

6.1 Entidades proveedoras de servicios de inversión

El ejercicio 2018 ha estado marcado por la incorporación a nuestro ordenamiento jurídico de la Directiva MiFID II¹, el Reglamento MiFIR² y el Reglamento PRIIPS³, normas todas ellas de aplicación a partir de enero de 2018.

Asimismo, se encuentra muy avanzado el proceso de aprobación de una directiva y un reglamento europeos sobre el régimen de solvencia aplicables a las empresas de servicios de inversión cuyo tamaño y actividad no puedan asimilarse a los de las entidades de crédito.

En el cuadro 6.1.1 se observa que, como resultado de las actuaciones de supervisión, la CNMV remitió durante el ejercicio un total de 865 requerimientos a las entidades supervisadas, de los que 659 tuvieron su origen en la supervisión a distancia.

Supervisión de ESI/ECA: requerimientos remitidos por la CNMV en 2018

CUADRO 6.1.1

Tipo de requerimiento	A distancia	In situ	Total
Por información fuera de plazo	149	12	161
Solicitud de información	319	118	437
Medidas correctoras o recomendaciones	98	22	120
Otras comunicaciones	93	54	147
Total	659	206	865

Fuente: CNMV.

Normas de conducta y requisitos organizativos

La CNMV ha desarrollado una labor de comunicación con las entidades que prestan servicios de inversión con el objetivo de resolver las diversas cuestiones que se han planteado en relación con la nueva normativa. Para dar la mayor difusión posible a estas cuestiones, ha actualizado los diversos documentos de preguntas y respuestas sobre legislación publicados en su página web.

En el ámbito de la supervisión, la CNMV ha llevado a cabo dos revisiones horizontales, en las que se ha analizado de forma temprana el cumplimiento de nuevas

1 Directiva 2014/65/UE de Mercados de Instrumentos Financieros.

2 Reglamento (UE) n.º 600/2014 de Mercados de Instrumentos Financieros.

3 Reglamento (UE) n.º 1286/2014 sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros.

obligaciones que se consideran especialmente relevantes por parte de una muestra representativa de las entidades que prestan servicios de inversión. En concreto, se ha llevado a cabo una revisión del nivel de adaptación de las empresas que prestan servicios de inversión a las nuevas obligaciones de información relativas a incentivos y costes establecidas en la Directiva MiFID II (véase detalle en el recuadro 7) y a las obligaciones establecidas en el Reglamento PRIIPS (véase detalle en el recuadro 6).

En el marco de las actuaciones de supervisión horizontales, la CNMV también ha realizado un análisis de la distribución de ETF e IIC domiciliadas en los EE. UU., a consecuencia del cual se ha recordado a una pluralidad de entidades el régimen legal aplicable a la comercialización en España de estos productos. En concreto, se ha señalado que estas IIC no cuentan con pasaporte y que, entre otros requisitos, es preciso que sean expresamente autorizadas y registradas por la CNMV. Adicionalmente, también se ha recordado que no pueden recomendarse o venderse a un inversor minorista sin haberle proporcionado antes el documento de datos fundamentales ajustado a las previsiones contenidas en el Reglamento PRIIPS.

Asimismo, en 2018 se ha trabajado de manera coordinada con ESMA para la adopción de dos decisiones que respectivamente prohíben o restringen la comercialización de opciones binarias y de contratos financieros por diferencias (CFD). En particular, se han realizado ejercicios de recopilación de información de la actividad sobre este tipo de productos y se ha trabajado en las posibles medidas a adoptar por parte de la CNMV al vencimiento de las mencionadas decisiones de ESMA.

Por otra parte, la CNMV sigue llevando a cabo tanto inspecciones *in situ* como actuaciones a distancia, en las que se analiza el cumplimiento de aspectos de interés supervisor por parte de las entidades que prestan servicios de inversión. Las actuaciones se determinan teniendo en cuenta principalmente la información que las entidades reportan periódicamente a la CNMV. Durante este ejercicio se han tenido en cuenta también por primera vez las comunicaciones de infracciones (*whistleblowing*) recibidas en la CNMV conforme al nuevo procedimiento establecido en el TRLMV.

Obligación de las entidades de adoptar medidas dirigidas a garantizar la fiabilidad de la información obtenida de los clientes para evaluar la conveniencia o idoneidad de sus inversiones

RECUADRO 13

La CNMV considera importante —y así lo ha venido destacando en los últimos años en sus actuaciones de inspección— que las entidades adopten medidas y realicen actuaciones dirigidas a asegurar que la información que obtienen de los clientes minoristas para evaluar la conveniencia y la idoneidad de sus operaciones conforme a lo previsto en los artículos 212, 213 y 214 de la Ley del Mercado de Valores es coherente, se ajusta a la realidad y está actualizada.

Una inadecuada evaluación de la conveniencia o la idoneidad de las operaciones, como consecuencia de deficiencias o errores en la información obtenida, puede implicar la venta o recomendación de productos inadecuados para los clientes o la no formulación o cumplimentación requerida legalmente de advertencias o textos manuscritos en los que el cliente reconoce que se le ha

informado de que cierto producto no es conveniente para él. Ello, lógicamente, puede facilitar indebidamente a la entidad la colocación de valores e instrumentos financieros, tanto propios como de terceros.

El artículo 54.7 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril, que se refiere a la evaluación de la conveniencia e idoneidad, establece que las empresas de servicios de inversión deben tomar medidas razonables para garantizar que la información recogida sobre sus clientes o posibles clientes sea fiable, y menciona que (sin carácter limitativo) deben adoptarse «las medidas oportunas para asegurar la coherencia de la información del cliente, por ejemplo examinando si existen inexactitudes evidentes en la información» y la de «cerciorarse de que los clientes sean conscientes de la importancia de facilitar información exacta y actualizada». Por su parte, el artículo 55 del mismo reglamento establece que las entidades tienen derecho a confiar en la información suministrada por sus clientes a efectos de evaluar la conveniencia y la idoneidad, salvo en el caso de que «sepan, o deban saber, que la misma está manifiestamente desfasada, es inexacta o incompleta».

Aunque las evaluaciones de conveniencia e idoneidad han de realizarse caso por caso, las entidades deben también adoptar medidas y realizar actuaciones razonables para procurar que la información recogida sobre los clientes sea fiable en términos generales.

A este respecto, resulta de interés analizar si se dan situaciones *a priori* atípicas, que cabría esperar que no se presenten o que solo se presenten de un modo meramente ocasional o aislado. Para ello pueden considerarse aspectos o indicios como los siguientes:

- Si resultan razonables los datos globales sobre el grado de formación académica de la clientela minorista teniendo en cuenta sus características sociológicas.
- Si resultan razonables los datos globales correspondientes a clientes con un elevado grado de conocimientos financieros, en particular cuando se trate de colectivos de clientes que no dispongan de experiencia profesional o inversora previa o de un nivel de formación académica coherente con ello.
- Si resulta razonable el dato global sobre clientes minoristas con experiencia inversora previa en instrumentos complejos infrecuentemente distribuidos al público minorista, en particular cuando la experiencia de los clientes no se corresponda con su operativa en la entidad.

Para la adecuada detección y subsanación de situaciones como las señaladas, las entidades deben contar con procedimientos adecuados:

- Procedimientos durante la contratación. Resulta apropiado el establecimiento de mecanismos que permitan al personal que recaba información la detección de situaciones que *a priori* sean atípicas. La inclusión de alertas automáticas en los aplicativos informáticos que se empleen durante el proceso de obtención de la información puede resultar muy útil a estos efectos¹.

- Procedimientos de revisión de la información dirigidos a analizar periódicamente si la información es, en general, correcta y coherente o si, por el contrario, existen colectivos de clientes en los que puede no reflejar adecuadamente su nivel general de formación académica, de conocimientos financieros o de experiencia, con independencia de que dichos datos se desprendan de los cuestionarios de conveniencia o de idoneidad formalizados.
- Procedimientos para la subsanación de incidencias. En caso de que se detecten incoherencias, discrepancias o un elevado volumen de situaciones atípicas —debidas a diferentes motivos, como que la información del cliente no se haya recabado de forma correcta—, deben realizarse los trabajos adecuados para contrastar y validar los datos, utilizando vías alternativas a la mera comprobación de que la información se corresponde con la reflejada en los cuestionarios formalizados.

