



RECUADROS
Informe anual CNMV
2019



Índice de recuadros

1	El primer año de trabajo de la Autoridad Macropudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI)	4
2	Escasez de salidas a bolsa	6
3	Entrada en aplicación del reglamento de folletos	8
4	La intermediación financiera no bancaria en España	10
5	Una estimación sobre el coste y el rendimiento de las IIC españolas entre 2009 y 2019	15
6	Estado de información no financiera: Primer año de aplicación de la Ley 11/2018	19
7	Iniciativa de la CNMV para fomentar la presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección	20
8	Iniciativas de la CNMV en materia de responsabilidad social	21
9	El <i>brexit</i> y los mercados	24
10	Reforma de la Circular 1/2017 sobre los contratos de liquidez	27
11	Modificaciones del Reglamento EMIR	28
12	Revisión horizontal de la operativa <i>on line</i> de las entidades de crédito y ahorro (ECA)	31
13	Monitorización de la actividad en España de entidades europeas en libre prestación de servicios	34
14	Guía técnica 3/2019 sobre procedimientos de autorización de nuevas entidades	37
15	Análisis de liquidez de las IIC	39
16	Inversión de las IIC en IIC del grupo	41
17	Avances en la reforma de los índices de tipos de interés	42
18	Avances en el marco de resolución de las infraestructuras de los mercados	45
19	Guía <i>Psicología económica para inversores</i>	47
20	Semana Mundial del Inversor (SMI)	49
21	Unión de los Mercados de Capitales: Situación y próximos pasos	51
22	La CNMV y el <i>brexit</i>	52
23	Ciberseguridad	54
24	El plan de transformación digital de la CNMV	56

El primer año de trabajo de la Autoridad Macropudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI)

RECUADRO 1

En marzo de 2020 se ha cumplido el primer año de andadura de la Autoridad Macropudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI), que se creó al amparo del Real Decreto 102/2019¹ siguiendo las recomendaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS²) y del Fondo Monetario Internacional (FMI³) en relación con la necesidad de que España contara con un comité de riesgo sistémico con competencias macropudenciales en el que colaboraran todos los supervisores financieros nacionales, así como el Ministerio de Economía.

La AMCESFI, que celebró su primera reunión en abril de 2019, busca mejorar la coordinación de la supervisión macropudencial a nivel nacional y ayudar a prevenir o mitigar los riesgos sistémicos, lo cual debería redundar en una contribución más sostenible del sistema financiero al crecimiento económico. La Autoridad se compone de un Consejo, un Comité Técnico de Estabilidad Financiera como órgano de apoyo y los subcomités que el Consejo acuerde constituir. Estos órganos están formados por representantes del Ministerio de Economía y Transformación Digital, el Banco de España y la CNMV, con posibilidad de invitar a otras autoridades públicas, como el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) o la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal. La ministra de Asuntos Económicos y Transformación Digital preside el Consejo, del que es vicepresidente el gobernador del Banco de España. Además de ellos, el Consejo está formado por el presidente de la CNMV, la subgobernadora del Banco de España, la vicepresidenta de la CNMV, la secretaria de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa y el director general de Seguros y Fondos de Pensiones.

En el Comité Técnico, la subgobernadora del Banco de España actúa como presidenta y el secretario general del Tesoro y Financiación Internacional asume la vicepresidencia.

La AMCESFI, en cumplimiento de su objetivo de seguimiento y análisis de aquellos factores que puedan afectar al riesgo sistémico, tiene la capacidad de emitir opiniones, alertas y recomendaciones. Puede incluso realizar recomendaciones directas a los supervisores para que adopten medidas específicas. Por otra parte, los supervisores sectoriales deberán informar con antelación a la AMCESFI acerca de su intención de activar, recalibrar o desactivar alguna de sus herramientas macropudenciales.

El Consejo y el Comité Técnico de la AMCESFI han celebrado reuniones regulares a lo largo de 2019 y lo que va de 2020, intensificando la frecuencia de sus sesiones a partir de marzo de 2020 durante la crisis relacionada con el COVID-19. Los asuntos más relevantes con los que la CNMV ha contribuido a los trabajos de la AMCESFI han estado relacionados con el seguimiento de la liquidez de la cartera y los reembolsos de los fondos de inversión y su apalancamiento, así como la realización de test de estrés a estas instituciones y, en general, los riesgos relacionados con la intermediación financiera no bancaria (IFNB). También se han tratado temas relativos a los mercados financieros, como la evolución de su fragmentación, su nivel de estrés o el análisis de las posiciones cortas sobre los valores españoles. Reciente-

mente también se han realizado contribuciones sobre finanzas sostenibles y sobre los riesgos para la estabilidad financiera derivados de la excesiva dependencia que las entidades financieras y sus autoridades de regulación y supervisión pueden tener de las calificaciones crediticias otorgadas por las agencias de calificación. En el contexto de la crisis del COVID-19 se han actualizado todos estos trabajos realizando un seguimiento detallado de los indicadores de riesgo más relevantes.

Además, para contribuir al mantenimiento de la estabilidad financiera dentro de la Unión Europea, se regula la obligación de cooperación con las autoridades macroprudenciales de otros Estados miembros así como con las instituciones europeas competentes. La AMCESFI rendirá cuentas mediante la elaboración de un informe anual y la comparecencia de la presidenta de la Autoridad ante la comisión correspondiente del Congreso de los Diputados.

A raíz de la creación de la AMCESFI, la CNMV constituyó en julio de 2019 el Comité de Estabilidad Financiera (CEF) en el seno de la institución, liderado por el presidente y la vicepresidenta de la CNMV, el director general de Entidades, el director general de Política Estratégica y Asuntos Internacionales, el director general de Mercados, el director del Departamento de Estudios y Estadísticas, la subdirectora de Coyuntura y Estabilidad Financiera y la subdirectora de la Unidad de Resolución y tareas específicas de estabilidad financiera. Este Comité, que se reúne con carácter previo a la celebración de las reuniones del Consejo y del Comité Técnico de la AMCESFI, tiene como objetivos: i) identificar, analizar, priorizar y realizar un seguimiento de los factores que puedan originar un riesgo sistémico en los mercados de valores, ii) proponer la adopción de las medidas oportunas en la gestión de los riesgos que puedan afectar a la estabilidad financiera, entre ellas la utilización de las herramientas macroprudenciales que la CNMV tiene asignadas y iii) servir de apoyo a los representantes de la CNMV en la AMCESFI.

- 1 Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo, por el que se crea la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera, se establece su régimen jurídico y se desarrollan determinados aspectos relativos a las herramientas macroprudenciales.
- 2 *Recommendation of the European Systemic Risk Board of 22 December 2011 on the macro-prudential mandate of national authorities* (ESRB/2011/3). Disponible en: https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/ESRB_2011_3.en.pdf?da108dbb14efccdf98f4544534e2ef4e_
- 3 *Spain Financial System Stability Assessment*. IMF Country Report No. 17/321. Esta evaluación es parte de la vigilancia bilateral conforme al artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI.

Escasez de salidas a bolsa

RECUADRO 2

2019 fue un año de gran escasez en lo que respecta a salidas a bolsa. Un fenómeno preocupante porque un mercado de valores de renta variable con masa crítica, que anime a los inversores a invertir en las empresas y que permita que estas capten capital es importante para que el sistema financiero cumpla de modo eficaz su función. Favorece que las empresas se financien en mayor medida a través del mercado y sean menos dependientes de la financiación bancaria, así como un modelo de financiación de la economía más resistente desde el punto de vista de la estabilidad financiera. En EE. UU., país en el que la economía recuperó más rápida y fácilmente el tono tras la crisis financiera, la financiación directa en el mercado, captando capital o emitiendo instrumentos de deuda, representa aproximadamente la mitad de la financiación de las empresas; en Europa mucho menos y nuestro país no está entre los que destacan en este aspecto. Más compañías cotizadas significa también más empresas con mayor transparencia y más empresas al alcance, directamente o a través de fondos, de cualquier inversor.

Además, en estos tiempos de creciente importancia de la inversión pasiva y en general de la inversión institucional —de grandes gestores de fondos, incluidos fondos de pensiones, y fondos soberanos—, los países más *bursatilizados*, con más empresas cotizadas, en las que estas pesan más, reciben de modo natural mayores flujos de inversión.

La escasez de salidas a bolsa en 2018 y 2019, común en Europa y todavía más marcada en España, se ha debido a razones diversas. Entre ellas los bajos tipos de interés, que hacen fácil acudir a otras vías de financiación, y un ambiente algo pesimista, de fin de ciclo y de incertidumbre, agravado por factores como las disputas comerciales o el *brexit*. Los meses finales de 2018 fueron muy negativos para la renta variable y buena parte de 2019 estuvo dominada por un sentimiento de precariedad, aunque el año resultara en conjunto bueno para la inversión en acciones. A todo ello se ha añadido un factor de índole estructural: el desarrollo que está teniendo, también en España, el capital riesgo y en general el *private equity* o capital privado, que tiene elementos positivos pero que compite con la opción de salir al mercado, ya como alternativa, ya retrasándola, tanto en lo que se refiere a proceso como a precio. Los procesos de salida a bolsa son complejos, relativamente visibles y toman su tiempo (como mínimo seis u ocho meses), con la consiguiente incertidumbre sobre cuál será la actitud de los potenciales inversores cuando se lance la operación. La entrada en el capital o la venta a un fondo de capital riesgo —y los hay muy grandes, capaces de tomar el control o participaciones relevantes en compañías de gran tamaño— pueden plantearse, en general, de un modo discreto y rápido. Además, el capital riesgo ha venido pagando especialmente bien, entre otras cosas porque valora más fácilmente expectativas de mejora en la gestión, que los propios fondos de capital riesgo promueven.

En todo caso, la cotización en bolsa —en el primer mercado o en mercados alternativos como el MAB— sigue siendo atractiva e interesante por muchas razones y continuará siendo una opción preferente en muchos casos. Estar en bolsa amplía las posibilidades de financiación, impulsa la profesionalidad y rigor en la gestión, es un acicate para crecer —punto importante en un país

con un gran número de empresas demasiado pequeñas—, da prestigio, refuerza la marca, ayuda a atraer y retener talento... y, siendo compatible con el mantenimiento del control, es una solución natural, tras las primeras generaciones, para empresas familiares de éxito que alcanzan cierta dimensión.

En estos momentos se está manteniendo un amplio debate en Europa sobre el necesario avance, tras el *brexit*, del proyecto para la Unión de los Mercados de Capitales y hay acuerdo en que, como parte de él, es necesario fomentar las salidas a bolsa. Hay muchas cosas que pueden hacerse: aligerar algo más, sin menoscabo del necesario rigor, ciertos requisitos y algunas obligaciones derivadas de la cotización; apoyar fórmulas de entrada en el mercado más simples que la que hasta ahora ha sido la fórmula estándar, como los *listings* directos con difusión subsiguiente; no aplicar en ningún caso solo a las sociedades cotizadas deberes de información o de otro tipo que pueda tener sentido exigir a todas las empresas; ampliar el menú de opciones a disposición de las empresas interesadas, con figuras como las acciones de lealtad; extender en ciertos aspectos el régimen societario propio de las sociedades del primer mercado a las pequeñas y medianas empresas que se decidan a cotizar; corregir el sesgo que hay en la normativa fiscal a favor de la deuda frente a la financiación con capital, etc. Debe fomentarse que más empresas entren en el mercado bursátil.

Entrada en aplicación del reglamento de folletos

RECUADRO 3

El pasado 21 de julio se completó la entrada en aplicación del Reglamento (UE) 2017/1129¹ (en adelante, Reglamento de Folletos o Reglamento), que sustituyó a la Directiva 2003/71/CE² y que introdujo novedades relevantes en el régimen de folletos relativos a ofertas públicas de valores o admisiones a negociación en mercados regulados.

Principales objetivos y novedades del nuevo Reglamento de Folletos

El principal objetivo del Reglamento es alcanzar una mayor armonización y una aplicación homogénea de la normativa de folletos en los distintos países de la Unión Europea. De igual forma, también incide en la reducción de los requisitos administrativos, que ya se había iniciado con la Directiva 2010/73/UE³, que modificó la Directiva 2003/71/CE, con especial atención a facilitar el acceso a los mercados de capitales para las empresas de reducido tamaño.

Para ello, además de ciertos cambios en los umbrales y ajustes en relación con las excepciones a la obligación de publicar un folleto, el Reglamento incorpora novedades relevantes sobre, entre otros temas, ciertas secciones del folleto, tales como los factores de riesgo y la nota de síntesis, e introduce nuevos tipos de folletos, como el folleto de la Unión de crecimiento, el documento de registro universal y el folleto simplificado para emisiones secundarias. Con el nuevo Reglamento también se trata de clarificar y mejorar las disposiciones relativas a otros temas del régimen de folletos, por ejemplo, la publicación de suplementos, incluidas las normas relativas a la apertura de periodos de revocación de órdenes en favor de los emisores cuando proceda, los requisitos relativos a la publicación del folleto o el régimen sancionador.

Normas de desarrollo del Reglamento de Folletos

Simultáneamente, el pasado 21 de julio entraron también en aplicación el Reglamento Delegado (UE) 2019/980⁴ y el Reglamento Delegado (UE) 2019/979⁵, que contienen la mayor parte de los actos delegados de la Comisión Europea y las normas técnicas de regulación elaboradas por ESMA, respectivamente.

Entre estas normas de desarrollo cabe destacar la revisión completa de los anexos que determinan el contenido mínimo de los folletos, incluida la elaboración de los anexos referidos a los nuevos tipos de folletos mencionados anteriormente, así como la preparación de los anexos que recogen el contenido de la información financiera fundamental que debe incluir la nota de síntesis. También merecen especial mención los procedimientos para la aprobación del folleto y la introducción de normas detalladas relativas al alcance de la revisión de los folletos, con las que se persigue un alto grado de armonización entre las distintas autoridades competentes europeas.

Implementación del Reglamento de Folletos

Aunque el Reglamento de Folletos ya es plenamente aplicable, todavía deben implementarse determinadas normas de desarrollo (por ejemplo, la referida

al contenido mínimo de información del documento que debe ponerse a disposición del público cuando se quiera hacer uso de la excepción a la obligación de publicar un folleto para ofertas o admisiones a cotización de valores ofertados en relación con una opa mediante una oferta de canje, una fusión o una escisión). De igual forma, ESMA irá completando próximamente la actualización de los documentos de preguntas frecuentes (Q&A) sobre folletos y procederá a la transformación de las antiguas recomendaciones sobre folletos en directrices para la aplicación del nuevo Reglamento.

Por último, en relación con el nuevo material de nivel 3 elaborado por ESMA, debe destacarse que ya resultan de aplicación las directrices sobre factores de riesgo, que deben servir para facilitar la implementación del nuevo enfoque que acerca de esta sección tan importante del folleto introduce el nuevo reglamento, con el objetivo de asegurar una mayor comprensibilidad y utilidad de la información que al respecto se incluye en los folletos.

- 1 Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE.
- 2 Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.
- 3 Directiva 2010/73/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y la Directiva 2004/109/CE sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.
- 4 Reglamento Delegado (UE) 2019/980 de la Comisión, de 14 de marzo de 2019, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta al formato, el contenido, el examen y la aprobación del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga el Reglamento (CE) n.º 809/2004 de la Comisión.
- 5 Reglamento Delegado (UE) 2019/979 de la Comisión, de 14 de marzo de 2019, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre la información financiera fundamental en la nota de síntesis de un folleto, la publicación y clasificación de los folletos, la publicidad de los valores, los suplementos de un folleto y el portal de notificación, y se derogan el Reglamento Delegado (UE) n.º 382/2014 de la Comisión y el Reglamento Delegado (UE) 2016/301 de la Comisión.

