta en la literalidad de la Directiva, mientras que el regulador español optó por una lista cerrada, con posibilidad de recoger nuevos supuestos mediante una habilitación (al Ministerio, y con su habilitación, a la CNMV) de la que nunca se ha hecho uso.

Las consecuencias de esta exigente implementación presentan luces y sombras, y entre sus efectos, que se seguirán notando en los próximos años, se observa:

- a) Por una parte, el esfuerzo realizado por las entidades financieras para su adaptación ha permitido, sin duda, una **notable mejora en la calidad del servicio, en beneficio del inversor, especialmente el minorista**. A estos efectos, y sin entrar en un grado de detalle cuyo lugar no es esta ponencia, cabe destacar:
 - el **aumento del asesoramiento y la gestión discrecional de carteras**. El 56% de las Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, IIC) distribuidas en España a finales de 2020¹ lo han sido mediante gestión discrecional o asesoramiento, frente a prácticamente un 10% en el entorno Pre-MIFID II.
 - el **incremento de la arquitectura abierta y la efectiva distribución de productos de terceros**, que ascienden al 23,2%², y cuyo efectivo ofrecimiento ha sido constatado por el reciente ejercicio de *mystery shopping* realizado por la CNMV y,
 - lo que es más importante, y a diferencia de lo que ha ocurrido en otras jurisdicciones, ha permitido **mantener el acceso a los mercados e instrumentos financieros por todos los inversores, incluidos aquellos con un volumen bajo de patrimonio**, conservando una elevada cifra de partícipes minoristas, como se indica más adelante.

¹ Estadísticas de gestión discrecional de carteras y distribución de IIC elaboradas trimestralmente por INVERCO: <http://www.inverco.es/archivosdb/gdc-distriic-dic2020.pdf>

² Misma estadística que la nota al pie anterior.

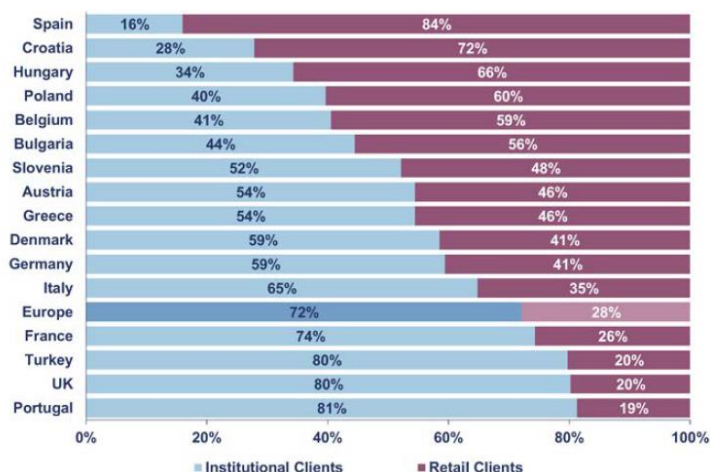
b) Por otra parte, la adaptación a MIFID II:

- Ha puesto de manifiesto la **dificultad de implementación por las EAF**, a la que la propia Exposición de motivos del Proyecto hace referencia³. Destaca así la tendencia ya observada en 2019 respecto a la reducción del número de entidades y del patrimonio asesorado, que se ha consolidado en 2020, experimentando un descenso del 44% respecto al año anterior, hasta los 12.000 millones de euros. Además, este último año (2020), la disminución del patrimonio asesorado se ha producido tanto en el cliente minorista como no minorista (cosa que no había ocurrido previamente, ya que en años anteriores el asesoramiento a cliente minorista se había mantenido o había crecido ligeramente).
- Ha **coadyuvado en el proceso de concentración de entidades**, para las que los ingresos derivados de la prestación de servicios financieros y distribución de productos de inversión ha pasado a ser una línea imprescindible de su cuenta de resultados, atendiendo a los bajos y persistentes niveles de tipos de interés.
- En consecuencia, ha ocasionado una **reducción de la siempre sana competencia en la prestación de servicios de inversión** (con sus correspondientes efectos en el empleo), que si bien todavía muestra un mapa suficientemente variado y diverso, debe preservarse en lo que se refiere a cantidad y tipología de entidades prestadoras.