1 A este respecto, véanse también las directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de MIFID II, de 6 de noviembre de 2018, ref. ESMA 35-43-1163, (en particular, la directriz general n.º 2 y sus complementarias) de la que cabe destacar su párrafo 32: «Las empresas deberían diseñar sus cuestionarios de manera que les permitan recabar la información necesaria sobre sus clientes. Esto puede resultar especialmente pertinente para las empresas que prestan servicios de asesoramiento automatizado, dada la limitada interacción humana. A fin de garantizar que cumplen con los requisitos relativos a esta evaluación, las empresas deberían tener en cuenta factores como: [...] Si se han tomado medidas para abordar las respuestas incoherentes de los clientes (como la incorporación en el cuestionario de características de diseño que avisen a los clientes cuando sus respuestas parezcan carecer de coherencia interna y les sugieran reconsiderarlas, o la implantación de sistemas que marquen automáticamente la información aparentemente incoherente facilitada por un cliente para que la empresa la revise o le dé seguimiento)».

Se consideran de especial interés las siguientes incidencias y debilidades que se han detectado en el curso de estas actuaciones:

Se han identificado casos en los que la información obtenida por las entidades que prestan servicios de inversión para evaluar la conveniencia e idoneidad de las operaciones de sus clientes minoristas sobrevalora de modo significativo su formación, conocimientos financieros y experiencia inversora. En algunos casos esta incidencia afecta a un alto número de clientes.

En varias inspecciones se han puesto de manifiesto dificultades en la extracción de la información solicitada por la CNMV en el curso de la actuación y debilidades en los sistemas de registro de las entidades, que deberían subsanarse. En relación con esta cuestión, cabe señalar que también se ha requerido a varias entidades para que adopten medidas de refuerzo adicionales para el adecuado reporte de algunos aspectos concretos de la información periódica remitida a la CNMV en los estados reservados.

Se han detectado casos puntuales de incumplimiento del deber de comportarse con diligencia y transparencia en interés de los clientes. Además, en el ámbito del asesoramiento, se ha observado una inadecuada gestión de los conflictos de interés existentes en la colocación a clientes minoristas de productos estructurados emitidos por el grupo y su posterior recompra antes del vencimiento a precios aparentemente alejados del valor razonable (con unos diferenciales relevantes de los que, en el caso de las recompras, no se informa a los clientes). Este hecho resulta especialmente significativo

en los casos en los que la recompra antes de vencimiento es consecuencia de una recomendación de la propia entidad prestadora del servicio, en la que se propone al cliente la venta del bono estructurado que tiene en cartera y la inversión en una nueva emisión de bonos estructurados emitidos por entidades del grupo a un precio de colocación superior al valor razonable (del que, en este caso, sí se informa al cliente).

En el caso de una entidad que había sido previamente inspeccionada en ejercicios anteriores, se realizó un seguimiento que ha puesto de manifiesto la existencia de deficiencias muy relevantes que afectan a diversos ámbitos de su actividad. En particular, estas deficiencias atañen a su estructura organizativa y a la prestación del servicio de asesoramiento, y han generado propuestas de actuaciones administrativas adicionales.

Resultan destacables los hechos identificados en una entidad por la existencia de conflictos de interés gestionados indebidamente, derivados de la operativa de gestión y de asesoramiento sobre valores registrados en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), valores que son de reducida liquidez.

En el caso de una inspección a una entidad se observó que algunos de los agentes contaban con una web propia en la que, además de informar de los productos y servicios de la propia agencia, incluían información sobre otros servicios no autorizados para la propia entidad ni, por tanto, para el agente.

La CNMV también ha prestado atención a la preparación de las sucursales de entidades del Reino Unido que prestan servicios de inversión en España ante los diferentes escenarios en que puedan concluir las negociaciones sobre el *brexít*. Para ello, se ha solicitado información sobre los planes de las citadas sucursales ante esta contingencia, con especial énfasis en el deber de informar adecuadamente a los clientes sobre sus efectos. La actuación de supervisión puntual sobre una sucursal concluyó con su baja en el registro de la CNMV.

En cuanto a las plataformas de financiación participativa (PFP) —que, a pesar de no ser prestadoras de servicios de inversión, se supervisan en el mismo departamento de la CNMV—, la supervisión ha continuado descansando sobre la revisión de la diversa documentación que deben remitir anualmente. De la información obtenida cabe concluir que este sector, aunque sigue teniendo un tamaño reducido, presenta elevadas ratios de crecimiento. Se han realizado asimismo otras actuaciones específicas puntuales y alguna inspección *in situ* referida a PFP cuando se ha estimado conveniente. Las incidencias más relevantes que se han detectado se refieren a defectos relevantes en la información ofrecida a los clientes y a la realización de actividades no incluidas en su objeto social.

Requisitos prudenciales

La supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión se realiza, por un lado, mediante el análisis de su situación económico-financiera y su viabilidad patrimonial y, por otro, mediante la verificación del cumplimiento de las exigencias de solvencia requeridas por la normativa específica. En última instancia, el objetivo es asegurar que estas entidades disponen de un nivel de fondos propios adecuado según los riesgos asociados a la actividad que desarrollan. Gran parte de la supervisión se basa en el análisis de la información remitida de forma periódica a la CNMV, que se complementa con inspecciones *in situ*.

En 2018 el sector en su conjunto presentó una situación holgada de fondos propios en términos relativos (véase capítulo 3.2.2.1). Dentro de las tareas de supervisión se mantuvo un estrecho seguimiento de las entidades, que pusieron de manifiesto incidencias patrimoniales o de solvencia.

Durante el ejercicio se han continuado aplicando los procedimientos y las metodologías comunes para el proceso de revisión y evaluación supervisora (PRES), sobre los que se han practicado algunos ajustes de calibración. De acuerdo con estos procedimientos, la autoridad supervisora debe otorgar diferentes calificaciones a cada entidad que servirán de base, no solo para su supervisión, sino también para fijar el momento en que deban iniciarse en caso necesario las medidas de recuperación previstas por las propias entidades.

En 2018 se iniciaron —con el apoyo técnico del Banco de España— los trabajos de revisión de los modelos internos para determinar las exigencias de recursos propios de una entidad de gran tamaño que, como consecuencia del previsible *brexit*, decidió trasladar a España una parte importante de su negocio en el Reino Unido. De forma complementaria, para esta misma entidad se ha evaluado la conveniencia de aplicar determinadas exenciones previstas para grandes exposiciones. Las conclusiones de esta evaluación fueron comunicadas a la Autoridad Bancaria Europea.

Asimismo, se ha seguido revisando el perfil de riesgo de todas las entidades y comunicando al FROB los de aquellas que se encuentran en el ámbito de la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.

6.2 Instituciones de inversión colectiva y entidades de inversión de tipo cerrado

La supervisión de fondos de inversión y SICAV, como en años anteriores, ha estado caracterizada fundamentalmente por la realización de análisis preventivos para asegurar que las sociedades gestoras de IIC cumplen de forma adecuada con sus obligaciones, que los conflictos de interés se resuelven de forma apropiada, y que los participantes y accionistas reciben información suficiente sobre sus inversiones.

En cualquier caso, las dos modalidades de supervisión de IIC y sus gestoras que realiza la CNMV han continuado siendo recíprocas y complementarias. Por un lado, la supervisión a distancia, basada en el análisis de los estados de información financiera de las IIC remitidos con periodicidad mensual a la CNMV —entre ellos el listado de posiciones individuales de los activos en cartera y de los derivados de todas las IIC registradas—. Por otro lado, la verificación *in situ*, centrada básicamente en aquellos aspectos menos estandarizados o más específicos de las IIC, que no trascienden en unos modelos de información estandarizados.