La intermediación financiera no bancaria en España¹

RECUADRO 4

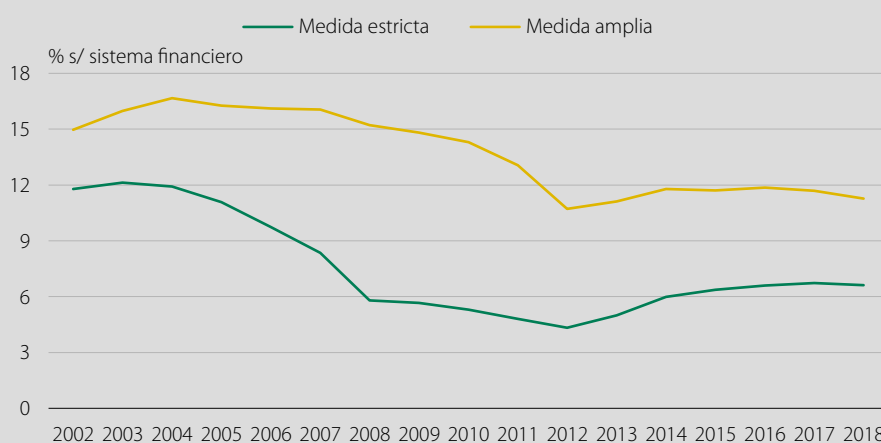
La CNMV hizo público en diciembre el informe sobre la intermediación financiera no bancaria (IFNB) en España, que representa una actualización y un complemento al primer análisis de las entidades que forman parte de esta y que se publicó en el *Boletín de la CNMV* del primer trimestre de 2019¹. Esta actualización, que se realizará con periodicidad semestral, trata de ilustrar las tendencias más recientes de la IFNB en cuanto a las principales magnitudes, así como a la evaluación de sus riesgos más importantes.

Siguiendo la metodología del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), que determinó cinco funciones económicas para identificar las entidades pertenecientes a la IFNB basándose en la actividad que desarrollan (no tanto por su forma legal²), en España pertenecen a ella los fondos de renta fija, los fondos mixtos, los fondos monetarios, los fondos de inversión libre y las SICAV (función económica 1, EF1); los establecimientos financieros de crédito (función económica 2, EF2); las sociedades de valores (función económica 3, EF3); las sociedades de garantía recíproca y las plataformas de financiación participativa (función económica 4, EF4), y los vehículos de propósito especial (SFV, por sus siglas en inglés) cuyo objeto es la titulización de activos (función económica 5, EF5³).

Así, de acuerdo con la información disponible, los activos relacionados con la IFNB en España al cierre de 2018 (bajo la definición más amplia) se situaron en 504.000 millones de euros, lo que supone una contracción del 5,3 % respecto a 2017. Este descenso se explica tanto por la disminución del saldo vivo de las titulizaciones como por el retroceso del patrimonio de los fondos de inversión, cuyos activos se vieron afectados por las turbulencias de finales de 2018, y por el aumento de los reembolsos de los partícipes. Si se excluyen del análisis los activos de las entidades que consolidan en grupos bancarios, se obtiene la denominada medida estrecha (*narrow measure*) de la IFNB, que en España se situó en 296.000 millones de euros, un 6,7 % del sistema financiero español.

Peso relativo de la IFNB

GRÁFICO R4.1



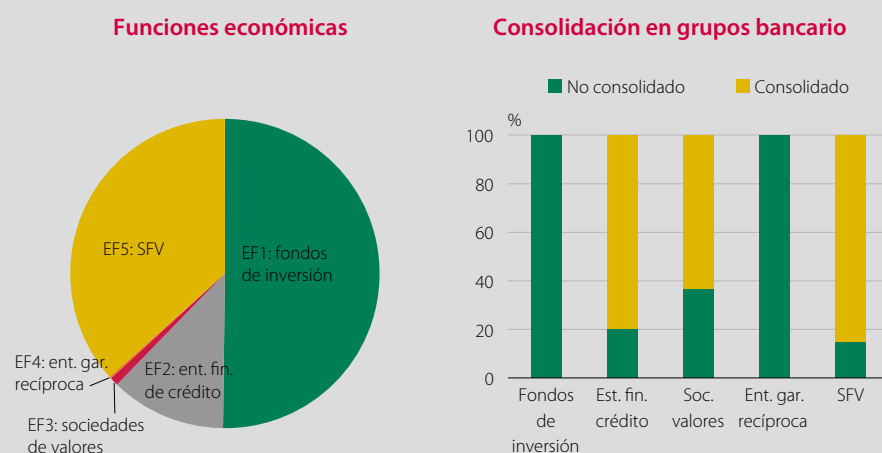
Fuente: CNMV y Banco de España.

Atendiendo al comportamiento histórico de estas actividades, la expansión de la IFNB hasta 2007 fue elevada y sostenida: entre 2002 y 2007 el crecimiento acumulado fue del 66,3 % atendiendo a la definición estricta y del 151,9 % si se tiene en cuenta la definición más amplia. A partir de entonces, con el inicio de la crisis, los activos gestionados por las entidades pertenecientes a la IFNB comenzaron a disminuir, especialmente en 2008, para recuperarse de una forma suave a partir de 2013. Cabe mencionar que, a pesar del crecimiento de los activos de la IFNB en los años anteriores a la crisis, en términos relativos, como fracción del sistema financiero en su conjunto, estas actividades perdieron peso de forma sustancial, por lo que se deduce que el aumento de la IFNB fue menor que el registrado por el sistema financiero en su totalidad, especialmente por parte de los bancos (véase gráfico R4.1).

En cuanto a la distribución entre las distintas tipologías de entidades, las pertenecientes a la EF1 (ciertas clases de fondos de inversión) y EF5 (vehículos para la titulización) son las que representan un mayor porcentaje del total, con un 50,2 % y un 36,6 %, respectivamente (véase panel izquierdo del gráfico R4.2). En el caso de la EF1, a pesar de haberse reducido su dimensión en términos absolutos, su importancia relativa en 2018 se incrementó 8 décimas, mientras que el peso de la EF5, con una caída de sus activos financieros totales, disminuyó un 2,3 %. Por detrás de estos dos subsectores, se sitúan los establecimientos financieros de crédito (EF2), con un 12,1 % del total y, a mucha distancia, los correspondientes a las EF3 y EF4. Descontando las entidades que consolidan en grupos bancarios, estos valores cambian de forma significativa. Por un lado, los fondos de inversión —en los que no existe consolidación— ganan peso, hasta alcanzar el 85,5 % del total, mientras que el peso de los vehículos de titulización y los establecimientos financieros de crédito, con una fracción muy elevada del total del sector que consolida en bancos (véase panel derecho del gráfico R4.2), desciende hasta el 9,4 % y el 4,2 % de la IFNB, respectivamente.

Distribución de la IFNB. 2018

GRÁFICO R4.2



Fuente: CNMV y Banco de España.

Para identificar y realizar un seguimiento de los riesgos potenciales asociados a la IFNB se han calculado indicadores que tratan de cuantificar el riesgo de

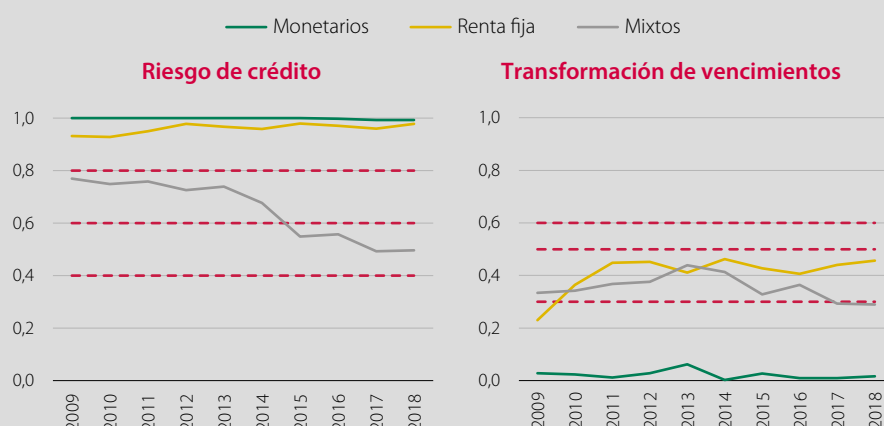
crédito, la transformación de vencimientos, el riesgo de liquidez y el apalancamiento de las entidades más importantes (los fondos de inversión⁴, los establecimientos financieros de crédito, las sociedades de valores y los SFV⁵).

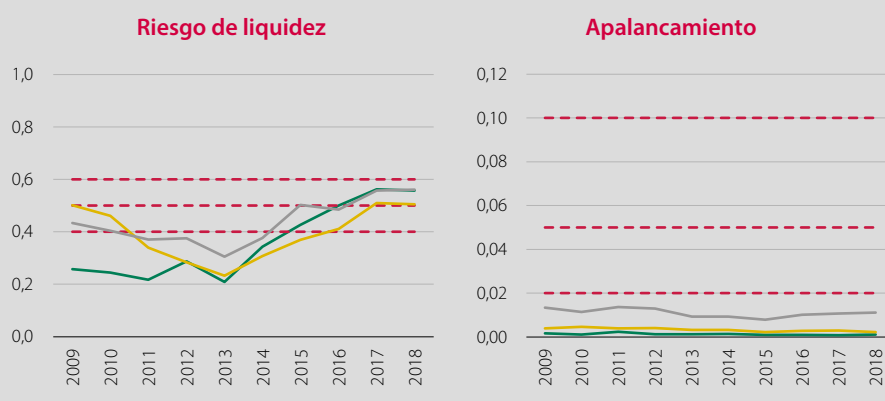
Como se puede observar en el gráfico R4.3, los riesgos más importantes asociados a los fondos de inversión españoles no son demasiado elevados, a excepción del riesgo de crédito, ya que, por la propia naturaleza de estos fondos, muestran un porcentaje considerable de activos crediticios en sus carteras. Como cabría esperar, los fondos monetarios eran los que, a finales de 2018, poseían un porcentaje mayor, con prácticamente el 100 %, seguidos por los fondos de renta fija, cuyos activos crediticios se situaban en un 98 %. En los fondos mixtos, por su parte, esta cifra era al cierre del ejercicio anterior del 50 %, porcentaje que ha ido descendiendo de forma paulatina desde 2009, cuando se situaba cerca del 80 %. Por otra parte, en relación con el riesgo de transformación de vencimientos tan solo los fondos de renta fija tienen un riesgo moderado, con una proporción de activos a largo plazo del 46 %.

El análisis de liquidez refleja que los activos poco líquidos⁶ se sitúan en un nivel medio en las tres vocaciones, entre el 50 % y el 60 %, habiendo aumentado en todos los casos de forma continua desde 2013⁷. Por otra parte, el nivel de apalancamiento *directo* (obligaciones a corto y largo plazo en relación con el patrimonio total) de los fondos analizados —que viene limitado en la legislación española que establece que las IIC mobiliarias (a excepción de la inversión libre) únicamente pueden endeudarse de forma transitoria y por motivos excepcionales— en ningún caso, ni de forma individual, superaba el 2 %. Las IIC, no obstante, también pueden apalancarse mediante el uso de derivados. La información disponible en la CNMV no apunta a la existencia de vulnerabilidades relevantes en los riesgos que puede generar esta operativa, que son esencialmente el riesgo de contraparte y el de mercado⁸.

Evolución de los riesgos en los fondos de inversión

GRÁFICO R4.3





Fuente: CNMV y Banco de España.

En los fondos de titulización, el riesgo más relevante y del que debe realizarse un seguimiento más exhaustivo es el riesgo de transformación de vencimientos (ratio entre pasivos y activos a corto plazo), cuyo indicador ha oscilado entre el 62 % y el 73 % en los últimos 9 años (70 % en 2018). Esto indica que existe un grado moderado de asimetría en los vencimientos de los pasivos en relación con los activos, aunque, en términos individuales, en un 14 % de los vehículos esta ratio superaba el 100 %.

En los establecimientos financieros de crédito, el nivel de riesgo de crédito es elevado como consecuencia de la composición de su balance (más del 90 % de sus activos son créditos concedidos), mientras que también lo es el riesgo de liquidez. En cambio, el riesgo de transformación de vencimientos se ha mantenido históricamente en niveles inferiores al 25 %. En el caso de las sociedades de valores, también se observa que al cierre de 2018 el riesgo de crédito era alto (alrededor del 90 %) después de haber ido aumentando paulatinamente desde 2012, mientras que el resto de riesgos se situaron en niveles bajos o moderados.

- 1 Véase Ispuerto, A. (2019). «Intermediación financiera no bancaria en España». *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, pp. 79-122
- 2 Véase FSB (2013). *Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*.
- 3 En la actualidad se está debatiendo también la inclusión en la IFNB de los vehículos que llevan a cabo el llamado *direct lending* (préstamos o créditos que se están concediendo a empresas, generalmente de tamaño mediano o pequeño, por parte, sobre todo, de vehículos de inversión colectiva de tipo cerrado). A finales de 2018 había un total de 31 entidades de este tipo registradas con un patrimonio agregado todavía muy reducido (cerca de los 370 millones de euros), aunque es previsible un incremento importante, sobre todo derivado de la creación de dos fondos de este tipo que están llevando a cabo sendas entidades financieras españolas de gran tamaño.
- 4 Se analizan por separado los riesgos asociados a los fondos monetarios, fondos de renta fija y fondos mixtos.
- 5 Las entidades de garantía recíproca no se incluyen, ya que su dimensión en el sector es inferior al 0,5 %.
- 6 Los activos poco líquidos son el resultado de sustraer al total de activos financieros los activos líquidos, que se ha considerado que son los depósitos, la deuda pública, las emisiones avaladas, los repos y el 50 % del valor de la cartera de renta variable.
- 7 Hay que mencionar, no obstante, que en un análisis más detallado de los activos de renta fija privada de los FI (considerados como poco líquidos), en el que se tiene en cuenta su vencimiento y la disponibilidad de cotizaciones, se pone de manifiesto que, entre ellos, tan solo alrededor de un 7 % pueden considerarse realmente ilíquidos, mientras que esta cifra llegó a alcanzar el 30 % en 2009.

RECUADROS

Informe anual CNMV
2019

- 8 En el caso del riesgo de mercado, la información de las UCITS y cuasi-UCITS que utilizan la metodología del compromiso, que suponen un 98,8 % del patrimonio total del sector, revela que el nivel de exposición medio al riesgo de mercado se situaba alrededor del 26 % del patrimonio, cifra muy inferior al límite del 100 % que permite la legislación vigente.

Una estimación sobre el coste y el rendimiento de las IIC españolas entre 2009 y 2019

RECUADRO 5

RECUADROS
Informe anual CNMV
2019

El pasado 19 de enero de 2019, ESMA publicó el primer informe sobre rentabilidad y costes de los productos de inversión a disposición de los inversores minoristas, en el que se realiza un análisis comparativo de la rentabilidad y la ratio de gastos soportados por las instituciones de inversión colectiva (IIC) que cumplen con la Directiva UCITS (requisitos de la Directiva 2009/65/CE) y domiciliadas en 14 jurisdicciones de la Unión Europea (UE). El análisis comparativo de ESMA no es concluyente para todos los periodos considerados ni homogéneo entre vocaciones de fondos y tiene varias limitaciones relacionadas con la cobertura de los datos, con asuntos metodológicos y con la posibilidad de que la calidad de estos no sea suficientemente elevada. Precisamente ESMA menciona el acceso a datos homogéneos y comparables como un condicionante que podría limitar la interpretación de su estudio sobre la rentabilidad y los gastos de las UCITS. En la actualidad no existe un marco europeo unificado de recopilación de datos de UCITS, por lo que ESMA utilizó la base de datos comercial de Thomson Reuters Lipper, que publica los datos recibidos de las gestoras y que cubre el 68 % del mercado UCITS europeo para el ejercicio 2017 y el 74 % en 2018.