Por todo ello, y sin perjuicio de lo dicho en el apartado 8.1. anterior, se espera que las medidas normativas que, en su caso deriven de la revisión de MiFID II, no supongan una nueva restricción, ya que ésta podría llegar no solo a aumentar los efectos indeseados señalados en el apartado b) anterior, sino también a poner en peligro alguno de los logros del apartado a), y muy especialmente el relativo a la **inclusión financiera, sobre todo de inversores de bajo nivel de inversión**, cuyo peso en países como España resulta especialmente significativo, como muestran los doce millones de cuentas de partícipes y el elevado peso del inversor minorista (84%), frente al institucional (16%), en la comparativa con otros países europeos⁴.

³ “Las EAF, como las ESI en general, son empresas pequeñas con una naturaleza y perfil de riesgo muy bajo, con dificultades para competir en contexto actual tras la implementación de la Directiva 2014/65/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (en adelante, Directiva MIFID II o MIFID II) al estar sometidas a requisitos exigentes para su tamaño y cuyo impacto en la estabilidad financiera es prácticamente nulo”.

⁴<https://www.efama.org/sites/default/files/publications/AssetManagement%20in%20Europe%2026%20NOV%2020.pdf> (pg. 14)



10.- Clientes profesionales.

Sería conveniente incluir algunas aclaraciones con respecto a las entidades/operadores que se encuadran en el apartado (d) (*“los inversores institucionales que, no estando incluidos en la letra (a), tengan como actividad habitual invertir en valores u otros instrumentos financieros”*).

En concreto, sería oportuno aclarar que, en vista de su naturaleza/características/finalidad, los vehículos creados para operaciones de *project finance* estarían comprendidos en dicho apartado.

11.- Análisis de escenarios

Teniendo en cuenta que el contenido del artículo 128 ya estaba en vigor (art. 71.3 RD ESIS vigente), y que los próximos RTS de la normativa PRIIPS⁵ incorporan la obligatoriedad de incluir escenarios de rentabilidad, se cuestiona la necesidad de mantener este artículo, que parece poner sobre las ESIs una obligación de análisis de escenarios, más allá de la ya de por sí costosa y compleja evaluación exigida para los productores de PRIIPS.

En caso de mantenerse, al menos debería especificarse que dicho análisis no deberá realizarse en caso de que la información a suministrar por el productor del instrumento financiero ya incluya, en cumplimiento del marco legal que le resulte aplicable, la elaboración de escenarios de rentabilidad.

12.- Comentarios relacionados con el ámbito de la Inversión Colectiva

12.1.- Reflexión general

⁵ Aprobados por las ESAS en febrero de 2021, y pendientes de adopción por la Comisión Europea, el Parlamento y el Consejo, lo que se espera se produzca sin incorporación de cambios en su contenido.

Dos de los proyectos normativos a consulta (LMV y RD ESIs) tienen como finalidad, entre otras, transponer la Directiva (UE) 2021/338 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de febrero de 2021 (MIFID II “Quick fixes”) cuyo plazo de transposición es posterior (28 de noviembre de 2021) al de otra norma europea, la Directiva (UE) 2019/1160 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019, por la que se modifican las Directivas 2009/65/CE y 2011/61/UE en lo que respecta a la distribución transfronteriza de organismos de inversión colectiva, actualmente todavía en fase de consulta pública, cuyo plazo de transposición finaliza el 2 de agosto de 2021.