La supervisión a distancia se desarrolla fundamentalmente en dos niveles. El primer nivel consiste en la realización de análisis periódicos generales para el control permanente de aspectos tales como la suficiencia de medios y la adecuación de los controles internos de las gestoras de IIC, la prevención de los conflictos de interés y el cumplimiento de coeficientes legales y de aptitud de las inversiones. El otro nivel recoge los análisis no recurrentes —generales o específicos— de cuestiones que surgen o se detectan en la dinámica supervisora.

A continuación se detallan someramente los principales controles periódicos realizados durante 2018:

- Control de legalidad de las IIC: su objetivo es supervisar el adecuado cumplimiento de los límites establecidos en la normativa de IIC, entre otros: estructurales (de patrimonio y número de partícipes y accionistas mínimos), de diversificación por emisor y de riesgo de contrapartida y exposición en la operativa sobre instrumentos derivados.
- Análisis de rentabilidades y de comparativa de precios: tiene por objeto la detección de variaciones atípicas en los valores liquidativos basándose en un proceso de regresión de la evolución diaria del mercado frente a la experimentada por la IIC. También se realizan análisis comparativos para identificar discrepancias en las valoraciones aplicadas por las entidades a un mismo activo.

Estos análisis permiten detectar incidencias y deficiencias en los procedimientos de valoración de activos y en los controles implementados por las gestoras, así como cualquier contabilización errónea de operaciones y de imputación de gastos y comisiones.

- Operativa de compraventa de activos: mediante procesos automatizados, se procede a identificar las operaciones que podrían poner de manifiesto situaciones de conflictos de interés, entre otras: aplicaciones de activos (operaciones en las que una o varias IIC adquieren un activo de renta fija o variable y otras IIC de la misma gestora lo venden), compras de estructurados, colocaciones en el mercado primario y operaciones en secundario sobre activos de reducida liquidez.

En todos estos casos se procede también, en su caso, a verificar el adecuado cumplimiento del régimen de operaciones vinculadas establecido en la normativa vigente; en concreto, que la entidad dispone de un procedimiento formal de autorización de acuerdo con el cual se acredite que dicha operativa se realiza en interés de ambas IIC y a precios de mercado.

- Análisis de auditorías de IIC: la regulación de las IIC prevé el envío telemático a la CNMV de los informes de auditoría y las cuentas anuales, información que debe entregarse a los inversores como parte del informe anual. En el ejercicio 2018 no se han detectado incidencias relevantes en las auditorías de IIC, ya que solo en una de ellas ha habido alguna salvedad.

Cambios normativos en IIC y ECR y criterios relevantes

RECUADRO 14

Tras los importantes cambios normativos que supuso en 2016 la trasposición de la Directiva de Gestores Alternativos y UCITS V, la regulación de la inversión colectiva y el capital riesgo se encuentra en la actualidad en una fase de consolidación. No obstante, recientemente se ha publicado una serie de normas, a través de las cuales se han modificado aspectos puntuales y concretos de la regulación de estas figuras. Los cambios más destacados son los siguientes:

- Se ha modificado en la Ley 35/2003 de IIC la regulación de las cuentas globales de pasivo para la distribución de fondos nacionales, con el

objeto de permitir que estas se puedan emplear también para albergar posiciones de partícipes preexistentes y no únicamente para nuevos partícipes —como preveía la normativa anterior—. Adicionalmente, se permite el esquema de cuentas globales de doble escalón, al admitirse la interposición de una entidad mediadora entre la gestora y el distribuidor, siendo por tanto válido el **esquema gestora-entidad mediadora-distribuidor-inversor final**¹.

- Se modifica en el Reglamento de IIC la regulación de los gastos correspondientes al servicio de análisis financiero que pueden soportar los fondos de inversión y las SICAV, con el objeto de regularlos de manera autónoma y desligarlos de los costes de intermediación. De este modo, las IIC podrán soportar los gastos de análisis siempre que no dependan del volumen de las operaciones de intermediación, figuren en el folleto, constituyan un pensamiento original, estén relacionados con la vocación inversora de la IIC y contribuyan a mejorar la toma de decisiones sobre inversión².
- En el ámbito de la transparencia, se ha modificado la Ley de IIC para permitir que los informes anual y semestral de las IIC se remitan a los inversores de forma telemática (salvo que el inversor no facilite los datos necesarios para ello o manifieste su preferencia por recibirlos físicamente), lo que supone un cambio completo respecto a las obligaciones anteriores —la información debía remitirse en papel por defecto—. Asimismo, en el caso de renovaciones de fondos con un objetivo de rentabilidad concreto, no será necesaria la entrega del informe semestral con carácter previo a la suscripción y deberá entregarse únicamente el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI)³.
- Otra modificación de carácter más técnico ha sido actualizar el régimen sancionador previsto en la Ley de IIC para alinearlo con el contemplado en la Directiva UCITS V, con un incremento notable de la cuantía máxima de las sanciones. Asimismo —y en línea con lo previsto en la Ley del Mercado de Valores para las ESI—, las gestoras deberán habilitar un canal interno para que los empleados puedan notificar la comisión de infracciones y garantizar tanto su protección frente a represalias como la confidencialidad del denunciante y del presunto infractor (*whistleblowing* interno)⁴. También se incorporan las infracciones tipificadas en el Reglamento UE 2017/1131 sobre fondos monetarios⁵.
- En el ámbito del control del riesgo sistémico, se modifica la Ley de IIC y la Ley 22/2014 de entidades de capital riesgo y otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, con el fin de otorgar potestad a la CNMV para requerir a las gestoras que refuercen el nivel de liquidez de las carteras de las IIC, ECR y otros vehículos de inversión colectiva cerrados y, en particular, que incrementen el porcentaje de inversión en activos especialmente líquidos. Lo anterior se ha realizado teniendo en cuenta las recomendaciones formuladas por organismos internacionales relativas a la introducción a corto plazo de las herramientas macroprudenciales necesarias para hacer frente a posibles vulnerabilidades para el sistema financiero⁶.

Con carácter adicional a estas modificaciones normativas, la CNMV publicó en noviembre de 2018 una actualización de su documento de preguntas y respuestas sobre la normativa de IIC, cuyo objetivo es difundir aclaraciones sobre dicha normativa, así como criterios derivados de la práctica supervisora. Las novedades más relevantes de esta actualización son las siguientes:

- Como excepción al principio general de valoración a precios de mercado, se aclara que es posible emplear el método del coste amortizado para valorar todos los activos de los fondos monetarios a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública, así como los activos con vencimiento residual de 75 días en los fondos monetarios a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad, siempre que no se superen los límites que marca el reglamento europeo que regula estos fondos.
- Se considera que es permisible y acorde a la norma que las IIC puedan aplicar el mecanismo antidilución conocido como *swing pricing*, con el fin de preservar la equidad entre inversores de las IIC. El *swing pricing* consiste en realizar un ajuste en el valor liquidativo, de manera que los costes de la operativa de compras o ventas necesarias ante los movimientos de suscripciones o reembolsos se puedan repercutir a los partícipes que los originan (protegiendo al resto de inversores) en aquellos días en los que se superen determinados umbrales. Las gestoras que deseen aplicarlo deberán informar en el folleto del fondo e inicialmente a través de la publicación de un hecho relevante.
- Se transmite que no es posible imputar a las IIC comisiones por gestionar el cobro de intereses y amortización de valores, traspaso de títulos, cobro de dividendos y cupones u otras operaciones financieras, dado que el cobro de dividendos y cupones ya está remunerado por la comisión de depósito, al ser gestiones asociadas a la custodia de los activos en cartera de las IIC y encontrarse entre las obligaciones del depositario.
- Finalmente, se aclara que es posible imputar al fondo los gastos no habituales (defensa jurídica, asesoramiento, consultoría...) realizados para la reclamación extraordinaria de retenciones practicadas en valores extranjeros que hayan formado parte de su cartera, siempre que se cumplan determinadas condiciones.