Tras la publicación de este informe y dada la relevancia de este tema tanto para la CNMV como para todos los potenciales partícipes de estas instituciones, desde la institución se ha abordado un análisis sobre el rendimiento y los costes de las IIC españolas¹ empleando los datos a disposición de la CNMV, que son de elevada calidad y que se corresponden con la totalidad de la industria de IIC, en un periodo de tiempo amplio (desde 2008 hasta 2019). Para ello se han segmentado estas instituciones en diferentes vocaciones y también se han evaluado las diferencias entre las IIC que se comercializan mayoritariamente a inversores minoristas y a inversores institucionales y también entre las IIC de las gestoras que pertenecen a un grupo bancario o, por el contrario, que pueden considerarse independientes. Además, se han realizado los cálculos de rentabilidad de manera fehaciente, con lo que se superan algunas de las limitaciones encontradas en el trabajo de ESMA.

Los resultados del análisis del rendimiento de las IIC españolas realizado por la CNMV revelan que para las instituciones de renta fija la evolución de este indicador ha estado en consonancia con las referencias del mercado durante los años del estudio, mientras que para las instituciones de renta variable su rendimiento medio ha sido superior a varios indicadores de referencia. Así, las IIC monetarias han seguido la evolución de los tipos a corto plazo de la zona del euro, marcando un máximo en 2002 con un 2,84 % y finalizando el periodo en un 0,24 % (media anual de 1,07 %). Una tendencia similar, aunque con registros más elevados, se ha observado en los fondos de renta fija, que registraron máximos en el periodo de la crisis de deuda soberana (superiores al 5 %) y, tras un rendimiento negativo en 2018, han alcanzado en el último año del estudio una rentabilidad del 2,45 % (media del 2,39 %). Por su parte, las categorías de renta variable pura mostraron rendimientos medios superiores (13,20 % en internacional y 9,50 % en euro) con una variabilidad más elevada por su propia naturaleza.

Rentabilidad bruta

CUADRO R5.1

%											
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Monetarios	1,5	1,8	2,5	2,8	2,0	1,1	0,4	0,3	0,0	-0,2	0,2
Retorno absoluto	6,0	3,6	-0,3	5,6	4,4	3,7	1,5	1,8	2,9	-3,4	5,5
Renta fija	3,6	1,0	3,1	5,1	4,4	4,1	1,1	1,3	0,9	-0,7	2,5
Renta fija mixta	5,9	-0,3	1,1	5,7	7,0	4,9	1,7	1,6	2,5	-2,4	5,8
Renta variable mixta	13,6	2,8	-3,1	7,5	10,9	6,9	2,8	3,5	5,2	-4,6	11,0
Renta variable euro	35,3	-0,1	-9,7	13,5	30,8	5,0	5,5	4,6	13,8	-11,1	16,8
Renta variable internacional	42,7	17,9	-7,8	14,8	24,5	10,3	10,0	7,4	11,5	-10,2	24,1

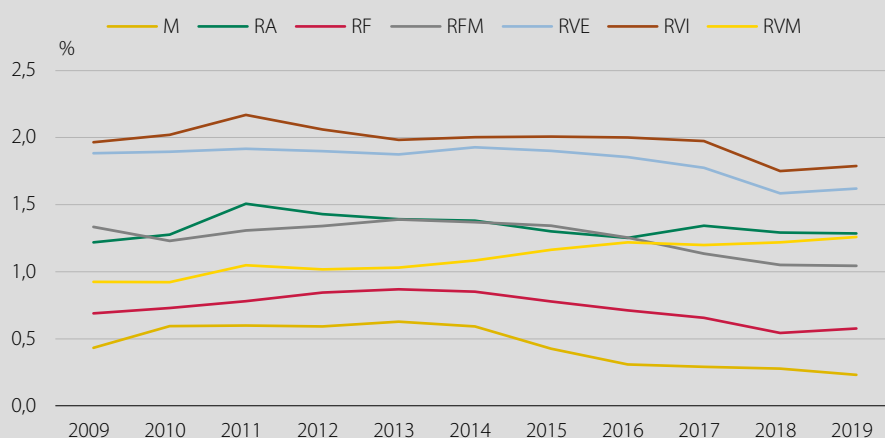
Fuente: CNMV.

El análisis de los rendimientos netos de los fondos de carácter institucional y minorista ha mostrado resultados relativamente homogéneos durante el periodo analizado y entre vocaciones. En general, las IIC en manos de inversores institucionales han obtenido un rendimiento mayor que las IIC en manos de minoristas en la mayoría de los periodos. Sin embargo, el rendimiento de las IIC institucionales ha sido más variable, siendo superior al de las IIC minoristas en periodos de revalorizaciones en los mercados e inferior en momentos de caídas. De media la diferencia entre ambos tipos de IIC no es muy grande y se sitúa en 0,4 p.p. (3,4 % para las institucionales y 3,0 % para las minoristas). El análisis realizado de la rentabilidad neta de las IIC por tipo de gestora revela que de media los resultados obtenidos por las gestoras independientes han sido superiores a los de las gestoras bancarias (4,3 % frente al 2,8 %), lo cual se debe mayoritariamente al mejor rendimiento en las vocaciones de renta variable o con una proporción elevada de renta variable.

Los gastos corrientes que soportan las IIC presentan una gran heterogeneidad entre vocaciones, siendo las de renta variable las que muestran los gastos más elevados. Así, en 2019 la ratio media de gastos de las vocaciones renta variable euro y renta variable internacional se situaba en el 1,62 % y el 1,79 % del patrimonio, respectivamente, mientras que en las vocaciones monetario y renta fija esta se situaba en el 0,23 % y el 0,58 % respectivamente. Además, se observa una tendencia a la baja de la ratio de gastos en el periodo de análisis en la mayoría de las vocaciones, que se explica por un cierto aumento de la competencia entre las entidades y el entorno de tipos de interés reducidos, que ha presionado significativamente a la baja las comisiones de los fondos que invierten sobre todo en deuda. Los resultados por tipo de inversor revelan que los gastos soportados por inversores institucionales (0,75 %) han sido considerablemente menores que los de los minoristas (1,19 %), de forma sistemática en todos los años y en todas las vocaciones, aunque la diferencia se ha reducido ligeramente durante el periodo de análisis. Por tipo de gestora los resultados son menos concluyentes, observándose las mayores diferencias en las vocaciones renta variable euro, internacional y retorno absoluto, en las que las IIC de gestoras independientes soportan unos costes menores que las gestoras bancarias.

Ratio de gastos media ponderada por vocación

GRÁFICO R5.1



Fuente: CNMV. M: monetario, RA: retorno absoluto, RF: renta fija, RFM: renta fija mixta, RVE: renta variable euro, RVI: renta variable internacional y RVM: renta variable mixta.

De acuerdo con los cálculos efectuados por ESMA a efectos del estudio antes mencionado, las IIC españolas presentarían, en términos generales, tanto niveles de rentabilidad como de gastos inferiores a la media europea. Sin embargo, según dicho estudio esto no ocurriría en todas las vocaciones y periodos. Sobre todo se observa en las categorías de renta fija y en los fondos mixtos, mientras que los de renta variable, además de mostrar rentabilidades inferiores, registrarían también costes más elevados. Los fondos de retorno absoluto mostrarían unos rendimientos brutos y netos superiores, con un balance poco concluyente en relación con los costes.

Frente a ello, los cálculos efectuados por la CNMV sitúan tanto el nivel de rentabilidad como de costes de las IIC españolas por debajo de las estimaciones de ESMA. En todo caso, la comparación debe tomarse con cautela tanto en la vertiente de los rendimientos como en la de los costes:

- En relación con los rendimientos la metodología empleada por ESMA es diferente a la seguida en este trabajo, puesto que la de ESMA, basada en medias anuales de datos trimestrales, suaviza las series temporales de un modo que dificulta no solo esta comparación, sino también aquellas que utilizan *benchmarks* de mercado.
- Respecto a los costes, el estudio de ESMA no distingue las jurisdicciones en las que los costes de comercialización están incluidos en la comisión de gestión de aquellas en las que son explícitos para el inversor, de manera que las primeras, entre ellas España, registran un sesgo al alza sistemático en la ratio de costes estimada.

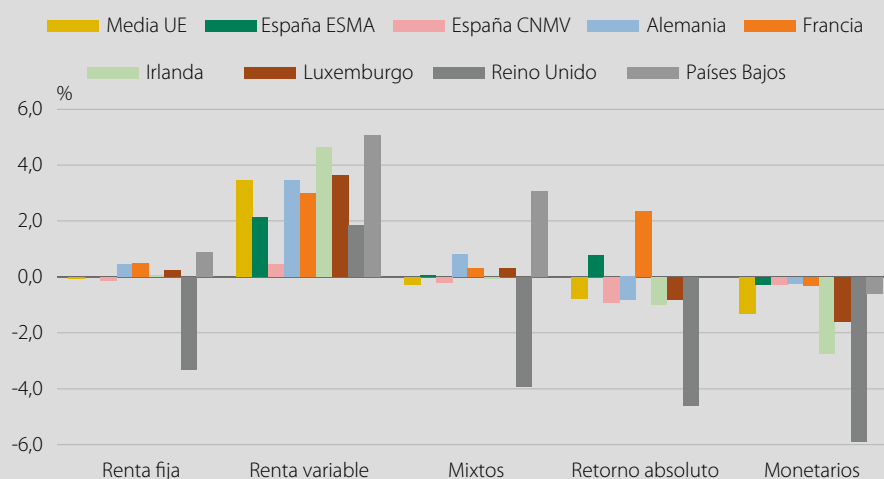
Teniendo en cuenta las anteriores consideraciones y con referencia específica a los tres últimos ejercicios disponibles en el estudio de ESMA (2016-2018):

- La rentabilidad bruta de las IIC españolas, inferior a la media europea según los cálculos de ESMA, resultaría algo menor, sobre todo en las categorías de renta variable y de retorno absoluto. Las diferencias en las vocaciones renta fija y mixta son mucho más reducidas.

- En relación con los gastos, los cálculos de la CNMV (basados en los datos que tiene a su disposición) sitúan el nivel medio de estos en las IIC españolas por debajo de la estimación de ESMA para España y también para la media de los países de la UE, con la excepción de los fondos de renta variable. Además, si se tuviera en cuenta el volumen de retrocesiones en España, que entre 2016 y 2018 representó el 57,2 % de las comisiones de gestión, y el importe resultante de aplicar este porcentaje se restara del importe que representan los costes de gestión dentro de los gastos totales (un 87,2 % de media), las IIC españolas que ya eran más competitivas (renta fija y mixtos) lo serían aún más, mientras que las IIC que parecían mostrar gastos superiores, como las de renta variable, quedarían con un nivel de gastos inferior al de la mayoría de los países, excepto los Países Bajos.
- En términos de rentabilidad neta, que es la que efectivamente percibe el partícipe del fondo, y para el periodo 2016-2018, se puede deducir, en general, que las IIC españolas de renta fija, mixtas y de retorno absoluto estarían prácticamente en línea con la media de la UE, mientras que las de renta variable mostrarían un peor comportamiento (debido a su rendimiento más bajo y sus mayores costes). En las vocaciones primeramente citadas los menores rendimientos se acaban compensando con unos gastos también inferiores. Las IIC monetarias muestran, en cambio, unos rendimientos netos superiores al promedio de la UE aunque su importancia relativa en España es muy reducida (véase gráfico R5.2). En este caso, el ajuste teniendo en cuenta las retrocesiones (costes de comercialización) situaría la rentabilidad neta de las IIC españolas por encima de la media de la UE en todas las categorías, salvo en renta variable.

Rentabilidad neta¹ en 2016-2018

GRÁFICO R5.2



Fuente: ESMA y CNMV. (1) Los cálculos efectuados para España no detraen el importe de los gastos de comercialización.

1 Véase Cambón, M.I., Gordillo, J.A. y Pedrón, G. (2020). «Análisis de la rentabilidad y los gastos de las IIC (FI y SICAV) domiciliadas en España entre 2009 y 2019», *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, pp. 91-152.

La Ley 11/2018 amplió, respecto al Real Decreto-ley 18/2017, los desgloses de información no financiera de las sociedades emisoras para los ejercicios iniciados a partir del 1 de enero de 2018, lo que ha tenido su reflejo en los informes financieros anuales recibidos por la CNMV a lo largo de 2019. A este respecto, se ha observado una cierta mejoría en la calidad de su información, a lo que ha podido contribuir la obligación de que el EINF sea examinado por un prestador independiente de servicios de verificación, que, en el 81 % de los casos, ha sido una de las 4 principales firmas de auditoría (Deloitte, EY, PwC y KPMG). La CNMV ha revisado los contenidos de los EINF incluidos en el informe de gestión consolidado de 2018 de 96 emisores (95 en 2017) y son destacables las siguientes observaciones:

- La identificación de los marcos de referencia utilizados y su alcance debería ser más precisa. Se recuerda que es necesario especificar el marco o los marcos de referencia aplicados, su grado de aplicación (total o parcial) y si se trata de marcos de referencia nacionales, europeos o internacionales. En todo caso, deben ser marcos de referencia ampliamente aceptados y de alta calidad.
- Se debería facilitar el método de cálculo para obtener determinados datos incluidos en el informe como son, entre otros: las remuneraciones medias, su evolución por sexo, edad y clasificación profesional y la brecha salarial.
- ESMA recuerda la importancia de la neutralidad de la información y de no centrarse solamente en los aspectos positivos. No obstante, cuando en circunstancias excepcionales la entidad pueda acreditar que determinados desgloses se consideran seriamente perjudiciales para el emisor o para su posición comercial o competitiva, ello no debe, en ningún caso, impedir que se suministre la información necesaria que permita a los usuarios una comprensión equilibrada y fiel de la situación, el rendimiento y la evolución del emisor o su grupo y del impacto de su actividad. A este respecto, tal y como las propias Directrices de la Comisión Europea de 2017 recomiendan, en estas situaciones cabe suministrar información relevante de una manera agrupada y menos detallada, pero siempre que sea útil para los inversores y para el resto de grupos de interés pertinentes.
- Asimismo, ESMA recuerda a los emisores la relevancia de la información en cuestiones medioambientales, indicando el impacto de la empresa o su grupo en el medio ambiente y en el cambio climático y viceversa (impacto del medio ambiente y el cambio climático en la empresa o su grupo). En concreto, se recomienda que se tengan en cuenta las Directrices sobre el EINF de la Comisión Europea de junio de 2017 y el suplemento sobre cambio climático de junio de 2019, y que la información sea coherente con las recomendaciones del grupo de trabajo sobre desgloses relativos al impacto del cambio climático de 2017, incorporadas a solicitud del Financial Stability Board (FSB). Todas ellas pretenden que las entidades faciliten los desgloses acerca de las repercusiones que el cambio climático supone para ellas y de los riesgos a los que se exponen.

Iniciativa de la CNMV para fomentar la presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección

RECUADRO 7

Desde 2018 la CNMV publica en un informe separado la información sobre la presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección que las sociedades cotizadas reportan en sus informes anuales de gobierno corporativo (IAGC).

Este informe contiene información individualizada para cada una de las sociedades cotizadas, que figuran agrupadas en tres categorías en función de su capitalización bursátil: las del Ibex 35, las que tienen un nivel de capitalización superior a 500 millones de euros y las restantes.

Para cada compañía figura el número de consejeras por categoría (ejecutivas, dominicales, independientes y otras externas) y el porcentaje que representan sobre el conjunto de consejeros en cada una de las categorías, así como el número total de consejeras y el porcentaje que suponen en el consejo.

Asimismo, el informe contiene esos mismos datos respecto de las mujeres en la alta dirección, es decir, el número de mujeres en la alta dirección en cada sociedad cotizada y el porcentaje que representan sobre el número total de altos directivos comunicado.