Durante la audiencia previa que tuvo lugar en marzo de 2020, se hacía referencia a la próxima modificación de la Ley de IIC (LIIC) y a su Reglamento (RIIC) y a la posibilidad de incorporar en los textos otras propuestas para un mejor funcionamiento del sector de la inversión colectiva en España, entre las que se encuentran algunas muy relevantes, entre otras:

- La optimización de la normativa española de información de las IIC, para simplificar el marco y alinearlo con la normativa europea, por ejemplo suprimiendo informes que no existen en otros países (como el informe trimestral de las IIC) o maximizando las posibilidades que ofrecen los formatos electrónicos para el suministro de información, algo que el Proyecto de RD a consulta realiza en su art. 152, ampliando aún más la brecha con el régimen de información “digital” de las IIC, manifiestamente obsoleto.
- Mejoras en el funcionamiento actual de las cuentas globales.
- Limitación de la responsabilidad de la SGIIC en la comercialización en el exterior mediante modificación del Reglamento del Impuesto sobre No Residentes, o
- Regulación del préstamo de valores, por citar solo algunas.

No resulta oportuno formular aquí un detalle exhaustivo de todas estas propuestas, pero sí parece conveniente formular una **reflexión general sobre la posible conveniencia de aprovechar los proyectos a consulta objeto de estas observaciones para adelantar las citadas propuestas de mejora**, para que éstas puedan estar en vigor lo antes posible.

12.2.-Disposiciones aplicables a las SGIIC y SGEIC

a) Posibilidad de empleo de cuentas transitorias acreedoras de carácter instrumental

En la letra a) del artículo 23, sobre artículos del Real Decreto aplicables a SGIIC, debería añadirse la referencia al art. 72.2, sobre posibilidad de empleo de cuentas transitorias acreedoras de carácter instrumental, en términos similares a los que se permiten para las empresas de servicios de inversión, tanto para canalizar la operativa de suscripciones y reembolsos como para gestionar el pago de los gastos

de análisis cuando éste sea imputable a las IIC. Lo anterior sin perjuicio de lo establecido en la normativa específica de IIC, que también debería modificarse en este sentido (arts. 40 LIIC y 133.2 RIIC).

Esta previsión les permitiría competir en igualdad de condiciones que sus homologas europeas, facilitando la operativa de comercialización transfronteriza de IIC no españolas por parte de SGIIC españolas, que en la actualidad, se ven obligadas a utilizar los servicios de empresas de servicios de inversión o entidades de crédito en las que los clientes de la SGIIC abren una cuenta de depósito de valores y efectivo, estando las participaciones de la IIC no española a nombre de la entidad española que ofrece este tipo de servicios.

b) Clarificación del impacto de MIFID en la comercialización de IIC por SGIIC

Dado que la comercialización de IIC propias por parte de las SGIIC no es un servicio de inversión, y el propio Proyecto de RD ESIs en su art. 4. i) incluye a las IIC y sus Gestoras dentro de los supuestos de no aplicación de los requisitos y obligaciones establecidos en la Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión, sería conveniente dejar claro la no aplicación de la normativa de prestación de servicios de inversión a este supuesto, esto es, la comercialización de las IIC de las que sean gestoras. El mismo argumento es aplicable a las SGEIC.

Para ello, se propone incluir en el art. 23 un último párrafo que establezca:

“Con excepción de lo establecido para la evaluación de la conveniencia en esta normativa y en la Ley del Mercado de Valores y Servicios de Inversión, los requisitos y obligaciones establecidos en ambas normativas relativos a la prestación de servicios de inversión no se aplicarán a las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva ni a las Sociedades Gestoras de Entidades de Inversión Cerradas cuando comercialicen Instituciones de Inversión Colectiva o Entidades de Inversión Cerradas de las que sean gestoras”

La finalidad de incluir este nuevo párrafo en el art. 23 es lograr una mejor alineación con la actual normativa europea que diferencia claramente entre “servicios de inversión” sujetos a la Directiva MiFID II y la actividad de comercialización de IIC propias como función incluida dentro de la actividad de gestión colectiva y, por tanto, sujeta a las Directivas UCITS (Directiva 2009/65/CE del Parlamento europeo y del Consejo de 13 de julio de 2009 por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios) y DGFIA (Directiva 2011/61/UE del Parlamento europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos). En este sentido:

- las Directivas UCITS y DGFIA en sus respectivos Anexo II y Anexo I configuran la actividad de comercialización como una función incluida en la actividad de gestión de carteras colectivas. En ambos textos normativos dicha función queda diferenciada claramente de la posibilidad de prestar otros servicios a los que sí aplicaría MIFID II, entre los que se encontrarían, la gestión discrecional de carteras, el asesoramiento sobre inversiones o la recepción y transmisión de órdenes.
- La propia Directiva MIFID II en su considerando 34 establece lo siguiente “(34) *Deben excluirse del ámbito de la presente Directiva las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones, independientemente de que estén coordinados o no a escala de la Unión, y los depositarios o gestores de dichas empresas, ya que están sujetos a normas específicas directamente adaptadas a sus actividades.*” La comercialización de IIC, al ser parte de la función de gestión de carteras colectivas, es parte integrante de esa normativa específica adaptada a las actividades de las SGIIC y que queda fuera del ámbito de aplicación de MIFID II. Dicho considerando se traduce en la excepción del art. 2.1 (i) de la propia Directiva y que recoge actualmente el ya mencionado art. 4.i) del Proyecto de Real Decreto de Empresas de Servicios de Inversión.

Todo lo anterior, sin perjuicio de que una protección similar de los clientes pueda armonizarse, lo que debería hacerse, en su caso, a nivel europeo necesariamente.

13.- Actualización de referencias normativas

La D.F. Tercera del Proyecto de RD modifica el art. 100.3 RIIC, en materia de recursos propios.

Si bien, como se ha señalado está prevista una modificación más amplia del RIIC que la que actualmente realiza el Proyecto, se recuerda que se deberían actualizar las referencias que hace el RIIC a la LMV y al RD ESIs conforme a la nueva normativa (algunas de las referencias están ya, a fecha de hoy, desactualizadas) y a las Directivas europeas.

Un ejemplo es el referido a la honorabilidad de los consejeros, que está en el art. 108 e) RIIC, en el que se debería actualizar la referencia, incluyendo los art. 55 apartados dos, art. 56, art. 57 del Proyecto de RD ESIs.

14.- Información en formato electrónico.

Sería conveniente incluir una aplicación íntegra del art. 152 del Proyecto de RD ESIs al suministro de información derivada de la legislación específica de IIC, permitiéndose así que también el ámbito de las IIC pueda beneficiarse de las oportunidades que ofrece el suministro de información por esta vía.

15.- Otras cuestiones

Sin ánimo de exhaustividad, en este apartado se recogen posible erratas o propuestas de clarificación, para una mejor comprensión de la norma:

15.1.-Artículo 2. Ámbito de aplicación

- En el art. 2.2, la referencia al art. 21.1 de este Real Decreto debe serlo al art. 22.
- En el art. 2.5, la referencia a la normativa aplicable a las SGIIC y SGEIC, sobre el art. 21.2, debe sustituirse por el art. 23.

15.2.- Artículo 17.5. Régimen de representación

Por coherencia con el resto del artículo, la referencia final a “representante” debería sustituirse por la de “agente”.

15.3.-Artículo 23. Disposiciones aplicables a SGIIC y SGEIC

La referencia de la letra a) al art. 4.2 de este Real Decreto ha de serlo al art. 4.1.

15.4.-Artículo 112. Clientes profesionales

Se recoge la definición de cliente profesional *“en virtud de lo dispuesto en el artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores y de Servicios de Inversión”*. Sin embargo, el art. 2 no se refiere a esta cuestión, sino a la definición de instrumentos financieros.