1 Disposición final primera de la Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el TRLSC y la Ley de Auditoría.

2 Disposición final segunda del Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, que traspone el nivel 2 de MiFID II a través de la modificación del Real Decreto 217/2008 de ESI.

3 Ídem nota 1.

4 Ídem nota 1.

5 Disposición final segunda del Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera.

6 Artículo primero del Real Decreto Ley 22/2018, por el que se establecen herramientas macroprudenciales.

En relación con los análisis de supervisión puntuales o no recurrentes —que normalmente vienen dictados por circunstancias especiales de las entidades o de los mercados—, durante 2018 han continuado los análisis generales del sector para determinadas cuestiones o aspectos, entre los que cabe citar los siguientes:

- De conformidad con lo previsto en el Plan de actividades de la CNMV para el año 2018, se ha llevado a cabo un análisis de revisión de los procedimientos de selección de intermediarios. Este análisis ha abarcado a un total de 28 gestoras en las que podría existir alguna entidad del grupo (banco o ESI) a través de la cual operen. Para ello se ha solicitado información no solo de sus procedimientos, sino también del listado de intermediarios y de los volúmenes y las comisiones aplicadas con cada uno de ellos.
- También de conformidad con lo previsto en el Plan de actividades de la CNMV para el año 2018, se ha llevado a cabo una revisión del cumplimiento de los requisitos establecidos en la Guía técnica sobre operaciones vinculadas de carácter no repetitivo (publicada en enero de 2017). Esta revisión se ha hecho a través del análisis muestral de operaciones realizadas por cada entidad, con el objetivo de verificar una adecuada acreditación de su realización en interés exclusivo de las IIC y a precio o en condiciones iguales o mejores a las de mercado.
- Tras la publicación de un comunicado⁴ sobre la necesidad de mejorar la transparencia de la información facilitada en el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI) de las IIC y en la información pública periódica (IPP) sobre el tipo de gestión realizada⁵, se envió un escrito a 17 gestoras para que, en el caso de 43 fondos de inversión, remitieran el compromiso de modificar los DFI antes de fin de año y de informar en la IPP del segundo semestre sobre los nuevos requisitos establecidos en este comunicado.
- En relación con la liquidez de las carteras de IIC, como medida preventiva, se ha llevado a cabo un análisis de los fondos de inversión que mantienen exposiciones relevantes (superiores al 25% del patrimonio) en activos de deuda subordinada/preferente, titulizaciones y otros activos con menores niveles de liquidez, para verificar que disponen de controles internos de la gestión de la liquidez y de procedimientos adecuados para proteger los intereses de los partícipes y evitar conflictos de interés. Dentro de estos mecanismos de control de la liquidez y de prevención de conflictos, destaca la creación en una serie de IIC de los denominados «compartimentos de propósito especial», en los que se integraron determinados activos de reducida liquidez.
- En el ámbito de los activos aptos, se ha realizado un análisis para cuantificar la exposición de las IIC a fondos de la familia GAM que, por una serie de circunstancias ligadas a su gestor, fueron cerrados a reembolsos y puestos en liquidación. También respecto a activos aptos, se ha realizado un análisis para comprobar si las IIC españolas están invirtiendo en criptoactivos, como *trackers* vinculados al *bitcoin*, y otras monedas virtuales. No se encontraron apenas inversiones en estos activos.

4 Publicado en la web de la CNMV el 8 de octubre.

5 En concreto, que en los casos en que se incluya información de un índice de referencia, se deberá especificar si este se utiliza en términos meramente informativos o comparativos o si, por el contrario, en mayor o menor medida la gestión se vincula a dicho índice.

- Respecto a los gastos de las IIC, se ha realizado un análisis sobre las TER (*total expense ratio*, porcentaje de gastos totales anuales del fondo sobre el patrimonio) de los fondos de inversión para asegurar, por un lado, su razonabilidad y, por otro, que los fondos no están incurriendo en gastos no admitidos o excediendo los límites de comisiones.

Junto con los citados análisis específicos de carácter general, se han realizado otros por cuestiones concretas presentes en una única entidad, tales como análisis de valoración, de inversiones en liquidez o en activos no aptos, de conflictos de interés, etc.

Revisión previa del material publicitario de los fondos de inversión RECUADRO 15

La CNMV incluyó en el Plan de actividades de 2018, dentro de las revisiones horizontales, el análisis de la publicidad utilizada por las gestoras de fondos de inversión, que abarca la inscripción de fondos nuevos y la renovación de fondos con objetivo de rentabilidad.

Para ello, se solicitó a las gestoras que aportasen toda la publicidad que fuesen a realizar y se verificó el cumplimiento de la Orden EHA/1717/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de servicios y productos de inversión, y del artículo 6o de Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

Se acordó que esta revisión se llevase a cabo solo durante un periodo de tiempo limitado, ya que el objetivo final era el de fijar criterios que sirvieran de orientación al mercado.

La actuación llevada a cabo por la CNMV en este sentido ha alcanzado a los 126 nuevos fondos y renovaciones de estructurados inscritos entre el 31 de octubre de 2017 y el 30 de noviembre de 2018, promovidos por 41 gestoras distintas. Del total de inscripciones, se ha utilizado material publicitario para el lanzamiento o la comercialización de 69 fondos (54,76% de los casos), promovidos por 18 gestoras (43,9%).

Del resultado de la actuación conviene destacar que las denominadas «fichas comerciales» son el principal material utilizado por las entidades financieras en la publicidad de nuevos fondos de inversión. Estas fichas consisten, en muchos casos, en una versión modificada del documento de datos fundamentales para el inversor (DFI). Adicionalmente, algunos productos se han publicitado también a través de *banners*, correos electrónicos masivos y redes sociales, y solo en una minoría se han utilizado medios de comunicación masiva (prensa o radio).

En el caso de algunas gestoras, las fichas comerciales muestran exclusivamente datos objetivos de rentabilidad, valor liquidativo, comisiones, etc., sin reflejar opinión o mensaje publicitario alguno —se trata más bien de una versión modificada de la información pública periódica (IPP)—. En algunos casos, no es la gestora la que elaborada esta ficha, sino una entidad externa.

Incidencias detectadas: criterios transmitidos al sector

Como consecuencia de las incidencias detectadas a lo largo de esta actuación, se han transmitido a las 18 gestoras que han utilizado material publicitario las siguientes directrices:

- El material publicitario debe hacer referencia al DFI y al folleto e indicar dónde pueden obtenerse estos documentos. Asimismo, debe evitar expresiones que puedan inducir a los inversores a considerar que el DFI es menos importante que cualquier otra información que se utilice como publicidad del fondo.
- La información del mensaje publicitario debe ser coherente con la que se presenta en el DFI. Así, es preciso incluir información esencial sobre los riesgos y las condiciones del producto, además de cualquier advertencia que pudiera ser exigible, en un formato (tamaño y tipo de letra) fácilmente legible y que sea, como mínimo, igual al tamaño de fuente predominante en la información facilitada.
- Debe evitarse cualquier mención a la elusión de responsabilidad de la gestora o entidad comercializadora sobre el contenido de la publicidad.
- La información relevante ha de aparecer en el cuerpo del mensaje, evitando que figure en notas a pie de página.
- Los resultados históricos no pueden ser el elemento más destacado de la comunicación, no siendo aceptable su presentación en un tamaño de letra más grande o resaltada.
- Deben evitarse las expresiones relativas a la existencia de ventajas o posición de preeminencia o el establecimiento de comparaciones sin base objetiva, con expresiones tales como «entidad líder del mercado» o «rentabilidad superior a la de otros productos financieros».
- En el caso de fondos garantizados o estructurados con un objetivo de rentabilidad no garantizada:
 - i) La referencia a las rentabilidades debe vincularse siempre al periodo de dicha garantía o estructura, así como a la fecha de su vencimiento. Igualmente, debe informarse de las consecuencias de realizar reembolsos antes del vencimiento.
 - ii) Deben incluirse los escenarios de rentabilidad, junto con el gráfico que presente la evolución histórica de la tasa anual equivalente (TAE); asimismo, deben hacerse constar las advertencias exigidas en la Guía técnica sobre refuerzo de la transparencia de fondos de inversión con objetivo concreto de rentabilidad a largo plazo, publicada por la CNMV el 19 de marzo de 2017.
 - iii) La rentabilidad a vencimiento debe expresarse en términos de la TAE. El dato ha de incluirse de forma suficientemente visible, lo

que permitirá al inversor comparar con otras alternativas de inversión.