A continuación se incluye un cuadro resumen de los datos publicados:

Presencia de mujeres en el consejo de administración y en la alta dirección

CUADRO R7.1

	Total mujeres				Ibex 35				Más de 500 M €			
	2017		2018		2017		2018		2017		2018	
	N.º	% s/ total	N.º	% s/ total	N.º	% s/ total	N.º	% s/ total	N.º	% s/ total	N.º	% s/ total
Total consejeras	258	18,9	272	19,9	103	22,8	110	23,9	81	18,4	77	19,2
Dominicales	72	15,7	73	15,3	19	16,5	25	20,8	30	17,7	22	13,9
Ejecutivas	10	4,5	10	4,3	3	4,2	4	5,4	2	2,8	1	1,7
Independientes	163	28,1	178	30,7	77	33,9	77	34,1	46	27,5	53	34,2
Otras externas	13	12,2	11	9,8	4	10,3	4	10,0	3	9,4	1	3,4
Mujeres alta dirección (excl. altas directivas consejeras)	156	14,8	168	15,8	62	14,3	71	16,0	60	16,9	61	17,7

Fuente: CNMV.

La publicación de estos datos tiene como finalidad contribuir a promover la presencia de mujeres en el máximo nivel de gobierno de las entidades, en línea con las diversas disposiciones y recomendaciones establecidas tanto en el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital como en el Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas en relación con la aprobación por parte de estas sociedades de políticas que garanticen la diversidad en los consejos de administración.

La aspiración de alcanzar un nivel óptimo de desarrollo sin comprometer la capacidad de desarrollo futuro es un objetivo que ha ido cobrando peso paulatino en la sociedad, hasta posicionarse como un aspecto clave en la agenda política, económica y social. Así pues, se han desarrollado, tanto con carácter nacional como internacional, diversas iniciativas en materia de sostenibilidad que destacan su papel como forma de creación de valor a corto y largo plazo.

El ámbito de las finanzas no ha sido ajeno a este fenómeno y se están llevando a cabo múltiples actividades fundamentadas en la incorporación de los factores ambientales, sociales y de gobierno (ASG) a la toma de decisiones de inversión. Además, cada vez son más frecuentes las iniciativas que plantean la medición, verificación y divulgación de estos criterios en el sector financiero, que es un sector que desempeña un papel muy importante en la transición hacia un sistema económico más sostenible.

En este contexto, los supervisores de los mercados de valores tienen un papel muy relevante como promotores de estos factores, a través de la incorporación de la sostenibilidad en sus actuaciones en relación con aspectos como el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas o determinadas características de los productos de inversión.

La CNMV, consciente de ello, está participando muy activamente en diversos foros nacionales e internacionales relacionados con las finanzas sostenibles.

En el ámbito internacional, la vicepresidenta de la CNMV ostenta la presidencia de uno de los dos grupos de trabajo creados por la Sustainable Finance Network de IOSCO, dedicado a evaluar y analizar las iniciativas desarrolladas tanto por el sector público como el privado en más de 30 jurisdicciones. Los resultados de este estudio se integrarán en un documento que se presentó al Consejo de IOSCO en su reunión de febrero de 2020.

En el entorno europeo, la vicepresidenta de la CNMV también preside la Coordination Network on Sustainability de ESMA. Este comité está integrado por las autoridades nacionales de todos los miembros de ESMA y tiene como misión fundamental asegurar la adopción de líneas comunes de actuación en materia de sostenibilidad, no solo en el ámbito interno de los distintos comités y grupos de trabajo de ESMA, sino también en el de las autoridades nacionales miembros. Este comité coordina todo el trabajo de ESMA en materia de sostenibilidad y canaliza los mandatos recibidos de la Comisión Europea, entre los que hay que destacar el reciente análisis publicado en diciembre sobre la posible existencia de presiones en los mercados que favorezcan visiones cortoplacistas en las inversiones realizadas por las empresas (*Undue short-term pressure on corporations*), que contiene una serie de recomendaciones dirigidas a la Comisión respecto de la divulgación de información sobre factores de sostenibilidad y sobre las políticas de los inversores institucionales para involucrar a sus grupos de interés.

La CNMV también participa en otro grupo de trabajo europeo liderado por ESMA, el ESG Disclosures Subgroup, perteneciente al Joint Committee Sub-

committee on Consumer Protection and Financial Innovation, dedicado a redactar las normas técnicas de regulación que vendrán a complementar las obligaciones establecidas por el Reglamento (UE) 2088/2019 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativo a la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros. En concreto, este grupo está elaborando las normas que desarrollan las obligaciones de las entidades (participantes del mercado y asesores financieros) de informar acerca de las incidencias adversas sobre los factores de sostenibilidad en sus procesos de toma de decisiones y de asesoramiento sobre inversiones, así como de aquellas relativas a la información precontractual, periódica y la publicada en la página web sobre productos con objetivos de inversión sostenibles o que promueven características medioambientales o sociales.

A lo largo del pasado ejercicio, la CNMV celebró varios eventos sobre sostenibilidad financiera, entre los que cabe destacar de forma especial su participación en la COP 25, celebrada en Madrid en diciembre. La CNMV organizó una mesa redonda en la que estuvieron presentes los máximos representantes de los supervisores de los mercados de valores de Alemania, Portugal y Chile y en la que la vicepresidenta de la CNMV moderó una discusión sobre la situación de las finanzas sostenibles y los retos a los que se enfrenta el supervisor en estas nuevas materias.

Muestra adicional del interés otorgado a esta materia es la creación en el seno de la CNMV de un comité interno encargado de la identificación, el análisis y el seguimiento de diversas iniciativas tanto externas como dentro de la CNMV.

El supervisor no puede ser ajeno a esta transformación y, por tanto, durante 2019 se han llevado a cabo diversas iniciativas en materia de responsabilidad social corporativa destinadas a mejorar el impacto de la organización en la sociedad, entre las que destacan:

- Medidas para incrementar el reciclaje y la reducción del consumo de ciertos materiales, como serían el plástico o el papel, a través de la instalación de puntos de reciclaje en todos los edificios y campañas de concienciación sobre el uso de los recursos llevadas a cabo por el Comité de Seguridad y Salud.
- Acciones destinadas a fomentar el bienestar de los empleados, organizando, por ejemplo, sesiones de *mindfulness* dirigidas a la gestión del estrés por parte de los empleados.
- Medidas para promover una movilidad con menos emisiones, a través de la instalación de puntos de recarga para los vehículos eléctricos de los empleados.

Adicionalmente se han llevado a cabo diversas iniciativas en materia de educación financiera, aspecto especialmente relevante en el fomento de la sostenibilidad. En concreto, la CNMV ha participado en la *World Investor Week*, promovida por IOSCO y celebrada por tercer año en 2019, en la que ha desta-

cado el trabajo realizado en la materia para mejorar los conocimientos financieros de la población y que ha incluido, entre otros, charlas en colegios y a segmentos especialmente desfavorecidos.

La CNMV también participa en la formación de diversos colectivos con la colaboración de la Fundación ONCE y de varios centros de menores de la Comunidad de Madrid. Hasta la fecha, estas actividades formativas se han dirigido a personas con discapacidad, menores en centros de internamiento y menores en riesgo de exclusión social. Estas acciones desarrolladas en materia de responsabilidad social se han enmarcado en el Programa de voluntariado de educación financiera, que cuenta con la participación del personal de CNMV.

Por otro lado, se han impartido sesiones formativas y talleres a jóvenes de educación secundaria sobre consumo responsable, ahorro, presupuesto y temas específicos sobre finanzas sostenibles. Adicionalmente, se ha publicado una infografía sobre finanzas sostenibles y se ha editado una guía rápida divulgativa sobre este tema, con el objetivo de dar a conocer a los inversores y al público en general los principios y criterios de sostenibilidad.

Además, al margen de las iniciativas puntuales que complementen las actividades que se han venido llevando a cabo hasta ahora, en 2020 la CNMV va a apostar por un enfoque más amplio que aúne los esfuerzos de toda la organización a este respecto. Así, durante el año se va a llevar a cabo un análisis del estado de la cuestión en la CNMV en este ámbito, que identifique la situación actual y señale hacia dónde se debería llegar. Esto se concretará en la definición de un plan global de sostenibilidad que guíe las acciones de la organización de cara a prestar sus servicios a la sociedad de la forma más sostenible posible.

El *brex*it y los mercados

RECUADRO 9

Durante el año 2019 han continuado los trabajos preparatorios para la salida del Reino Unido de la Unión Europea (*brex*it).

En ausencia de reconocimientos de equivalencia por parte de la Comisión Europea de centros de negociación del Reino Unido, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y las autoridades competentes han continuado con la intensa labor de análisis y detección de áreas, dentro de la actividad de los mercados secundarios, en las que resulta necesaria orientación por parte de los supervisores.

Relocalización y reorganización de centros de negociación, intermediarios y proveedores de servicios de suministro de datos en la Unión Europea

Con carácter general, durante el año se han continuado y finalizado muchos de los procesos de autorización a nivel europeo.

En España, durante 2019 se ha completado el proceso de autorización de Dowgate MTF como sistema multilateral de negociación (MTF o SMN). Por otro lado, Credit Suisse ya inició desde su filial española, de forma centralizada, sus operaciones para el resto de Europa.

Aplicación de la obligación de negociación de acciones

La situación de fragmentación de la liquidez de acciones europeas entre los diferentes centros de negociación del Reino Unido y de la Unión Europea (UE) ha planteado dudas sobre la aplicación de la obligación de negociación de acciones recogida en el artículo 23 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 (MiFIR).

Esta obligación se considera que no es de aplicación cuando la negociación en la Unión Europea se produce de forma no sistemática, *ad hoc* o de manera irregular o infrecuente.

En el contexto del *brex*it, la incertidumbre sobre la aplicación de la obligación ha motivado que ESMA y las autoridades competentes aclarasen su opinión al respecto. Primero, en el mes de marzo, se informó de que se consideraba que las acciones sujetas a la obligación eran, de manera resumida, aquellas cuyo prefijo en el código ISIN se correspondiese con un Estado miembro de la UE, Islandia, Liechtenstein o Noruega. Asimismo, también se consideraba que las acciones cuyo código ISIN se correspondiese con el Reino Unido (prefijo GB) y pudiesen ser consideradas líquidas en la UE estarían sujetas a la obligación.

Sin embargo, posteriormente en el mes de mayo, ESMA y las autoridades competentes revisaron dicha opinión, con objeto de mitigar los posibles riesgos asociados a disrupciones en la negociación, para indicar que la obligación se debería aplicar teniendo en cuenta solamente la identificación de los emisores a través de un código ISIN correspondiente a un Estado miembro, Islandia, Liechtenstein o Noruega.

Postransparencia y límites a las posiciones en derivados sobre materias primas

En el mes de octubre, ESMA y las autoridades competentes aclararon que, con objeto de evitar situaciones de duplicación en el reporte de la negociación por parte de entidades de la UE que se produzca en centros de negociación de terceros países que cumplan una serie de criterios, dicha negociación no tendría la consideración de operativa *over the counter* (OTC). Esto implica que las operaciones en esos centros de negociación no serían reportables a un agente de publicación autorizado (APA) por las entidades de la UE que las ejecuten en dichos mercados. A la espera de completar la evaluación de los terceros países, se aclaró que no se exigiría el reporte a un APA en caso de *brexít*.

En el caso de los derivados sobre materias primas negociados en centros de negociación de terceros países, y a efectos del cálculo de posiciones por las entidades de la UE, se aclaró que, al igual que en materia de transparencia, cuando el centro de negociación esté situado en un tercer país que cumpla con unos criterios objeto de una evaluación por parte de ESMA, se consideraría que los contratos no serían contratos OTC económicamente equivalentes, sino contratos equivalentes a los negociados en la UE. Esto implica que las entidades de la UE podrían utilizar sus posiciones en dichos mercados equivalentes de terceros países para compensar sus posiciones en mercados de la UE.

Finalmente, respecto a la operativa OTC propiamente dicha con empresas de inversión del Reino Unido, se aclaró que estas dejarían de considerarse empresas de inversión de la UE desde que finalizase el periodo transitorio. Por lo tanto, la operativa con estas empresas generaría siempre una obligación de *reporting* a un APA para las contrapartidas en la UE, siguiendo las normas de reporte previstas para el caso de que solamente una contrapartida sea una empresa de servicios de inversión de la UE.

Real Decreto-ley 5/2019

El objeto del Real Decreto-ley 5/2019, de 1 marzo, es hacer frente a la contingencia de un *brexít* sin acuerdo en el ámbito del ordenamiento jurídico español mediante la regulación de, entre otras cuestiones, las relativas a la prestación de servicios de inversión (artículo 19).

Desde el punto de vista de los mercados secundarios, la CNMV ha aclarado de forma adicional determinadas cuestiones a través de la publicación de las respuestas a preguntas frecuentes recibidas que se encuentran disponibles en su página web (apartado *brexít*).

Entre ellas, destaca la cuestión respecto al acceso a centros de negociación del Reino Unido y de la UE en la que se clarifica que la legislación española no exige requisitos adicionales para ser miembro de centros de negociación de un tercer país. En el caso inverso, el acceso a centros de negociación españoles de miembros remotos de terceros países, se aclara que tampoco se exigen requisitos distintos a los aplicables a los residentes en la UE y, en cualquier caso, aplicables en virtud del artículo 69 de la Ley del Mercado de Valores (LMV) y los determinados propiamente, en su caso, por el reglamento del centro de negociación.

En relación con el acceso electrónico directo (DEA), se señala que los inversores británicos podrán utilizar el acceso DEA como usuarios a los centros de negociación españoles sin necesidad de solicitar autorización como empresa de inversión. Sin embargo, los proveedores de acceso DEA deberán contar con la condición de empresa de inversión conforme a la Directiva MiFID II.

Otro aspecto muy relevante tratado en este documento de preguntas y respuestas ha sido la operativa OTC. Por parte de la CNMV se ha aclarado que, durante el periodo transitorio, los participantes del mercado podrán seguir operando OTC en instrumentos no sujetos a obligación de negociación conforme al Reglamento MiFIR. En el caso de derivados OTC se indica además que se podrán continuar las operaciones que sean consecuencia directa de los contratos preexistentes, supongan modificaciones no esenciales de estos o estuviesen explícitamente previstas en ellos. Finalmente, se indica que la entidad que resulte contraparte de una operación con una española no necesitará autorización como empresa de servicios de inversión en la UE, conforme a MiFID II, siempre y cuando la iniciativa de esta corresponda a la parte española y eso incluye la actividad *interbroker-dealer*

La novedad normativa respecto a los contratos de liquidez en 2019 ha sido la publicación el 10 de diciembre de la Circular 2/2019, de 27 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 1/2017, de 26 de abril, sobre los contratos de liquidez.

Tras dos años de vigencia de la Circular 1/2017 y de acuerdo con el artículo 13.8 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2016, sobre el abuso de mercado, la CNMV procedió a revisar esta práctica de mercado de acuerdo con el procedimiento establecido. Como resultado de este proceso, se han introducido dos modificaciones en el texto de la Circular, que responden a las demandas del sector y a la experiencia de supervisión de esta práctica de mercado aceptada. En particular, tras haber detectado que determinadas condiciones fijadas en la circular podrían suponer un obstáculo para la suscripción de contratos de liquidez por parte de algunos emisores de valores menos líquidos, se aprobaron dos cambios, cuyo propósito fundamental es aumentar el número potencial de sociedades que podrían acceder a un contrato de liquidez y modular algunas restricciones a la operativa en el periodo de subasta.

La primera de estas modificaciones establece un nuevo límite de volumen de 20.000 euros por sesión para la negociación ejecutada por el intermediario financiero en el marco de un contrato de liquidez. Este límite se configura como alternativo al umbral del 25 % del promedio de negociación en las 30 sesiones anteriores, y pueden acogerse a él emisores cuyas acciones no tengan un mercado líquido y que se negocien, bien en un mercado regulado a través del sistema de contratación de *fixing*, o bien en un sistema multilateral de negociación.

Además, atendiendo a los comentarios del sector recibidos en la fase de consulta pública, este nuevo límite alternativo sería también excepcionalmente aplicable a los contratos de las sociedades emisoras que así lo soliciten y cuyas acciones se negocien en un mercado regulado a través del sistema de contratación general. Este supuesto requeriría la autorización previa de la CNMV y un informe favorable de la sociedad rectora del mercado regulado correspondiente, que justifique la calificación de la acción como altamente ilíquida a pesar de no estar incluida en el sistema de contratación de *fixing*.