15.5.-Artículo 114. Información referente a la clasificación de clientes

En el apartado 3, se indica que *“las clasificaciones de clientes realizadas con anterioridad a la entrada en vigor de este real decreto y con arreglo a parámetros y procedimientos similares a los referidos anteriormente, no se verán afectadas automáticamente por la entrada en vigor de este real decreto”*.

Dado que ni MIFID II Quick fixes ni, salvo error, los textos a consulta, incorporan cambios en la propia clasificación de los clientes, este apartado debería quedar redactado de manera que queden claros su alcance y efectos, o bien suprimirse, dado

que ya existe en el RD ESIs vigente (art. 60.3) y parece, por tanto, referirse a las reclasificaciones realizadas en adaptación al mismo.

15.6.- Artículo 120. Incentivos

- **Apartado 2, punto 3º:** El art. 11.2.a.iii) de la Directiva Delegada 2017/593, incluía entre los supuestos de incentivos permitidos, el de *“la provisión de acceso, a un precio competitivo, a una amplia gama de instrumentos financieros [...]”*. La transposición española endureció el régimen, incluyendo en la redacción del art. 62 RD ESIS *“ofrecer, a un precio competitivo, a una amplia gama de instrumentos financieros [...]”*. Como se observa, el RD mantuvo la preposición “a”, que no era necesaria, al haberse sustituido la obligación de *“dar acceso a”* por la de *“ofrecer”*. El Proyecto de Real Decreto conserva esta redacción, que debería modificarse.
- **Apartado 5, penúltimo párrafo:** Se recoge una referencia a la letra g) del artículo [Deber general de información], que se entiende debe realizarse a la letra c) (del art. 151 del Proyecto).

15.7.- Artículo 122.7. Incentivos en relación con el análisis

Por dotar de uniformidad a la redacción del artículo, se sugiere utilizar siempre la denominación análisis y sustituir el término “investigación” por “análisis” en aquellas partes del artículo en que se sigue utilizando.

15.8.- Art. 152. Información en formato electrónico

- En aras de una mejor comprensión de la norma, sería conveniente incluir en el RD, como apartado 1, lo que ya se recoge en la Ley, renumerando el resto de apartados:

“1. Las empresas de servicios de inversión facilitarán toda la información exigida por la presente Directiva a sus clientes o clientes potenciales en formato electrónico, salvo cuando el cliente o cliente potencial sea un cliente minorista o cliente minorista potencial que haya solicitado recibir la información en papel, en cuyo caso la información se les facilitará en papel de forma gratuita”.

- Sería conveniente reforzar el hecho de que la comunicación se refiere al stock de clientes minoristas, siguiendo la redacción literal del artículo correspondiente a MIFID II Quick fixes:

*“2. Las empresas de servicios de inversión deberán informar a los clientes minoristas **actuales** que venían recibiendo la información exigida por la Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión y el presente real decreto en papel, sobre el hecho de que van a recibir la información en formato electrónico de acuerdo con el artículo [Deber general de información] de la Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión al menos ocho semanas antes de mandar la información en formato electrónico. Las empresas de servicios de inversión informarán a **sus**los clientes minoristas **con que cuenten en ese momento** que tienen la posibilidad de seguir recibiendo la información en papel o cambiar a información en formato electrónico. También informarán a sus clientes minoristas **actuales** que se producirá un cambio automático al formato electrónico siempre que no se solicite la continuación de la provisión de información en papel en el mencionado plazo de ocho semanas. No es necesario informar a los clientes minoristas existentes que ya reciben la información exigida por la Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión y el presente real decreto en formato electrónico”.*

15.9.- Artículos 154 a 157- Proveedores de servicios de suministro de datos

La ordenación sistemática del texto parece recomendar que estos artículos se sitúen a continuación del art. 150, dentro del Título VII (“Proveedores de servicios de suministro de datos”), y que los arts. 151, 152 y 153, se ubiquen en el Título VI (“Normas de conducta aplicables a quienes presten servicios de inversión”).