- iv) Debe especificarse el periodo durante el cual la estructura está abierta para la entrada de inversores.
- La información sobre los gastos y las comisiones ha de ser adecuada. En algunos casos, se ha observado que la información facilitada era deficiente, al omitirse las comisiones de suscripción y reembolso, o las comisiones indirectas en aquellos fondos que materializan sus inversiones a través de otras IIC.

En los fondos con reembolsos obligatorios no pueden utilizarse expresiones tales como «rentabilidad anual», «pago trimestral», «pago cada tres meses», etc., que puedan hacer creer al inversor que está recibiendo rentas, cuando ni la rentabilidad ni la inversión inicial están aseguradas, lo que debe advertirse expresamente.

Con respecto a los **vehículos de capital riesgo**, el número de los analizados se ha incrementado en un 9,1% respecto al ejercicio anterior, lo que ha supuesto un aumento del 2,4% del patrimonio total del sector. De los análisis periódicos de carácter general realizados, cabe destacar una ligera mejoría en la cobertura de los coeficientes obligatorios de inversión.

Los análisis efectuados a través de la información reservada recibida sobre el cumplimiento tanto del coeficiente obligatorio de inversión como del coeficiente de diversificación han incluido a los vehículos de capital riesgo pyme y a los fondos de capital riesgo europeo, si bien dichos vehículos se encuentran aún en los periodos de exención de cumplimiento contemplados en la ley.

De acuerdo con la información analizada, se ha realizado una clasificación sectorial de las inversiones. Se ha concluido que un 39% de las inversiones se realizan en empresas clasificadas dentro del sector servicios, seguidas en importancia de otros vehículos de capital riesgo, con un 22%, y del sector industrial con un 18%.

Por otra parte, se han estudiado los informes de auditoría recibidos, así como los informes especiales contemplados en la norma 20.^a de la Circular 11/2008 sobre la información adicional facilitada a los auditores por las entidades en cuyos informes iniciales la opinión del auditor contenía salvedades por limitación al alcance.

En los trabajos de supervisión realizados, con carácter puntual se ha prestado una especial atención a la información facilitada en las memorias respecto de los métodos de valoración utilizados en las distintas inversiones en cartera, así como a las explicaciones existentes en los casos en los que se ha modificado el método de valoración, o en los supuestos en los que se han producido fuertes minusvalías en inversiones concretas. El objeto de dicho análisis ha sido verificar el cumplimiento de la normativa contable que es de aplicación a las entidades de capital riesgo.

En el año 2017 —último ejercicio para el que se dispone de estos datos— cabe destacar el nuevo aumento producido en el número de inversores en el sector del capital

riesgo, un 18,5% más que en el ejercicio 2016, con lo que se sitúa en los 13.000. Este es un sector reservado en gran medida a inversores profesionales.

Como consecuencia del citado incremento en el número de inversores en el ámbito de las ECR/EICC, que se suma a un incremento todavía mayor en el año anterior (un 48,1%, por lo que pasa de 7.411 a 10.973), y también como exigencia del Plan de actividades de la CNMV, se ha realizado un análisis sobre el contenido y la entrega del DFI según la normativa PRIIPS en el caso de su comercialización a minoristas. A este respecto, hay que tener en cuenta que la normativa PRIIPS entró en vigor el 1 de enero de 2018 y que los vehículos cerrados no gozan de la exención temporal hasta 2020 (ampliada en dos años más) de las IIC. Las deficiencias detectadas en la información contenida en los DFI (escenarios de rentabilidad, datos de gastos e información cualitativa) fueron objeto de los oportunos requerimientos.

En el ejercicio 2018, como resultado de todas las actuaciones de supervisión desarrolladas, se enviaron 1.321 escritos a las entidades supervisadas.

Del total de escritos, 511 correspondían a requerimientos por información presentada fuera de plazo, en su mayor parte informes de auditoría de las IIC.

Por su parte, se enviaron 121 escritos solicitando información necesaria para la supervisión (distinta de la disponible con carácter general) a las entidades sujetas.

También se enviaron 610 escritos en los que se solicitaba a las entidades la adopción de medidas correctoras, mejoras o recomendaciones para solucionar las incidencias detectadas en la supervisión realizada y, por último, hubo 79 escritos correspondientes a otro tipo de comunicaciones (básicamente contestación de consultas).

Supervisión de IIC/ECR: requerimientos remitidos por la CNMV en 2018 CUADRO 6.2.1

Tipo de requerimiento	A distancia	In situ	Total
Por información fuera de plazo	511	0	511
Solicitud de información	81	40	121
Medidas correctoras o recomendaciones	571	39	610
Otras comunicaciones	36	43	79
Total	1.199	122	1.321

Fuente: CNMV.

6.3 Entidades gestoras: SGIIC, SGEIC y SGFT

Respecto a la supervisión de las sociedades gestoras, las labores de supervisión de carácter general realizadas por la CNMV se mantienen orientadas a la prevención o, en su caso, la solución de posibles situaciones de déficit de recursos propios que pudieran poner en riesgo la solvencia de este tipo de entidades.

En este sentido, cabe destacar que el conjunto de las gestoras tiene una situación de superávit alta. En el caso de las SGIIC, los recursos computables alcanzan los 980 millones de euros (6,9 veces los recursos exigibles). En las SGEIC, sus recursos computables son de 105,7 millones de euros (3,1 veces los recursos exigibles). Por último, las SGFT suponen un caso diferente, al alcanzar casi todas ellas el máximo

contemplado en la Ley de recursos exigibles y adaptar los recursos computables a dicho máximo, por lo que el superávit del sector es muy escaso.

Respecto a los patrimonios gestionados, cabe señalar que en el caso de las SGIIC se ha producido un incremento del 13% respecto al ejercicio 2017. Las SGEIC aumentan el patrimonio gestionado en un 8%, mientras que para las SGFT el patrimonio total gestionado disminuye cerca de un 6%.

Las tareas recurrentes realizadas se centran en los análisis de la información reservada recibida con carácter semestral, que permite llevar un seguimiento del nivel de solvencia de las entidades, los informes anuales de auditoría de cuentas, los informes de la unidad de auditoría interna de las entidades y la revisión del cumplimiento de determinadas exigencias legales.

En relación con los análisis de supervisión puntual o no recurrente de las SGIIC, cabe destacar los siguientes aspectos:

- Relacionado con las normas de conducta, se ha realizado durante el año un trabajo sobre **gobierno corporativo**. Este informe se ha desdoblado en dos líneas de trabajo: la primera analiza las obligaciones normativas relativas a la existencia de un comité de auditoría, un comité de remuneraciones, la independencia de los miembros del consejo de administración, etc., en todas las gestoras. La segunda línea de trabajo se centra en las gestoras de reciente creación y se analiza en detalle su estructura organizativa. Las incidencias encontradas (consejeros que no se podían considerar independientes, incumplimiento de los requisitos del comité de auditoría, etc.) fueron objeto de los oportunos requerimientos.
- En el ámbito de la transparencia, se ha analizado para una muestra de gestoras la inclusión de la información obligatoria sobre el ejercicio de los derechos políticos en los informes públicos periódicos.
- En el ámbito de las **sucursales de gestoras europeas** que operan en España, se aprobó a finales de año una circular para obtener información sobre su actividad y de esta forma supervisar la aplicación de las normas de conducta. Como anticipo de la circular, antes de su aprobación se ha realizado una petición *ad hoc* de datos cuantitativos sobre su nivel de actividad.