La segunda modificación se refiere al periodo de subasta y elimina la restricción a la posibilidad de mantener órdenes simultáneas de compra y de venta de acciones que existía hasta la fecha. Además añade una obligación para el intermediario financiero, que deberá adoptar las medidas necesarias para evitar que se crucen sus órdenes de sentido contrario.

Modificaciones del Reglamento EMIR

RECUADRO 11

En 2019 se introdujeron dos reformas del Reglamento EMIR¹: el 19 de junio entró en vigor EMIR Refit², con cambios eminentemente técnicos, y el 12 de diciembre se publicó en el *Diario Oficial de la Unión Europea (DOUE)* EMIR 2.2³, que reforma el modo en el que deben ser supervisadas las entidades de contrapartida central (ECC), tanto las de terceros países como las establecidas en la Unión.

EMIR Refit

En 2015 se inició una revisión de EMIR teniendo en cuenta sus repercusiones para la industria que ha conducido en 2019 a una modificación de este reglamento europeo conocida como EMIR Refit. Aunque no se han introducido cambios fundamentales en las obligaciones básicas del reglamento, la nueva legislación ha pretendido simplificar algunos de los requisitos de EMIR, así como adoptar un enfoque más proporcionado, sin comprometer por ello sus objetivos y, en particular, sin poner en riesgo la estabilidad financiera.

Los cambios más significativos son:

- Se crean dos categorías de contrapartes financieras en función de su nivel de actividad en derivados. Solo aquella categoría de contrapartes financieras con alta actividad está sujeta a las obligaciones de compensación centralizada. Las contrapartes financieras, en cualquier caso, deben calcular periódicamente el tamaño de sus posiciones y notificar a las autoridades competentes y a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) cuando superen los umbrales de compensación relevantes⁴.
- Se impone a los miembros compensadores la obligación de ofrecer sus servicios de compensación en condiciones comerciales justas, razonables, no discriminatorias y transparentes. La Comisión Europea está preparando una norma de desarrollo para detallar tales requisitos.
- Se prevé la posibilidad de que ESMA pueda proponer a la Comisión Europea la suspensión de las obligaciones de compensación centralizada y de negociación a través de centros de negociación en ciertas situaciones excepcionales.
- Se suprimen las obligaciones de reporte para los contratos intragrupo en los que alguna de las partes sea una contraparte no financiera, previa notificación a su autoridad competente.
- Se impone a las contrapartes financieras la obligación de reportar a los *trade repositories* por cuenta de las entidades no financieras con baja actividad en derivados con las que celebren contratos de derivados. El reporte de contratos por parte de las entidades no financieras se convierte en voluntario; no obstante, se les exige que faciliten los datos necesarios a las contrapartes financieras para que estas puedan realizar un reporte de contratos completo.

- Se establece la necesidad de que las autoridades competentes aprueben los modelos internos utilizados por las entidades para intercambiar garantías por contratos de derivados no compensados centralizadamente.
- Se impone a las entidades de contrapartida central la obligación de desarrollar herramientas para la simulación del cálculo de garantías para sus miembros o clientes y de proporcionarles a estos una mayor información sobre su sistema de gestión de riesgos.
- Se modifican ciertas disposiciones relacionadas con el funcionamiento de los *trade repositories*, que refuerzan las capacidades de supervisión de ESMA, y se imponen requisitos a estas infraestructuras tendentes a mejorar la calidad de la información reportada.

EMIR 2.2

Una segunda reforma, conocida como EMIR 2.2⁵ y relativa al sistema de supervisión de las ECC, se publicó el 12 de diciembre de 2019 y entró en vigor el 1 de enero de 2020.

EMIR 2.2 regula la supervisión tanto de las ECC establecidas en la Unión como de las domiciliadas en terceros países. En el desarrollo del texto legislativo se ha tenido muy en cuenta la decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea (UE), puesto que en ese país se encuentran varias de las ECC más utilizadas actualmente por entidades de la Unión. Por ello, se han introducido numerosas modificaciones del régimen aplicable a las ECC establecidas en terceros países. Las más relevantes son:

- Un sistema de clasificación de las ECC de terceros países en función de su relevancia sistémica para la UE. ESMA deberá realizar un análisis de cada ECC y determinar si sus actividades son relevantes para la UE. En caso afirmativo, la ECC será calificada como de nivel 2 y si su importancia es menos significativa para la Unión, se considerará de nivel 1.
- Las ECC de terceros países que sean consideradas de nivel 2 estarán sujetas a una supervisión más intensa por parte de ESMA, tanto en lo que se refiere a requisitos prudenciales como a normas de conducta o de gobierno. No obstante, una ECC de nivel 2 podrá solicitar que el cumplimiento de los requisitos que se establecen en el Reglamento EMIR se dé por cumplido con base en la normativa de su país de origen. En tal caso, ESMA será la encargada de evaluar si las obligaciones existentes en dicho país y las aplicables en la UE son equiparables.
- Se ha dotado a ESMA de los poderes necesarios para imponer sanciones y multas a las ECC de terceros países que vulneren alguno de los requisitos de EMIR. ESMA podrá también llevar a cabo inspecciones y visitas *in situ* de las ECC de nivel 2 o de cualquier tercero en el que dicha ECC hubiese externalizado alguna de sus funciones o servicios.
- Asimismo, se prevé que ESMA pueda determinar que las actividades de una ECC de un tercer país sean demasiado relevantes para la UE como

para que estas se presten desde fuera de la Unión. En dicho caso, ESMA podrá proponer a la Comisión Europea que emita un acto de implementación en el que se restrinjan las actividades de esa ECC si estas no se prestan desde la UE.

Respecto a las ECC establecidas en la UE, EMIR 2.2 introduce algunas modificaciones con el objetivo de fortalecer su régimen de supervisión y favorecer una mayor convergencia en las actuaciones y decisiones de las autoridades competentes. Estas siguen siendo las responsables últimas de llevar a cabo la supervisión de las ECC de la Unión, pero se ha ampliado la lista de actuaciones que requieren opinión de los colegios de supervisión y se ha reforzado el papel de ESMA.

En particular, ESMA revisará las propuestas de decisiones de las autoridades competentes en materias relevantes como autorización de ECC, extensión de sus actividades o servicios, mantenimiento de registros, adquisición de participaciones significativas en una ECC, conflictos de interés, subcontratación, normas de conducta o interoperabilidad. Adicionalmente, cuando una ECC quiera adoptar algún cambio significativo de los modelos y parámetros utilizados en sus mecanismos de control de riesgos, deberá someter su propuesta a la validación tanto de la autoridad competente como de ESMA.

En el ámbito del gobierno de ESMA, las nuevas funciones que desarrollará con relación a las ECC, tanto de la UE como de terceros países, requerirán de un incremento notable de los medios y recursos necesarios para realizar sus tareas. Asimismo, se ha creado un comité permanente en ESMA sobre supervisión de ECC, en el que participan todas las autoridades competentes que supervisen una ECC domiciliada en su territorio, así como otras autoridades públicas relevantes. Dicho comité tiene la función de preparar y realizar todas las tareas relativas a las ECC encomendadas a ESMA en EMIR.

- 1 Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.
- 2 Reglamento (UE) 2019/834 del Parlamento y del Consejo, de 20 de mayo de 2019, que modifica el Reglamento (UE) 648/2012 en lo relativo a la obligación de compensación, la suspensión de la obligación de compensación, los requisitos de notificación, las técnicas de reducción del riesgo en los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central, la inscripción y la supervisión de los registros de operaciones y los requisitos aplicables a los registros de operaciones.
- 3 Reglamento (UE) 2019/2099 del Parlamento y del Consejo, de 23 de octubre de 2019, que modifica el Reglamento (UE) 648/2012 en lo que respecta a los procedimientos de autorización de las ECC, las autoridades que participan en la misma y los requisitos para el reconocimiento de las ECC de terceros países.
- 4 Adicionalmente, las entidades financieras y no financieras que opten por no calcular el tamaño de su actividad en derivados quedarán sujetas a la obligación de compensación.
- 5 Reglamento (UE) 2019/2099. Véase la nota 3.

De acuerdo con el Plan de actividades de la CNMV, en 2019 se realizó una revisión horizontal de la operativa *on line* de una selección de entidades que prestan servicios de inversión. En concreto, se comprobó el adecuado cumplimiento de las principales normas de conducta que aplican, con carácter previo a la ejecución de operaciones del cliente o por cuenta del cliente, al operar de manera *on line*, ya sea a través de la página web, aplicaciones para teléfonos móviles o plataformas de inversión específicas. El análisis se realizó sobre una muestra de 8 entidades que aglutinaban el 54 % de las operaciones cursadas por Internet en 2018.

Los objetivos principales de la actuación fueron la revisión de los servicios de recepción y transmisión de órdenes, asesoramiento en materia de inversión y gestión discrecional de carteras. Además, en el caso de la distribución de fondos fuera de los ámbitos de la gestión o el asesoramiento, se analizaron los buscadores y comparadores de instituciones de inversión colectiva (IIC) alojados en las páginas web de las entidades seleccionadas, al objeto de comprobar el cumplimiento de los requisitos que justifican la percepción de incentivos.

i) Revisión de la prestación del servicio de recepción y transmisión de órdenes (RTO).

- Respecto al procedimiento establecido para la evaluación de la conveniencia, se comprobó que algunas entidades no cuentan con controles efectivos que eviten la existencia de incoherencias en la cumplimentación del cuestionario de evaluación de la conveniencia. En este sentido, se verificó que no se contrastan variaciones significativas y contradictorias entre los datos personales proporcionados por el cliente en el momento de su alta (por ejemplo, el nivel de estudios) y los manifestados por este en la cumplimentación del test. Además, los sistemas permitían la introducción de respuestas a las distintas preguntas del cuestionario aparentemente incoherentes entre sí. En relación con estas cuestiones las entidades deben, bien establecer sistemas de control para impedir al cliente continuar con la evaluación en caso de detectarse alguna incoherencia en sus respuestas hasta que se efectúe algún tipo de supervisión adicional (redirección a la oficina, llamada al gestor, etc.), o bien confirmar con el cliente las respuestas proporcionadas hasta que las incoherencias se resuelvan. En cualquier caso, tienen que asegurarse de que con la información de que disponen pueden evaluar la conveniencia de la operación correctamente.

Además, en general las entidades permitían la cumplimentación sucesiva y reiterada del cuestionario, cambiando las respuestas, sin que existiese ningún tipo de limitación.

Finalmente, algunas entidades no informaban al cliente sobre las familias concretas de instrumentos a las que aplicaban la evaluación realizada.

- En cuanto a la entrega al cliente de la información previa sobre el instrumento, cabe destacar, por un lado, que en la contratación de fondos de inversión cotizados (ETF) en algún caso no se entregaba información concreta sobre las características y los riesgos del instrumento y, por otro lado, que, de manera generalizada, en la compra de *warrants* no se incluía la advertencia al cliente de que estaba adquiriendo un instrumento admisible para la absorción de pérdidas o *bailinable*.
- Las incidencias detectadas en relación con las advertencias entregadas al cliente se referían, en su mayoría, a la operativa con instrumentos no complejos. Principalmente estaban relacionadas con advertir erróneamente al cliente sobre el ámbito en el que se estaba ejecutando la operación; por ejemplo, algunas entidades proporcionaban al cliente la advertencia de «solo ejecución» cuando este no había querido cumplimentar el cuestionario de conveniencia o cuando había tenido que rellenar un test cuya información después no se tenía en cuenta en la evaluación. En relación con esta cuestión, conviene señalar que las entidades deben considerar en la evaluación de la conveniencia de la operación toda la información previa disponible sobre el cliente.
- Finalmente, algunas entidades no exigían la *firma* de la orden de compra antes de su envío (mediante la introducción de claves, coordenadas, código de verificación o similar), lo que se considera necesario.

ii) Revisión de la prestación de los servicios de asesoramiento en materia de inversión y gestión discrecional de carteras.

- Tras la entrada en vigor de MiFID II, la formalización de un acuerdo básico de asesoramiento (en soporte duradero) es legalmente exigible cuando la entidad vaya a realizar una evaluación periódica de la idoneidad de los instrumentos financieros o servicios recomendados. Las entidades revisadas daban cumplimiento a esta obligación incluyendo la mención al carácter no independiente de la prestación del servicio y a que percibían la correspondiente remuneración vía incentivos. Sin embargo, la información proporcionada por las entidades presentaba incidencias con respecto a los tipos de instrumentos financieros considerados para realizar las recomendaciones de inversión y la relación con los proveedores o emisores de estos (generalmente entidades del grupo).
- En el análisis de los procedimientos de evaluación de la idoneidad en ambos servicios, tal y como ocurría en la evaluación de la conveniencia, se detectaron diversas incidencias en relación con la coherencia de la información recabada. Además, en lo que se refiere a la prestación del servicio de asesoramiento, en algún caso no existían mecanismos de control para verificar la coherencia entre la información obtenida del test de idoneidad y la incluida en el test de conveniencia vigente.
- En las propuestas de inversión la descripción de cómo se ajusta la recomendación a las características personales del cliente y a sus objetivos de inversión en algunos casos era incompleta.

iii) Análisis sobre el cumplimiento de los requisitos que justifiquen la percepción de incentivos en la distribución de fondos fuera de los ámbitos de la gestión o el asesoramiento.

- En relación con el requisito de facilitar el acceso a una amplia gama de instrumentos que incluya un número apropiado de productos de terceras partes no vinculadas, todas las entidades revisadas daban acceso a través de sus buscadores al menos a un 25 % de fondos de terceros sobre el total de fondos ofrecidos. Respecto a si las entidades ofrecían al menos dos fondos de terceros de la misma categoría, se puede considerar cumplido con carácter general este requisito.
- En cuanto a la existencia de herramientas que ayuden al cliente a adoptar decisiones de inversión, todas las entidades revisadas contaban con buscadores de fondos que permitían el acceso a la información sobre fondos propios y de terceras gestoras, lo que resulta adecuado para cumplir con el requisito de aumentar la calidad del servicio y cobrar incentivos, dado que las herramientas puestas a disposición de los clientes deben aportarles un valor añadido y no limitarse a proporcionar información cuya entrega es obligatoria.
- A este respecto se analizó si estas herramientas ofrecían al cliente datos simultáneos sobre información particularmente relevante sobre la rentabilidad, el importe mínimo de suscripción y las comisiones de los distintos fondos seleccionados y se evidenció alguna deficiencia en varias de las entidades revisadas.
- En relación con la información sobre clases de participaciones de un mismo fondo o compartimento, se comprobó para una muestra de fondos que las entidades, en general, facilitan al cliente información sobre diversas clases. No obstante, si el cliente realizaba una búsqueda por ISIN, el sistema no mostraba la existencia de otras clases del mismo compartimento.

Monitorización de la actividad en España de entidades europeas en libre prestación de servicios

RECUADRO 13

En el registro de la CNMV figuran inscritas aproximadamente 3.500 entidades de la Unión Europea habilitadas para actuar en España en régimen de libre prestación de servicios sin establecimiento permanente, es decir, sin sucursal o agente vinculado, número que contrasta de manera muy significativa con las apenas 200 empresas de servicios de inversión españolas existentes. Las entidades en régimen de libre prestación, en su gran mayoría radicadas en el Reino Unido aunque también en Chipre en número significativo, no realizan reporte alguno de su actividad a la CNMV, por lo que la información de la que se ha venido disponiendo sobre ellas ha sido históricamente muy limitada.

En los últimos años se ha puesto de manifiesto la realización por parte de algunas de estas entidades de una actividad muy relevante de comercialización entre inversores minoristas de contratos por diferencias (CFD) u otros instrumentos complejos y de elevado riesgo. Se trata de una actividad sobre la que tanto ESMA como la CNMV y otros supervisores han mostrado su preocupación, ya que los análisis realizados han puesto de manifiesto que, con carácter general, genera relevantes pérdidas para los inversores.