En el sector de las SGEIC, los análisis de supervisión puntuales o no recurrentes se mantienen centrados en la mejora de la información recibida a través de la realización de controles de calidad de la información reservada.

Respecto a las SGFT, cabe destacar el proyecto de circular que incluía, en aplicación de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, el envío de estados de información reservada de las sociedades gestoras de titulización a la CNMV, como consecuencia de la entrada en vigor el 1 de enero de 2019 del Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por el que se establece el marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada, y por el que se modifican las Directivas 2009/65/CE, 2009/138/CE y 2011/61/UE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 648/2012. Sin embargo, se ha considerado conveniente posponer dicha petición de información de las sociedades gestoras de titulización a la espera de la adaptación definitiva de la normativa española a esta regulación europea.

Por último, conviene señalar el incremento producido en el número de gestoras durante el ejercicio 2018: 11 nuevas SGIIC, 8 SGEIC y 1 SGFT, lo que ha supuesto un aumento de los patrimonios gestionados y un mayor esfuerzo en las labores generales de supervisión de la CNMV.

6.4 Entidades depositarias

Tras el análisis realizado en 2017 para supervisar la adaptación de los depositarios a los requisitos de la Circular 4/2016 sobre depositarios de IIC —que precisa y detalla cómo deben realizar estas entidades sus funciones de custodia, registro y supervisión, y vigilancia de la actividad de las gestoras—, en 2018 la supervisión se ha centrado en el análisis de los informes semestrales sobre la función de supervisión y vigilancia que se deben remitir a la CNMV. En estos informes los depositarios deben incluir todos los incumplimientos normativos o anomalías que hayan detectado en la gestión o administración de las IIC. Dentro de estos, se ha prestado especial atención a los elaborados por los depositarios de entidades de capital riesgo y las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, dada la novedad de exigencia de depositario para estos vehículos de inversión.

Los controles anteriores se vieron complementados por la supervisión a distancia del cumplimiento de la función de depositaria en dos entidades de crédito, en su doble vertiente: la función de custodia de los activos propiedad de la IIC y la función de supervisión y vigilancia de la actividad de la gestora. También se analizó la estructura, los medios y la independencia de esta función en el seno de la organización.

6.5 Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales

El Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (SEPBLAC) y la CNMV vienen aplicando el convenio de colaboración suscrito entre ambas entidades, en el que se tienen en cuenta tanto el plan de supervisión de la segunda como las prioridades determinadas por el primero en su análisis de riesgos en materia de blanqueo. En aplicación del citado convenio, en 2018 la CNMV remitió al SEPBLAC comunicaciones con las conclusiones alcanzadas sobre el grado de cumplimiento de las obligaciones con respecto a la prevención del blanqueo de capitales por parte de seis empresas de servicios de inversión o sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva incluidas en las revisiones acordadas previamente entre ambos organismos.

Asimismo, se remitió al SEPBLAC información relevante referida a incidencias de prevención de blanqueo de capitales identificadas en la revisión de los informes de auditoría interna elaborados por las entidades sujetas.

6.6 Índices de referencia

La regulación de los índices de referencia está recogida en el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, que se publicó el 29 de junio de 2016 y que es de aplicación desde el 1 de enero de 2018. Algunas de sus disposiciones, como las relativas a los índices críticos y a los colegios de supervisores, son de aplicación desde el 30 de junio de 2016.

Este reglamento viene motivado por los casos de manipulación de índices que se han dado en el pasado y establece mecanismos para reducir su vulnerabilidad ante escenarios similares. Es por ello que en la práctica totalidad de las jurisdicciones europeas ha sido el regulador de valores —en el caso de España, la CNMV— la autoridad competente designada para aplicar la nueva regulación⁶.

Este régimen establece nuevas obligaciones para los administradores y los contribuidores de datos, así como para las entidades supervisadas que utilicen índices de referencia. La CNMV —como autoridad competente designada para aplicar la nueva regulación— también asume competencias adicionales relacionadas con: i) la autorización y el registro de los administradores de índices localizados en España, y ii) la supervisión de los administradores, los contribuidores y de cuantas personas intervengan en la elaboración de estos índices.

De este modo, durante 2018 la CNMV ha continuado trabajando en la delimitación del ámbito de aplicación del Reglamento 2016/1011 y en el desarrollo de actuaciones para facilitar y promover la implementación de la nueva normativa, entre las que cabe destacar las siguientes:

- La creación de una **sección en la página web de la CNMV** dedicada a los índices de referencia que permite el acceso a toda la normativa e información relevantes a nivel nacional e internacional.
- La publicación de una **comunicación dirigida al sector** para informar de las nuevas obligaciones del reglamento y de los criterios de la CNMV en la aplicación de su política de supervisión, proporcionada a la naturaleza y los riesgos inherentes en cada caso.
- La celebración de un **seminario-taller** para la difusión y discusión de la nueva regulación sobre índices de referencia entre y con las entidades supervisadas. En la celebración de este seminario, la CNMV contó con la colaboración de representantes de IOSCO y de ESMA, así como de las asociaciones y entidades supervisadas, que participaron en varias mesas redondas.
- La publicación de un **documento de preguntas y respuestas** que facilita la resolución de cuestiones prácticas y complementa el documento de la misma naturaleza elaborado por ESMA.

Durante 2018 la CNMV ha continuado desarrollando su actividad como miembro del colegio del Euribor y del Eonia, así como del Libor. Uno de los objetivos del colegio es la coordinación de la política y las actuaciones de supervisión de las autoridades que lo componen, y en 2018 se ha discutido la política de supervisión aplicable a los contribuidores de los índices críticos.

6 La regulación también atribuye al Banco de España las funciones de supervisión, inspección y sanción en lo que se refiere al cumplimiento de las obligaciones existentes por parte de las entidades supervisadas contribuidoras de datos para índices elaborados por el Banco de España y al cumplimiento de las obligaciones en relación con el uso de índices de referencia en los contratos financieros por parte de las entidades sujetas a la supervisión del Banco de España en materia de transparencia y protección del cliente.

En este contexto, la CNMV ha puesto en marcha durante 2018 la revisión del cumplimiento de los requisitos exigibles de acuerdo con la nueva regulación a las entidades que participan en los paneles de los índices críticos: Euribor y Eonia.

En el pasado ejercicio se ha seguido prestando especial atención a la reforma de los índices de tipos de interés, que sigue las recomendaciones del G20 y del FSB para evolucionar hacia unos índices mejorados, menos susceptibles a la manipulación y más representativos de la realidad económica que tratan de medir, así como hacia unos índices de referencia alternativos sin riesgo, que reduzcan la excesiva concentración en los actuales (véase recuadro 16).

Estado de la reforma de los índices de tipos de interés

RECUADRO 16

La reducción de la actividad en los mercados monetarios producida desde la crisis financiera, unida a los casos de manipulación de los índices interbancarios de tipos de interés, motivaron que el G20 y el FSB hayan impulsado reformas para evolucionar hacia índices mejorados —menos susceptibles a la manipulación y más representativos de la realidad económica que tratan de medir— así como hacia índices de referencia alternativos sin riesgo, que reduzcan la excesiva concentración en los actuales.

Los índices de tipos de interés desempeñan una función económica crucial en la fijación de precios de numerosos instrumentos y contratos, en la gestión de riesgos y en la implementación y seguimiento de la política monetaria. Todo esto hace necesario reforzar la solidez y garantizar la sostenibilidad de este tipo de índices, con el fin de preservar la estabilidad financiera.

En Europa, estas reformas han dado lugar a la aprobación del Reglamento (UE) 2016/1011 —que obliga a los índices existentes a adaptar su gobernanza y metodología de cálculo— y a la creación de un grupo de trabajo —impulsado por el BCE, la Comisión Europea, ESMA y la FSMA belga (por su carácter de supervisor del Euribor y el Eonia), con participación de miembros de la industria— encargado de: i) identificar índices libres de riesgo que puedan utilizarse como alternativa a los actuales, ii) definir caminos para una transición ordenada y iii) reforzar la solidez de los contratos actuales y futuros.

Desde 2013, EMMI —administrador de los índices de referencia en la zona del euro (Euribor y Eonia)— ha venido trabajando para reforzar su estructura de gobierno y transparencia, así como para implementar una metodología que se ajuste a las exigencias del Reglamento (UE) 2016/1011. El administrador tiene previsto que, a lo largo de 2019 (sin solución de continuidad), el Euribor pase de calcularse a partir de cotizaciones de un grupo de bancos a hacerlo sobre la base de las transacciones reales de estos bancos y de otras fuentes de datos cuando no haya suficientes transacciones. EMMI está trabajando en la implantación de la nueva metodología para estar en condiciones de recibir la autorización conforme al reglamento europeo antes de que finalice 2019.

Tal y como EMMI ha hecho público, el Euribor debe adaptar su metodología de cálculo a los requisitos de la nueva regulación, pero seguirá reflejando el

mismo interés subyacente: el coste de financiación mayorista de los bancos de la zona del euro en el mercado monetario no colateralizado.

En la zona del euro, el BCE ha decidido desarrollar a partir de octubre de 2019 un tipo de interés a corto plazo del euro —€STR, Euro Short Term Rate—, que reflejará el coste de financiación de las entidades de crédito de esa zona en el mercado mayorista de depósitos a un día. Este índice ha sido recomendado por el grupo de trabajo como el tipo de interés libre de riesgo en la zona del euro sustituto del Eonia. El grupo también ha publicado una propuesta de transición basada en una modificación metodológica del Eonia, que pasaría a calcularse como el €STR más un *spread* fijo durante el tiempo necesario para completar la transición.

El €STR también servirá como tasa de respaldo (*fallback rate*) para los contratos ligados al Euribor, que deberán incorporar cláusulas de reserva (*fallback clauses*) para contemplar la eventual desaparición del índice. Sobre el posible uso del €STR como alternativa al Euribor, el grupo de trabajo está desarrollando una metodología basada en los mercados de derivados para construir una estructura de plazos basada en este índice.

En relación con la solidez contractual, el grupo ha concluido que las cláusulas en los contratos actuales son inadecuadas o insuficientes. Para facilitar su adaptación, ha publicado orientaciones sobre la introducción de *fallbacks* sólidos en los nuevos contratos (tal y como exige el reglamento europeo desde el 1 de enero de 2018) y tiene previsto publicar recomendaciones en relación con los contratos vigentes.

En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra ya ha introducido el SONIA (Sterling Overnight Index Average) que deberá reemplazar al Libor, cuya supervivencia no se contempla más allá de 2021, fecha en la que las autoridades británicas han anunciado que dejarán de apoyar el índice y permitirán que las entidades que actualmente componen el panel de contribuidores lo abandonen, si así lo desean.

A estas actuaciones se suman las de otras jurisdicciones como EE. UU., Suiza o Japón, en las que también se ha iniciado el proceso de disposición de índices alternativos y se está trabajando para facilitar la transición hacia un entorno con mayor diversificación en los índices de tipos de interés y menor dependencia de los actuales.

6.7 Autoridad de resolución (fase preventiva) de empresas de servicios de inversión

La normativa española en materia de recuperación y resolución ha optado por un modelo que distingue entre funciones de resolución en fase preventiva —que se encomiendan a la CNMV respecto de las empresas de servicios de inversión y al Banco de España respecto de las entidades de crédito— y en fase ejecutiva —que se asignan al FROB para ambos tipos de entidades.

El marco de resolución comprende tres fases: i) la fase preventiva, en la que en el curso de la actividad ordinaria de la entidad se incorpora el análisis sobre su capacidad para afrontar su propia crisis y para ser resuelta de manera ordenada, si llegara a ser inviable; ii) la fase de actuación temprana, en la que el supervisor puede ejercer nuevas competencias para actuar sobre las entidades cuando empiezan a debilitarse pero aún son viables; y iii) la fase de resolución, si finalmente, a pesar de las medidas preventivas, no pudiera evitarse la inviabilidad de la entidad.

La CNMV, como autoridad de resolución preventiva, debe elaborar y aprobar —previo informe del FROB y del supervisor competente— el plan de resolución de cada empresa de servicios de inversión o grupo objeto de supervisión en base consolidada, e identificar así la mejor estrategia en caso de que devenga inviable. Al elaborar el plan de resolución la CNMV realiza una evaluación de la resolubilidad de la entidad para determinar si, en el caso de su eventual inviabilidad, podría llevarse a cabo su resolución o liquidación de forma creíble y factible, sin menoscabo de la continuidad de las funciones críticas que la entidad realice. Mediante dicho plan también se identifican —y, en su caso, se eliminan— los posibles obstáculos que imposibiliten o dificulten la resolución o liquidación de la entidad.

Durante 2018 se ha completado el primer ciclo de la planificación y se han elaborado nueve planes de resolución. El cuadro 6.7.1 muestra el número de planes realizados desde 2016.

Planes de resolución de ESI

CUADRO 6.7.1

Tipo	2016		2017		2018		Total	
	N.º planes elaborados	Planes con posible obstáculo	N.º planes elaborados	Planes con posible obstáculo	N.º planes elaborados	Planes con posible obstáculo	N.º planes elaborados	Planes con posible obstáculo
Individual	5	–	5	4	–	–	10	4
Grupo	2	2	9	4	9	4	20	10
Actualización	–	–	1	–	–	–	1	–
Total	7	2	15	8	9	4	31	14

Fuente: CNMV.

En los planes de resolución de las empresas de servicios de inversión se viene considerando como estrategia más adecuada, ante un supuesto de inviabilidad, la liquidación de acuerdo con un procedimiento concursal ordinario. Se entiende que este procedimiento resulta creíble y factible si permite alcanzar razonablemente —y al menos en la misma medida que un proceso de resolución— los objetivos que establece la Ley de recuperación y resolución en este ámbito.

En la evaluación de la **resolubilidad**, algunas de las entidades mantienen un volumen significativo de activos de clientes (efectivo e instrumentos financieros), por lo que, en un supuesto de inviabilidad, dicha resolubilidad podría verse afectada por dificultades y retrasos en la restitución o el traslado de estos activos a otras entidades, en el curso de una liquidación por procedimientos concursales ordinarios. La CNMV ha propuesto a estas entidades medidas preventivas tales como la suscripción de acuerdos con terceras entidades cuando se alcancen determinados umbrales de alerta temprana. De esta manera, en caso de inviabilidad, se garantiza el traspaso

y el reembolso de los activos de los clientes —ya sea de forma provisional o definitiva sin incidencias y en el menor tiempo posible⁷.

Durante la elaboración del plan de resolución la CNMV también evalúa la posible **exigencia de requisitos mínimos de recursos propios y pasivos admisibles (MREL)**, es decir, si la entidad cuenta con los recursos propios y pasivos admisibles mínimos suficientes para absorber las pérdidas y poder llevar a cabo la estrategia (resolución o liquidación) elegida. En los casos analizados no se ha considerado necesaria cuantía adicional alguna para recapitalizar las entidades, dado que la estrategia propuesta ha sido la liquidación por procedimientos concursales ordinarios, considerando que el importe necesario para garantizar la absorción de pérdidas debe coincidir con la cantidad de recursos propios exigibles en cada momento por el supervisor competente.

La normativa permite que la CNMV establezca **obligaciones simplificadas** en la elaboración de planes de recuperación y de resolución. Para ello se toma como base una serie de indicadores de tamaño, tipo de actividad, riesgo, interconexiones e impacto de la entidad o del grupo en los mercados y en la economía. En atención a las características particulares de las empresas de servicios de inversión, los planes elaborados han sido planes de resolución simplificados que se deben actualizar al menos anualmente⁸.