Han sido diversas las medidas establecidas para mejorar la protección de los inversores en este ámbito, entre las que destacan las decisiones de ESMA de 22 de mayo de 2018, en virtud del artículo 40 del Reglamento (UE) 600/2014, de restringir la comercialización, distribución o venta de CFD a clientes minoristas, así como de prohibir la comercialización, distribución o venta de opciones binarias a clientes minoristas. Una vez concluido el periodo de vigencia de las decisiones de ESMA, la CNMV aprobó en el verano de 2019 unas medidas de intervención de productos, de acuerdo con el artículo 42 del Reglamento (UE) 600/2014 (MiFIR), con un contenido muy similar a las de ESMA.

En cuanto a la supervisión de la actividad desarrollada por las entidades libre prestadoras, el esquema establecido por la normativa europea asigna en primera instancia a la autoridad del Estado miembro de origen la competencia de supervisión, circunstancia que podría no generar los suficientes incentivos para una vigilancia efectiva. De acuerdo con lo establecido en el artículo 86 de la Directiva MiFID, la CNMV, como supervisor de acogida, está facultada para comunicar al supervisor de origen aquellos hechos responsabilidad de estas entidades que pudieran resultar contrarios a la normativa y, únicamente en caso de que persista la actuación claramente perjudicial, podría adoptar medidas pertinentes para proteger a los inversores y el correcto funcionamiento del mercado, entre las que se incluye la posibilidad de impedir que las entidades infractoras efectúen nuevas operaciones.

Por todo ello, con la finalidad de asegurar la adecuada protección de los inversores y facilitar a las autoridades supervisoras del Estado de origen su labor, la CNMV incluyó en su Plan de actividades de 2019 el reforzamiento de la monitorización —que no supervisión— de la actividad en España de las entidades en libre prestación. Para ello, el Departamento de Supervisión de ESI y ECA ha elaborado un mapa de las entidades europeas en libre prestación en

el que ha establecido una prioridad revisora en función de diversos parámetros, entre otros el nivel de actividad en CFD —información obtenida de otras autoridades europeas a partir de los trabajos previos realizados en el seno de ESMA—, así como su presencia en medios de comunicación masivos o en eventos promocionales y la naturaleza y relevancia de las quejas o reclamaciones presentadas por inversores.

Las actuaciones de monitorización de las entidades identificadas se han referido, con carácter general, a las restricciones legales aplicables a la comercialización, distribución o venta de CFD a clientes minoristas, así como a la información facilitada a los inversores a través de sus páginas web y, en particular, si la información que se presenta en ellas es en general adecuada y equilibrada.

Como resultado de estas actuaciones se han identificado una serie de incidencias y riesgos emergentes que han sido trasladados al supervisor de origen en aquellos casos en que se han considerado relevantes, con la finalidad de que se adoptaran medidas para su subsanación. Se señalan a continuación los más relevantes:

- Restricciones establecidas por ESMA y por la CNMV en materia de comercialización, distribución o venta de CFD a inversores minoristas en vigor desde agosto de 2018. En las revisiones realizadas se ha puesto de manifiesto la utilización por parte de algunas entidades de prácticas dudosas:
 - Incitación a clientes minoristas a solicitar el tratamiento como clientes profesionales, toda vez que a estos últimos no les resultan de aplicación las restricciones a la comercialización de CFD. Para ello, entre otras estrategias, se inducía a la realización de operaciones que permitieran acreditar experiencia en estos instrumentos o, en otros casos, las webs destacaban de manera no equilibrada los *beneficios* de ser cliente profesional.
 - Fomento del traslado de la operativa a terceros países de fuera de la Unión Europea con menores restricciones en la comercialización de estos productos. Entre otros, las webs de algunas de estas entidades recogen comparativas de los límites operativos con aquellos ofertados por filiales de su grupo en terceros países no sujetos a las restricciones de ESMA, lo que resulta una promoción no permitida de la actividad a través de entidades situadas en terceros Estados.
- Realización por parte de personas no autorizadas de actividades de comercialización y prestación de servicios de inversión para los que se requiere autorización:
 - Promoción de operativas consistentes en la réplica por parte de numerosos inversores de las operaciones realizadas por un inversor-master no autorizado como ESI, denominadas habitualmente con el apelativo de *social trading*. En relación con este tipo de actividades, ESMA considera (véase ESMA/2012/382, Q.9) que

se estaría prestando el servicio de inversión de gestión discrecional de carteras y es preciso, por tanto, contar con autorización. La CNMV comparte esta visión y considera que en la prestación del servicio de gestión, que debe realizar el personal de la entidad, deben cumplirse en todo caso las normas de conducta y en particular las referidas a la evaluación de la idoneidad y el cumplimiento de los deberes de información a los clientes.

- Realización de actividades de captación de clientes. Varias entidades publicitan los denominados «Programas de asociados o afiliados», que proporcionarían a terceros pagos por los clientes captados. En algunos casos, estos programas podrían adicionalmente estar permitiendo la prestación de servicios de asesoramiento y gestión por parte de estas personas no autorizadas.

Respecto a esta práctica de captación, la CNMV ha trasladado al supervisor de origen que se trataría de una actividad no permitida de acuerdo con lo establecido en el artículo 144 de la Ley del Mercado de Valores, según el cual únicamente las entidades autorizadas —y sus agentes vinculados con determinadas restricciones— pueden desarrollar las actividades de comercialización, captación de clientes y prestación de servicios de inversión.

- Incidencias referidas a la actividad publicitaria desarrollada y en particular:
 - Existencia de publicidad encubierta. Se han identificado artículos publicados en medios de comunicación que presentan un alto componente promocional y publicitario de la actividad desarrollada por estas entidades, que, a pesar de ello, han manifestado que no se trata de publicidad contratada por ellas. Esta publicidad no reconocida resulta contraria a las exigencias establecidas en la normativa, al incluir información poco clara y que puede resultar engañosa.
 - Realización de comunicaciones publicitarias en las que se destaca la prestación del servicio de intermediación en acciones con comisión cero, lo que no resulta adecuado, ya que no se informa de los costes implícitos en las transacciones.

Hasta la fecha, dos autoridades supervisoras europeas han publicado medidas adoptadas contra entidades en régimen de libre prestación, consistentes en la prohibición de realización de operaciones. La CNMV tiene previsto continuar en los próximos meses con su actividad de monitorización de la actividad desarrollada por entidades libre prestadoras y no descarta la adopción de medidas similares en caso de que persistieran situaciones relevantes perjudiciales para los intereses de los inversores en España o para el correcto funcionamiento de los mercados por incidencias previamente trasladadas al supervisor de origen.

La CNMV aprobó el 28 de noviembre de 2019, tras someterla a consulta pública, la Guía técnica 3/2019 sobre procedimientos de autorización de nuevas entidades, con la que daba cumplimiento a uno de los compromisos asumidos en el Plan de actividades para el ejercicio 2019.

La guía se dirige a los promotores de proyectos de autorización de empresas de servicios de inversión (ESI), sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC), sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC) y plataformas de financiación participativa (PFP), y contiene recomendaciones y buenas prácticas para facilitar y agilizar los procesos de autorización.

Los procesos de autorización de entidades son, en general, procedimientos laboriosos en los que los promotores han de presentar numerosa documentación para cumplir con la normativa aplicable, altamente armonizada en la Unión Europea y cada vez más compleja y abundante, que impone condiciones exigentes y muy detalladas para conceder las autorizaciones.

Para facilitar a los promotores el trámite de autorización, la CNMV ha desarrollado guías o manuales en los que se explican los pasos que se han de seguir y la documentación que se ha de aportar para concluir el procedimiento con éxito. Además, se facilita una interlocución directa con los interesados, a través de la cual se aclara cualquier cuestión relacionada con los expedientes.

En esta línea y para conseguir una tramitación ágil y eficaz de los procedimientos de autorización, la Guía técnica 3/2019 ofrece a los promotores la posibilidad de contactos iniciales estructurados, que denomina de prenotificación, destinados a facilitar la identificación de los aspectos más relevantes para la tramitación de su solicitud con anterioridad al inicio de la tramitación formal del expediente.

Esta prenotificación puede consistir en una o varias reuniones previas a la presentación de la solicitud de autorización formal para comentar y analizar de forma preliminar el proyecto y la documentación que los promotores deben aportar. Para garantizar la eficacia de esta fase, la CNMV pone a disposición de los promotores en su página web formularios con la información sustancial requerida, considerando las especificidades de cada una de las entidades, que deberían ser cumplimentados antes de las correspondientes reuniones y servir de guía en ellas.

La prenotificación no excluye en modo alguno que con anterioridad puedan mantenerse reuniones para exponer, de forma general, las características del proyecto que se esté considerando y obtener de la CNMV una primera impresión al respecto. En todo caso, para que estas reuniones sean productivas es también aconsejable que el promotor remita con la antelación suficiente una breve nota con las cuestiones que desee comentar.

Por otra parte, y ya en el procedimiento legal de autorización, una vez realizado un análisis previo del proyecto y con el objetivo de agilizar dicho procedimiento, en la Guía técnica se recomienda que la documentación que compone el expediente de solicitud de autorización se presente acompañada de un documento estandarizado que identifique la documentación aportada y en el que figuren las comprobaciones que sobre ella ha realizado el propio solicitante; esta autorrevisión tiene por objeto evitar los errores que con más frecuencia se repiten en la documentación que se aporta.

Asimismo, es importante destacar que la Guía técnica 3/2019 prevé que la CNMV tenga en cuenta la naturaleza, escala y complejidad de la entidad concreta para la aplicación proporcionada de los requisitos de autorización.

Por último, la Guía técnica recuerda que la CNMV está facultada por la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, a tener por desistidas las solicitudes de autorización si no se aporta toda la documentación legalmente exigida y no se subsana dicha circunstancia a requerimiento de la CNMV dentro del plazo que se conceda al efecto.

A partir de la información reservada que las entidades gestoras remiten mensualmente a la CNMV, se llevan a cabo con carácter recurrente análisis de supervisión a distancia, en los que se monitoriza el nivel de liquidez actual de los activos que mantienen en cartera las IIC, con el objetivo de identificar y anticipar posibles problemas de liquidez que pudieran surgir en las instituciones, así como de detectar deficiencias en los controles y procedimientos que las gestoras deben implementar para llevar a cabo una adecuada gestión de dicha liquidez.

Para ello, a partir de una metodología predefinida, en la que se combina información de diversas fuentes de mercado, se procede a asignar un nivel de liquidez a cada uno de los activos de las IIC, lo que permite identificar las instituciones que podrían presentar exposiciones relevantes en inversiones con los niveles más reducidos.

Del resultado de la última actuación global realizada en 2019 (a 30 de septiembre) se desprendía que el volumen estimado de activos que podrían presentar menores niveles de liquidez era poco relevante, en concreto, 6.904 millones de euros, que representan el 2,29 % del total de volumen de patrimonio gestionado por las IIC. Adicionalmente, la exposición a estos activos se encontraba muy diversificada, habiéndose identificado 83 instituciones con exposiciones superiores a los umbrales que la CNMV considera de interés supervisor a los efectos de realizar un análisis más exhaustivo. Estas 84 entidades representaban el 1,99 % del total de las inscritas.

Con respecto a las entidades que gestionan estas IIC, se verificó que dispongan de controles y procedimientos adecuados; en concreto, que:

- Apliquen una metodología en la que se tenga en cuenta el mayor número posible de parámetros o factores con los que fijar un nivel de liquidez para cada inversión, dando prioridad a información cuantitativa sobre volúmenes negociados, horquillas de precios, número de contrapartidas existentes...
- Realicen estimaciones de los horizontes temporales necesarios para una liquidación ordenada de cada una de las posiciones y que estas sean estimaciones en términos globales, es decir, considerando todas las inversiones de sus fondos en un mismo activo.
- Lleven a cabo pruebas de estrés tanto del activo como del pasivo del fondo, con el objetivo de anticipar posibles problemas de liquidez ante situaciones excepcionales.
- Existan para cada fondo límites o umbrales internos a la inversión en los activos que pudieran presentar problemas de liquidez y que, en caso de que estos se superen, se realice un análisis exhaustivo de las circunstancias por las que han sido superados y se adopten, en su caso, medidas para garantizar que no se produzcan conflictos de interés entre inverso-

res, así como para que no se incremente de manera significativa el nivel de riesgos de la IIC.

- Se contemplen planes de contingencia en los que se prevean de manera detallada las circunstancias y condiciones en las que serían objeto de activación las diferentes herramientas o mecanismos admitidos por la normativa: plazos de preaviso, endeudamiento temporal, suscripciones y reembolsos parciales, creación de compartimentos de propósito especial (o *side pockets*) e, incluso, la suspensión temporal del fondo.

El objetivo de estos análisis de supervisión es garantizar que las gestoras no generen conflictos de interés entre inversores, que en la gestión diaria de la liquidez de sus instituciones se respete en todo momento el principio de equidad a través de lo que se conoce como *slicing approach* (o venta proporcional de la cartera líquida e ilíquida para atender reembolsos) y que la entidad disponga de planes de contingencia para activar las medidas o herramientas señaladas en situaciones o circunstancias excepcionales.

Por último, cabría destacar que también se ha analizado, con carácter preventivo, la exposición mantenida por las IIC en determinadas categorías de activos que, por sus características, pudieran generar en el futuro algún tipo de problemática en la gestión de la liquidez de las IIC. En concreto, en la última actuación realizada el análisis se ha enfocado en las inversiones mantenidas en renta fija con baja calificación crediticia (conocida como deuda de alto rendimiento o *high yield*), así como en renta variable de compañías con baja capitalización (*small caps*). En el caso de las instituciones identificadas con las mayores exposiciones, se ha requerido a sus gestoras que procedan a mejorar la transparencia aportada a los partícipes, advirtiendo en el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI) del mayor riesgo potencial de liquidez que pueden tener tales instituciones en situaciones adversas de mercado como consecuencia de la inversión en estos activos.

La CNMV realizó en 2019 un análisis de las prácticas seguidas por las gestoras españolas cuando sus fondos invierten en otros fondos gestionados por la misma gestora o por otras gestoras del mismo grupo.

El análisis puso de manifiesto que la mayoría de las gestoras que realizan esta operativa invierten en las clases *cartera* (también denominadas *clean*) o retroceden la parte de la comisión de gestión que podría imputarse a gastos de comercialización del fondo inversor cuando invierten en subyacentes con clases más caras o en fondos sin clases. Incluso hay gestoras que aplican métodos más favorables para los partícipes, retrocediendo la totalidad de la comisión de gestión del fondo subyacente o estableciendo una clase con comisión o % (clase cero), que es en la que invierten sus IIC.

No obstante, se detectó un reducido número de gestoras que no estaban retrocediendo al fondo inversor los costes de distribución cuando estos están incluidos en la clase en la que se invierte, lo que supone una práctica menos transparente. Adicionalmente, esta práctica sería diferente de la que se produce cuando se invierte en IIC extranjeras ajenas al grupo (caso en el que siempre se abonan al fondo inversor las retrocesiones percibidas). Por este motivo, la CNMV está considerando promover una modificación de la normativa al respecto.

En todo caso, y en tanto no se produzca la citada modificación normativa, se hizo público con fecha 19 de diciembre de 2019, un comunicado informando de que se considera buena práctica en relación con la inversión de las IIC en otras IIC gestionadas por la misma gestora o por gestoras del mismo grupo en las que no existan clases sin comisión de distribución (clases *cartera* o *clean*), que la gestora establezca mecanismos que garanticen que se retroceden al fondo inversor los costes de comercialización incluidos en la comisión del fondo subyacente, teniendo en cuenta que en este tipo de inversiones no ha existido dicha comercialización.

Avances en la reforma de los índices de tipos de interés

RECUADRO 17

La transición¹ hacia índices de referencia más robustos y representativos de la realidad económica que tratan de medir, así como la adopción de tasas libres de riesgo (o casi libres de riesgo), han avanzado de forma significativa en 2019 aunque quedan importantes retos que afrontar en los próximos años relacionados con su implantación y consolidación y con la solidez de los contratos actuales y futuros.

En la zona del euro, el Banco Central Europeo (BCE) publica desde el pasado 2 de octubre el tipo de interés a corto plazo del euro, conocido por el acrónimo €STR (*euro short-term rate*). El €STR refleja el coste para los bancos de la zona del euro de tomar fondos prestados a plazos muy cortos (*overnight*) de otras entidades financieras sin aportar garantías. Este índice ha sido recomendado por el grupo de trabajo sobre índices libres de riesgo en la zona del euro² (en adelante, el grupo de trabajo sobre euroRFR) como el índice libre de riesgo de la zona del euro y sustituto del Eonia, al ser considerado más robusto, transparente y representativo, puesto que está calculado por el BCE, se basa en transacciones individuales reportadas por las 52 mayores entidades de la zona del euro e incluye depósitos con entidades financieras distintas de entidades de crédito.

Atendiendo a dichas recomendaciones y para facilitar una transición suave de un índice a otro, el administrador del Eonia (European Money Markets Institute, EMMI) ha reformulado su cálculo como la suma del €STR más un diferencial, determinado por el BCE, de 8,5 puntos básicos. Con arreglo a esta nueva metodología, dicho administrador ha recibido la correspondiente autorización de la Autoridad de Mercados y Servicios Financieros de Bélgica (FSMA) de conformidad con el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2016, sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión, y por el que se modifican las Directivas 2008/48/CE y 2014/17/UE y el Reglamento (UE) n.º 596/2014 (en adelante, BMR), lo que permite que el Eonia pueda continuar utilizándose hasta el 3 de enero de 2022, fecha en la que está prevista su desaparición.

El mencionado Grupo de Trabajo también ha recomendado a los participantes del mercado que, tan pronto como les sea posible, vayan reemplazando gradualmente el Eonia por el €STR como tipo de interés de referencia en sus productos y contratos y realicen los ajustes contractuales y operativos necesarios para utilizar el €STR como índice de referencia³.

El otro índice más importante de la zona del euro, el Euribor, que mide el coste de financiación de los bancos pero en plazos que van desde 1 semana hasta 12 meses, ha culminado durante el año su adaptación a la regulación europea, mejorando su metodología para reflejar con mayor fidelidad la situación del mercado, y ha reforzado el entorno de gobernanza y control que rodea su cálculo, con el valor añadido de que tanto el administrador como las entidades que aportan los datos para ello están sujetos a supervisión. De este modo, el índice permite medir el mismo interés subyacente de una manera

mucho más precisa y cumpliendo con la normativa europea. De hecho, el índice recibió el pasado 2 de julio de 2019 la correspondiente autorización de la FSMA belga, lo que permite a las entidades supervisadas de la Unión Europea seguir utilizando el Euribor en el futuro.

Al igual que ocurre con los demás índices de referencia autorizados conforme al BMR, todos los nuevos contratos suscritos a partir del 1 de enero de 2018 deben incorporar, cuando resulte factible y adecuado, determinadas cláusulas de reserva (*fallback provisions*) para contemplar el cese o la posible desaparición del índice, tal y como exige la nueva regulación europea (artículo 28.2 del BMR).

Por ello, el Grupo de Trabajo sobre euroRFR también está trabajando en tasas de respaldo (*fallback rates*) para el Euribor, basadas en tipos a plazos determinados a partir del €STR. Puesto que la mayoría de los índices libres de riesgo son tipos a 1 día (*overnight*), han de convertirse a tipos a plazos para que puedan utilizarse como alternativa en determinados contratos que requieren una componente de plazo.

Todavía no se ha llegado a un consenso en la elección del método más adecuado dentro de los enfoques posibles: el enfoque *backward-looking* (*a priori* más apropiado para contratos de derivados) y el enfoque *forward-looking* (que se considera más apto para contratos e instrumentos de contado).

En otras jurisdicciones se han formado grupos similares, que también han recomendado tasas libres de riesgo. Al igual que en la zona del euro, en áreas como Japón, Suiza o Australia, se ha considerado viable la coexistencia de los índices Ibor reformados y mejorados con nuevas tasas libres de riesgo.

Sin embargo, en las zonas de influencia de la libra esterlina y del dólar, en las que el índice más utilizado es el Libor (en sus diferentes plazos y divisas), las autoridades están impulsando que este índice sea sustituido por índices alternativos libres de riesgo —Sterling Overnight Index Average (SONIA) en el Reino Unido y Secured Overnight Financing Rate (SOFR) en los EE. UU.— antes del final de 2021 (fecha en la que previsiblemente las autoridades británicas dejarán de instar a los bancos pertenecientes al panel del LIBOR a que contribuyan a su elaboración).

De este modo, los bancos centrales, siguiendo las recomendaciones del Comité de Estabilidad Financiera (FSB), han proporcionado a los mercados índices que cumplen con los más altos estándares en términos de transparencia y gobernanza, pero su adopción de forma generalizada plantea algunos retos e implicaciones que deben gestionarse de forma adecuada. Las entidades han de prestar la atención debida a los diferentes enfoques y a las características particulares de la transición en cada uno de los mercados, al tiempo que tanto las autoridades como los participantes de los mercados han de afrontar conjuntamente los desarrollos pendientes y facilitar la transición.

En el proceso de transición las entidades de contrapartida central habrán de desempeñar un papel importante, adaptando sus curvas de descuento de forma coordinada y permitiendo la compensación de operaciones referenciadas a los nuevos índices.

Por su parte, la Asociación Internacional de Swaps y Derivados (ISDA) y otras asociaciones y patrocinadores de contratos marco, a nivel europeo y nacional, también están trabajando en la adaptación de los contratos marco de operaciones financieras. En el ámbito contable, la Junta de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) está preparando un proyecto para tratar los efectos de la reforma de los tipos de interés en la información financiera y en la contabilidad de coberturas.

Las autoridades europeas están preparando una modificación de la normativa sobre derivados extrabursátiles, entidades de contrapartida central y registros de operaciones (el Reglamento EMIR), para evitar que los contratos actualmente exentos de requisitos de compensación centralizada o de colateralización bilateral pasen a estar sujetos a estas normas por el mero hecho de sustituir los índices de referencia o de incluir cláusulas de respaldo.

Esta reforma es uno de los retos más relevantes que deben afrontar los mercados financieros y continuará exigiendo la atención y acción colaborativa de los sectores público y privado en los próximos años.

- 1 Puede encontrarse más información sobre el origen y contexto de la reforma en el recuadro 16 del *Informe anual de la CNMV* correspondiente a 2018.
- 2 Este grupo, impulsado por el BCE, la Comisión Europea, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y la Financial Services and Markets Authority (FSMA) belga, con participación de miembros de la industria, está encargado de identificar índices libres de riesgo que puedan utilizarse como alternativa a los actuales índices, de definir caminos para una transición ordenada y de reforzar la solidez de los contratos actuales y futuros.
- 3 La página web del BCE (https://www.ecb.europa.eu/paym/initiatives/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/html/index.en.html) recoge toda la información sobre las recomendaciones de este Grupo de Trabajo.

Las cámaras de contrapartida central (*central counterparties* o *clearing houses* en inglés y ECC por sus siglas en español) intervienen entre los participantes en los mercados financieros, actuando como compradoras frente a todo vendedor y como vendedoras frente a todo comprador para un determinado conjunto de contratos.

Las ECC de la Unión Europea están sujetas a unos requisitos muy estrictos. Sin embargo, no existe un marco normativo armonizado en la Unión Europea para el caso de que las ECC se enfrenten a graves dificultades, más allá de lo contemplado por el Reglamento EMIR¹, o lleguen a una situación de inviabilidad, es decir, no existen disposiciones armonizadas para la recuperación y resolución de las ECC en toda la Unión.

Los legisladores europeos han considerado que la falta de condiciones, competencias y procesos comunes para la recuperación y resolución de las ECC constituye un obstáculo para el buen funcionamiento del mercado interior y dificulta la cooperación entre las autoridades nacionales a la hora de gestionar la inviabilidad de una ECC y aplicar mecanismos adecuados de asignación de pérdidas a sus miembros, tanto en la Unión como a escala mundial, y desde noviembre de 2016², con la publicación de la propuesta de la Comisión Europea, se está trabajando en el desarrollo de un nuevo reglamento sobre el marco para la recuperación y resolución de ECC.

El objetivo de la propuesta de reglamento es lograr la recuperación ordenada de las ECC en distintos escenarios de dificultades financieras mediante la aplicación de planes de recuperación sólidos e integrados, acordados entre las ECC y sus miembros compensadores y asegurar que, si esto fuera insuficiente y se cumplieran las condiciones de resolución, las autoridades actúen con rapidez para preservar la estabilidad financiera, garantizar la continuidad de las funciones esenciales de la ECC y proteger a los contribuyentes en la medida de lo posible.

Como consecuencia de la entrada en vigor del reglamento, los Estados miembros tendrán que designar autoridades de resolución de las ECC, a las que se dotará de un conjunto armonizado de competencias para emprender todas las acciones preparatorias y de resolución pertinentes. Además, se crearán los colegios de autoridades de resolución, que constituirán un marco para que las autoridades de resolución y otras autoridades pertinentes desempeñen los cometidos siguientes: i) el intercambio de información relevante para el desarrollo de planes de resolución, para la aplicación de medidas de preparación y prevención y para la resolución; ii) el diseño de planes de resolución; iii) la evaluación de la resolubilidad de ECC; iv) la identificación, consideración y eliminación de los obstáculos a la resolubilidad de ECC, y v) la coordinación de la comunicación pública de los planes y estrategias de resolución.

Por otro lado, en el ámbito internacional, en octubre de 2011 el Financial Stability Board (FSB) adoptó los atributos clave de los regímenes de resolución efectiva de las instituciones financieras (los atributos clave o KA). En

este documento se establecen los elementos que el FSB considera necesarios para un régimen de resolución efectivo. Dicho informe fue aprobado por los líderes del G20 en noviembre de 2011 en la Cumbre de Cannes como una nueva norma internacional para los regímenes de resolución.

Posteriormente, en noviembre de 2018, en el informe del FSB sobre implementación de las reformas de resolución, se estableció que las autoridades encargadas de la resolución de las ECC sistémicamente importantes en más de una jurisdicción³ deberían: i) realizar una planificación de resolución según lo establecido en la Guía del FSB, ii) establecer un Crisis Management Group (CMG) para las ECC que se consideren sistémicas en más de una jurisdicción, iii) adoptar acuerdos de cooperación (CoAgs) y iv) poner en marcha un proceso de análisis de la resolubilidad junto con la planificación de resolución.

En este contexto, el Comité Ejecutivo de la CNMV aprobó el pasado 2 de abril de 2019 la creación del CMG de BME Clearing como canal para transmitir y consultar iniciativas con el fin de mejorar la preparación de la resolución de entidades y, en su caso, facilitar su gestión, con lo que se adelantan algunas de las tareas que se establecerán con el nuevo reglamento.

En su plan de trabajo para 2020, el FSB ha establecido que en septiembre los CMG deberán informar al FMI Cross-Border Crisis Management Group (FMICBCM⁴) sobre los resultados del análisis de los recursos financieros y del tratamiento del *equity* en resolución⁵. Además, en esa misma fecha, los CMG deberán haber finalizado un primer análisis de la resolubilidad y la planificación de resolución centrado en aquellos escenarios cuyas pérdidas se producen por motivos diferentes al incumplimiento de un miembro (también conocidos como escenarios de *non-default losses*) como, por ejemplo, el de un robo cibernético o de una incidencia con el banco que custodia los colaterales.

1 Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.

2 En febrero de 2020, el reglamento se encuentra en la fase de negociación entre la Comisión, el Consejo y el Parlamento Europeo.

3 En 2017 CPMI-IOSCO identificó a la ECC española BME Clearing como ECC sistémicamente importante en más de una jurisdicción, utilizando como referencia la Guía del FSB sobre resolución de ECC y planificación de resolución.

4 Grupo del FSB creado en 2015, cuyo objetivo es el desarrollo de estrategias y planes de resolución de las ECC, así como una implementación transfronteriza de las acciones de resolución.

5 Para el desarrollo de este análisis, los CMG deberán seguir las pautas establecidas en el borrador de directrices del FSB *Financial resources to support CCP resolution and the treatment of CCP equity in resolution*. Se espera que la versión final de dichas directrices se publique en el último trimestre de 2020.

La guía *Psicología económica para inversores*, publicada por la CNMV en el mes de octubre de 2019, tiene como objetivo recoger una serie de propuestas dirigidas a inversores, que faciliten la aplicación práctica de las principales premisas de la economía conductual a la adopción de decisiones de inversión. Dicha Guía continúa la línea iniciada en 2017 con la publicación de la ficha *Mecanismos psicológicos que intervienen en la toma de decisiones de inversión*.

La guía está dirigida a actuales y futuros inversores y recoge una introducción con las principales aportaciones de la economía conductual a la teoría económica neoclásica, se detiene en la descripción del proceso de toma de decisiones de inversión, establece la relación de sesgos cognitivos más frecuentes en este tipo de decisiones y, finalmente, incluye diversas técnicas de mitigación de dichos sesgos.

La economía conductual, o psicología económica, es una vertiente de la economía que pretende complementar la teoría económica neoclásica aportando conocimiento procedente de otras disciplinas como la sociología, la psicología, la antropología o las neurociencias y cuya finalidad es facilitar la comprensión del proceso de toma de decisiones financieras.

El paradigma económico neoclásico se basa en tres rasgos teóricos que raramente se observan en el mundo real, en particular: i) la racionalidad ilimitada de los inversores, ii) su plena capacidad para procesar toda la información relevante de una manera eficiente y sin sesgos y iii) la eficiencia de los mercados (es decir, que estos recogen toda la información disponible y existe un equilibrio entre rentabilidad y riesgo). La economía conductual se aparta de este paradigma. Las personas no siempre adoptan sus decisiones de manera racional teniendo en cuenta los costes y beneficios, sino que, frecuentemente, toman en consideración normas sociales y expectativas y siguen patrones de cooperación. Sus preferencias dependen del contexto en el que se encuentren y de sus propios modelos mentales. La mente humana no funciona como un ordenador, sino que se ve afectada por factores psicológicos y sociales a la hora de tomar decisiones.

En el proceso decisorio intervienen principalmente dos factores. Por un lado, la capacidad analítica, es decir, la facultad de evaluar y comprender el contexto en el que se toma una decisión y sus posibles repercusiones; por otro lado, los estados psicológicos en los que se encuentra la persona que adopta la decisión (las emociones).

A diferencia de la teoría económica neoclásica, que considera que el proceso de toma de decisiones está basado en el análisis y cálculo cuidadosos de todas las opciones disponibles, la economía conductual considera que las emociones y la intuición tienen un papel fundamental en este proceso.

A este respecto, las personas no siempre realizan elecciones de una manera racional y crítica. De hecho, alrededor de un 70 % de las decisiones diarias se toma siguiendo procesos intuitivos y automáticos, en vez de procesos analíticos y controlados. Este modo de pensar rápido e intuitivo está sometido a la

influencia de los sesgos, que llevan a las personas a adoptar decisiones que pueden ser eventualmente desacertadas. Los sesgos son estrategias de pensamiento, atajos mentales que facilitan y aceleran la toma de decisiones, y que tienen su origen en el carácter heurístico de la mente humana, el contexto cultural de cada individuo, la naturaleza social del ser humano y las emociones.

Existen numerosos sesgos descritos por los diversos teóricos en la materia y muchos de ellos afectan al proceso de inversión. Tal es el caso del sesgo de confirmación, el de autoridad, la prueba social o el sesgo del descuento hiperbólico, entre otros descritos en la guía *Psicología económica para inversores*. En cada una de las fases del proceso de inversión (selección del producto, contratación y seguimiento de este), se dan distintos sesgos y es importante que el inversor los conozca para poder mitigarlos.