Durante el pasado ejercicio las empresas de servicios de inversión comprendidas en el ámbito de aplicación de la normativa de resolución presentaron la actualización de sus **planes de recuperación**. Estos planes han sido revisados de forma independiente por las áreas funcionales de supervisión y de resolución de la CNMV, así como por el FROB —en su calidad de autoridad de resolución en la fase ejecutiva—, y se ha concluido en todos los casos que su contenido no afectaba negativamente a la resolubilidad de las entidades.

La **coordinación entre las autoridades** de resolución españolas queda garantizada de manera institucional, ya que la CNMV —a través de su vicepresidencia— y el Banco de España forman parte de la comisión rectora del FROB desde la entrada en vigor, en julio de 2015, de la Ley 11/2015.

Además, con el fin de fortalecer la cooperación institucional existente y de concretar las obligaciones de cooperación e intercambio de información previstas en la Ley 11/2015, la CNMV y el FROB han suscrito en 2018 un convenio de colaboración en

7 La reciente modificación del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión mediante el Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, establece modificaciones relevantes en lo que respecta a las medidas de organización interna de las ESI en materia de gestión de activos con efecto a partir del 17 de abril de 2019. En particular, establece la obligación de que las ESI alcancen acuerdos con otras entidades ajenas al grupo para que, a requerimiento de la CNMV, en el supuesto de que atraviesen dificultades financieras o se manifiesten dudas razonables sobre su viabilidad o sobre la adecuada protección de los inversores, puedan acordar el traspaso en bloque de los instrumentos financieros custodiados y del efectivo de sus clientes a una o varias entidades.

8 La normativa de resolución permite modificar la frecuencia de actualización de los planes de resolución y es la intención de la CNMV considerar que el plazo de actualización de los planes de resolución pase a ser bienal sin perjuicio de que cambios en la estructura jurídica u organizativa de la entidad o en su situación financiera pudieran afectar significativamente a la eficacia del plan o requerir cambios del mismo, o siempre que la CNMV como autoridad de resolución preventiva, a iniciativa propia o del FROB, estime conveniente su actualización en un plazo inferior.

materia de resolución y recuperación de empresas de servicios de inversión. De manera similar, el FROB también ha suscrito un convenio equivalente con el Banco de España.

La CNMV, en el ejercicio de sus competencias de resolución, ha mantenido una intensa actividad en los diferentes foros y grupos de trabajo a nivel global. En el ámbito comunitario, la CNMV es miembro del Comité de Resolución (ResCo) de la Autoridad Bancaria Europea (EBA), encargado del desarrollo de normas, informes y directrices relacionados con la Directiva de resolución y restructuración de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión. De los trabajos llevados a cabo en 2018, destacan los siguientes: i) la aprobación de un manual sobre valoración independiente en caso de resolución, ii) la monitorización del impacto de las decisiones sobre MREL, iii) los trabajos sobre intercambio de información en caso de resolución y iv) la coordinación de las medidas preparatorias de cara al *brex*it.

A nivel internacional, la CNMV ha participado durante 2018 en el Grupo de Resolución (ReSG) del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), que, además del análisis de la resolución de entidades bancarias, también trabaja en la coordinación y el impulso a nivel global de la resolución de las infraestructuras de los mercados financieros. Así, la CNMV participa en el grupo de trabajo sobre resolución de infraestructuras de mercados financieros (fmiCBCM), que depende del ReSG. Este grupo ha publicado la Guía sobre resolución y planificación de la resolución de cámaras de contrapartida central y, a finales de 2018, ha presentado a consulta pública un documento sobre los recursos financieros disponibles en una resolución y el tratamiento del capital de una ECC.

La compensación centralizada de los derivados OTC —uno de los compromisos del G20 para reforzar los mercados en respuesta a la crisis financiera mundial— ha aumentado la criticidad de las ECC con respecto a la seguridad y la solidez general del sistema financiero. Asimismo, este hecho ha conllevado la necesidad de contar con herramientas apropiadas y medidas tanto para garantizar la continuidad de los servicios cruciales de compensación como para asegurar que las incidencias se puedan resolver de manera ordenada —con los riesgos mínimos para la estabilidad financiera y sin perjuicio para los contribuyentes.

En espera de que a nivel europeo se culmine un marco regulatorio sobre la recuperación y resolución de las ECC, las jurisdicciones miembros del FSB han asumido el compromiso de impulsar la planificación de la resolución y de organizar comités de gestión de crisis para las ECC sistémicas. En España existe una única ECC para el mercado de derivados y de contado, tanto de renta fija como de renta variable, que el FSB considera sistémica en nuestro país y en otra jurisdicción, debido a las interconexiones que presenta a través de sus participantes. En este contexto, la CNMV viene trabajando en el análisis de la resolubilidad de la ECC española, conforme a los estándares internacionales del FSB y la normativa de resolución en curso.

6.8 Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN)

El Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN) indemniza a los clientes que no puedan recuperar el dinero o los valores confiados a las empresas de servicios de inversión —salvo las empresas de asesoramiento financiero (EAF)— en caso de concurso de acreedores o declaración de insolvencia por parte de la CNMV. La cobertura del fondo se extiende también a los clientes de las sociedades gestoras de

instituciones de inversión colectiva (SGIIC) y de las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC), en lo que se refiere a la prestación de servicios de inversión y auxiliares a clientes individuales, y siempre que se den las mismas situaciones de insolvencia que en las empresas de servicios de inversión. El importe máximo de la indemnización, una vez comprobada la posición neta del inversor, es de 100.000 euros.

A finales de 2018 el número de entidades adheridas al FOGAIN ascendía a 167, lo que supone 7 entidades más que el año anterior. En el cuadro 6.8.1 se muestra la distribución por tipo de entidad.

Evolución del número de entidades adheridas al FOGAIN

CUADRO 6.8.1

Tipo de entidad	2015	2016	2017	2018
SAV	77	81	89	91
SGC	3	2	1	1
SGIIC	56	58	68	73
SGEIC		1	2	2
Total	136	142	160	167

Fuente: CNMV.

Como se ha indicado, los clientes de las EAF no están cubiertos por el fondo y tampoco lo están los de las entidades extranjeras que operan en España, salvo que estas lo hagan a través de alguna sucursal y hayan decidido adherirse al FOGAIN (actualmente no hay ninguna en esta situación). Por tanto, las entidades extranjeras están adheridas a los fondos de garantía de su Estado de origen, cuya cobertura puede no ser igual a la ofrecida en España.

El FOGAIN ha continuado dando soporte y asistencia a sus entidades adheridas en todo lo referido a su relación con el fondo y a su cobertura.

En línea con los criterios de seguridad y liquidez que exige la normativa, durante este ejercicio el fondo siguió invirtiendo su patrimonio en deuda pública a distintos plazos y en depósitos bancarios.

El patrimonio del FOGAIN alcanzó al cierre del ejercicio un importe de 100,6 millones de euros, lo que supone un incremento del 13,8% respecto a 2017. Este aumento se produjo como consecuencia de las aportaciones de las entidades adheridas y del rendimiento de las inversiones, así como de los importes recuperados por el fondo durante el año. Así, en 2018 el fondo recuperó 5,44 millones de euros del concurso de acreedores de Interdín Bolsa, SV, S.A., lo que supone que hasta la fecha ha recuperado aproximadamente el 88% del importe total satisfecho por el FOGAIN a los clientes de dicha entidad.

En cuanto a las gestiones para recuperar los importes desembolsados, el FOGAIN mantiene su personación activa en los diversos procedimientos judiciales abiertos relativos a los siniestros en los que ha desplegado su cobertura y ha promovido e iniciado todas las acciones a su alcance para conseguir dicho objetivo.

Durante el ejercicio el FOGAIN ha mantenido en funcionamiento distintos grupos de trabajo de entidades adheridas sobre asuntos de interés común, así como su presencia en el Comité Consultivo de la CNMV.

Por último, el FOGAIN continúa dando a conocer entre los inversores su cobertura, las entidades cubiertas y los procedimientos para solicitar, en su caso, una indemnización. Este servicio de información a los inversores es otra de las funciones que el fondo tiene legalmente asignadas y se presta tanto por vía telefónica como a través de su página web (www.fogain.com)