Estos sesgos cognitivos afectan a todas las personas y es imposible eliminarlos completamente. Sin embargo, sí es viable aminorar sus efectos y su frecuencia. Para ello, existen diversas técnicas relacionadas con la adquisición de formación y técnicas cognitivas destinadas a interpretar de manera distinta los elementos que intervienen en la toma de una decisión (por ejemplo, el análisis *premortem* o las listas de comprobación).

La Semana Mundial del Inversor (SMI) es una iniciativa aprobada en mayo de 2016 por el Consejo de IOSCO, con los siguientes objetivos:

- i) La difusión de mensajes clave y la realización de actividades que mejoren la educación y protección al inversor.
- ii) El fomento de oportunidades de aprendizaje para los inversores.
- iii) El refuerzo de la colaboración entre los miembros de IOSCO en relación con la protección y educación del inversor.

Todos los miembros de IOSCO, así como otras instituciones, asociaciones internacionales, fundaciones, etc. pueden adherirse a esta iniciativa de manera voluntaria y flexible. Las actividades de la SMI no se concentran formalmente en un segmento de inversores específico. Cada jurisdicción participante decide a quién dirigir las y el tipo de actividades que desarrollar. Solo se permiten actividades no comerciales y las iniciativas deben ser gratuitas.

En 2019 se celebró la tercera edición de la SMI, en la que participaron un total de 89 jurisdicciones de IOSCO, entre ellas la CNMV. Según los datos reportados por los participantes, las actividades alcanzaron a un total de 108 millones de personas e intervinieron más de 15.000 instituciones u organizaciones, frente a las 2.378 de 2018.

Las principales organizaciones multilaterales también han apoyado la SMI. Es el caso del G20, el World Bank Group, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), el Banco Interamericano de Desarrollo (IDB) o la International Network of Financial Services Ombudsman Schemes (red INFO), entre otras. También han participado nueve organizaciones regionales y globales, como el Instituto CFA, el Centro Global para la Excelencia en la Educación Financiera (GFLEC), el Foro Internacional de Educación al Inversor (IFIE) o la Federación Mundial de Bolsas (WFE).

El compromiso asumido por terceros en las actividades realizadas en 2019 ha puesto de manifiesto la creciente importancia que se está dando a esta campaña a nivel internacional.

En España, como acto inaugural de la semana, el día 1 de octubre el Palacio de la Bolsa de Madrid acogió la iniciativa «Un toque de campana por la educación financiera» (*Ring the bell for financial literacy*). El acto, promovido por Bolsas y Mercados Españoles (BME), la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) y la Federación Mundial de Bolsas (WFE) corrió a cargo de Tajinder Singh, vicesecretario general de IOSCO, y de Nandini Sukumar, secretaria general de la WFE, a quienes acompañaron Ángel Benito, consejero de la CNMV, y Javier Hernani, consejero delegado de BME. La iniciativa busca remarcar la importancia de que la población eleve sus conocimientos sobre economía y finanzas. Más de 30 bolsas en todo el mundo hicieron sonar sus campanas en apoyo a la educación financiera.

Durante la SMI, los miembros de IOSCO difundieron mensajes clave a través de campañas de comunicación y desarrollaron programas educativos con el objetivo de mejorar el conocimiento y la comprensión de los conceptos financieros más importantes. Cabe destacar actividades como *webinars*, seminarios, talleres, lanzamientos de *websites*, publicación de fichas, juegos o difusión de contenidos a través de redes sociales.

La CNMV desarrolló su actividad principalmente a través de las redes sociales, difundiendo y publicando los siguientes contenidos:

- Mensajes y advertencias sobre temas diversos: dar a conocer que todas las inversiones incorporan riesgo, la importancia de comprobar que los intermediarios están registrados, de informarse antes de invertir, la importancia de la diversificación, etc.
- Información sobre los teléfonos de consulta a disposición del inversor.
- Infografías sobre temas como *fintech*, el perfil inversor y los chiringuitos financieros.
- Vídeo *Qué es la CNMV y cómo te puede ayudar*.

Con el fin de evaluar los resultados y aumentar la eficacia y el impacto de cada campaña, se han realizado las correspondientes evaluaciones de la SMI, que se comunican al Consejo de IOSCO. El número de actividades, *webinars*, conferencias, seminarios, talleres, etc. informados alcanzó los 33.579, un 2.770 % más que el año anterior, en el que se reportaron 1.170 actividades. Las actividades *on line* continuaron creciendo. El número de *posts* educativos en las redes sociales aumentó alrededor del 830 % y los seguidores de estos contenidos alcanzaron la cifra de 5 millones.

Una vez más, los esfuerzos lograron superar con éxito los objetivos establecidos por IOSCO. Esta iniciativa ya se ha consolidado y se continuará desarrollando en los próximos años.

Unión de los Mercados de Capitales: Situación y próximos pasos RECUADRO 21

Concluido el mandato de la «Comisión Juncker», la Comisión Europea ha desarrollado las medidas anunciadas en 2015 dentro de su plan de acción para alcanzar una Unión de los Mercados de Capitales, así como las nueve acciones prioritarias identificadas en la revisión que se realizó de este plan en junio de 2017. En particular, en marzo de 2019 la Comisión informó al Consejo de los progresos alcanzados, destacando que se habían finalizado 10 de las 13 medidas inicialmente propuestas. Respecto a las tres iniciativas relacionadas con finanzas sostenibles, aunque no se han completado, sí se ha llegado a un acuerdo en dos de las tres iniciativas inicialmente propuestas.

Sin embargo, y a pesar de que casi se ha completado el plan de acción original, la Comisión Europea ha decidido desarrollar algunas acciones adicionales con el fin de lograr los objetivos que se habían propuesto, puesto que, aunque se ha constatado un avance, un mercado de capitales único y competitivo sigue siendo más una aspiración que una realidad. Los obstáculos reglamentarios y de otro tipo continúan dificultando el movimiento de las inversiones.

Como primer paso para seguir avanzando, un grupo de alto nivel establecido por los ministros de Finanzas de Alemania, Francia y los Países Bajos, con el apoyo de los Ministerios de Finanzas de España, Suecia, Polonia e Italia y formado por académicos y expertos en la materia, publicó en octubre de 2019 un informe en el que se incluía una serie de recomendaciones adicionales con el fin de fortalecer la competitividad global y el atractivo de los mercados financieros de la Unión Europea para financiar la economía, su crecimiento y la creación de empleo (<https://www.nextcmu.eu/>).

Como continuación del trabajo anterior, la Comisión Europea ha decidido constituir un nuevo grupo, que ha denominado High Level Forum on Capital Markets Union, del que forman parte ejecutivos de la industria, así como expertos y académicos. Este grupo está constituido por 28 expertos, entre los que se encuentran los españoles Belén Romana e Ignacio Izquierdo, y tiene como objetivo desarrollar el proyecto de la Unión de los Mercados de Capitales con el objeto de movilizar capital para las empresas, ofrecer mejores oportunidades de inversión e impulsar el crecimiento económico en Europa. Ya han tenido lugar las primeras reuniones de este grupo y se espera que publiquen un informe con sus propuestas durante el primer semestre de 2020.

La CNMV y el *brex*it

RECUADRO 22

Desde que el Reino Unido tomó la decisión de abandonar la Unión Europea y mientras se negociaba la forma de su retirada y sus relaciones futuras con la Unión, la CNMV ha estado trabajando, de manera coordinada con el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital y otros organismos nacionales y europeos, con el objetivo de preservar la estabilidad financiera y proteger a los inversores, teniendo siempre en cuenta la necesidad de fomentar la competitividad del mercado español.

Aunque las negociaciones entre la Unión Europea y el Reino Unido se concretaron en noviembre de 2018 en un proyecto de Acuerdo de retirada, este no obtuvo la aprobación del Parlamento británico, motivo por el cual la incertidumbre en torno al proceso se mantuvo durante 2019 en un nivel elevado.

En marzo de 2019, al acercarse la fecha inicialmente prevista para el *brex*it (29 de marzo) sin haberse alcanzado todavía un acuerdo que permitiera una salida ordenada del Reino Unido, se publicó el Real Decreto-ley 5/2019, de 1 de marzo, por el que se adoptan en España medidas de contingencia ante la retirada del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte de la Unión Europea sin que se haya alcanzado el acuerdo previsto en el artículo 50 del Tratado de la Unión Europea. No obstante, se preveía también que dicho real decreto-ley no entraría en vigor en caso de que, con anterioridad a dicha fecha, se hubiera formalizado un acuerdo de retirada entre la Unión Europea y el Reino Unido.

En ese contexto, la CNMV creó en su página web una nueva sección denominada «Después del *brex*it: cuestiones relacionadas con el sector financiero», con información de utilidad para los participantes en el mercado y los inversores, tales como un listado de documentos de interés sobre las posibles consecuencias e implicaciones del *brex*it y algunos criterios interpretativos, en forma de preguntas y respuestas, sobre las disposiciones relativas al mercado de valores y a los servicios de inversión contenidas en el real decreto-ley anteriormente citado.

Tras aplazarse la fecha inicialmente prevista para el *brex*it, en octubre de 2019 los negociadores de la Comisión Europea y del Reino Unido alcanzaron un consenso sobre el Acuerdo de retirada, que fue aprobado por el Parlamento británico y por el Parlamento europeo en enero de 2020. Una vez completados los procedimientos internos necesarios por ambas partes, el Acuerdo de retirada entró en vigor el 31 de enero de 2020 a medianoche, momento en que el Reino Unido dejó de ser Estado miembro de la Unión Europea y pasó a tener la consideración de tercer país.

Se inició entonces un periodo transitorio que finalizará el 31 de diciembre de 2020 y que podrá prorrogarse una vez por un máximo de uno o dos años, si el Reino Unido y la Unión Europea así lo acuerdan antes del 1 de julio de 2020. Durante este tiempo las entidades podrán seguir llevando a cabo sus actividades con normalidad.

Durante estos meses la Unión Europea y el Reino Unido negociarán los términos de su relación futura sobre la base de la Declaración política acordada en octubre de 2019, relación que abarcará los intercambios comerciales, la cooperación económica y la seguridad y que deberá basarse en el equilibrio de derechos y obligaciones y asegurar un marco de igualdad.

La Comisión Europea en el Plan Fintech publicado en 2018¹ incluye, como una de las tres líneas de actuación, el aumento de la ciberseguridad mediante la autorregulación de los participantes del mercado y la supervisión de las autoridades. En concreto, el Plan pone de manifiesto la existencia de barreras para el intercambio de información sobre ciberamenazas en el sector financiero y considera que sería de gran interés la práctica de pruebas de resiliencia a nivel europeo. Desde las autoridades europeas (ESMA, EBA e EIOPA) se está trabajando en estos aspectos, con el objetivo de que todos los países miembros afronten estas responsabilidades de forma eficiente y armonizada.

La norma comunitaria fundamental en esta materia es la Directiva NIS², que establece medidas destinadas a garantizar un elevado nivel común de seguridad de las redes y los sistemas de información en la Unión Europea. La implementación de esta directiva y sus desarrollos reglamentarios define las necesidades de comunicación de incidentes a los CSIRT³ correspondientes, los roles y las responsabilidades que la industria y las autoridades deben afrontar, así como las colaboraciones que deben establecerse entre los países de la Unión Europea.

Recientemente, la Comisión Europea, consciente de la relevancia de esta cuestión en el sector financiero, ha publicado una consulta⁴ que tiene como objetivo recabar opiniones sobre cómo mejorar los requisitos de gestión de los riesgos de seguridad y de las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC) en las diferentes normativas sobre servicios financieros de la Unión Europea o cómo armonizar la notificación de incidentes de TIC en este sector.

En línea con las iniciativas comunitarias, la CNMV considera prioritario que las entidades que se encuentran bajo su ámbito de supervisión tengan implementadas las medidas y los controles necesarios en materia de riesgo tecnológico. En este sentido, y dando cumplimiento a uno de los objetivos previstos en el Plan de actividades de 2019, la CNMV ha remitido a las empresas de servicios de inversión y a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva un cuestionario en el que se tratan los principales asuntos, tanto organizativos como operativos, en este ámbito. Con esta iniciativa se persigue obtener una visión completa y global del estado de este sector en lo relativo a la ciberseguridad.

Si bien existe una gran heterogeneidad entre estas entidades y, por tanto, debe aplicarse el principio de proporcionalidad en cuanto a las medidas y los controles que cada una de ellas ha de implementar, existen determinados aspectos básicos que todas las entidades deben tener en cuenta. El cuestionario pretende conocer dichos aspectos en lo referente a:

- Los recursos dedicados por la entidad a esta materia.
- El marco organizativo (es decir, los procedimientos, las políticas y las responsabilidades).

- Aquellos aspectos operacionales que permiten gestionar el riesgo de forma adecuada.
- Las medidas adoptadas respecto a los proveedores de servicios, con especial indicación de los servicios en la nube.
- Las medidas de protección que la entidad tiene implementadas relativas a la ciberseguridad y a la protección de datos.

La información que se recabe a través del cuestionario permitirá disponer de un mejor conocimiento de la situación de estas entidades en lo relativo a ciberseguridad y establecer buenas prácticas, guías y recomendaciones que posibiliten aumentar la resiliencia en los mercados de valores.

-
- 1 *FinTech action plan: For a more competitive and innovative European financial sector.*
 - 2 Directiva (UE) 2016/1148 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2016, relativa a las medidas destinadas a garantizar un elevado nivel común de seguridad de las redes y sistemas de información en la Unión.
 - 3 Equipo de respuesta a incidentes de seguridad informática / *Computer Security Incident Response Team.*
 - 4 *Consultation document. Digital Operational Resilience Framework for financial services: Making the EU financial sector more secure.*

El plan de transformación digital de la CNMV

RECUADRO 24

En los últimos años se están incorporando nuevas tecnologías en prácticamente todos los sectores y otras ya conocidas están evolucionando de forma que ofrecen soluciones suficientemente maduras para aplicarse en diversos modelos de negocio. Las Administraciones públicas no pueden ser ajenas a este fenómeno y gran parte de ellas están afrontando lo que se denomina *proceso de transformación digital*.

La CNMV ha comenzado también un proceso de transformación digital para convertirse en una institución digital más eficaz, eficiente, transparente y segura, mediante la incorporación de las nuevas tecnologías, todo ello con el objetivo de lograr una mejor ejecución de sus fines (supervisar el mercado, promover la protección del inversor, impulsar la competitividad de los mercados financieros españoles y potenciar la educación financiera de los ciudadanos).

Para ello, está diseñando un plan integral que pretende apoyarse en un uso más intensivo de los datos, implantar nuevas herramientas de trabajo y evolucionar hacia canales más digitales de acceso a la información y de interacción con sus supervisados e inversores. Todo ello tendrá como pilar fundamental el tratamiento y análisis de datos mediante el uso de herramientas y medios tecnológicos avanzados, que podrán incorporar procesos de inteligencia artificial y aprendizaje que automaticen procesos y ayuden en las tareas de supervisión y protección al inversor. Se trata de impulsar un proceso global que concierne a la tecnología pero que también va a repercutir en la cultura organizativa, va a reajustar procesos de trabajo y va a cambiar la forma en que las diferentes áreas de la organización interactúan con su entorno.

Este plan va encaminado a mejorar el desempeño organizativo fomentando formas de trabajar más eficientes que permitan mejorar las funciones supervisoras, pero también a dar respuesta a las demandas tecnológicas que el sector financiero y, en concreto, los inversores, las infraestructuras y las entidades que ofrecen servicios de inversión vienen planteando. En este sentido, se propondrán nuevas formas de comunicarse con el supervisor y de compartir información, favoreciendo la creación de iniciativas orientadas al cumplimiento normativo (*regtech*) y de nuevos servicios.

Este proceso está siendo impulsado por parte de los máximos responsables de la institución, que conforman el Comité de Transformación Digital, desde el que se aprobarán iniciativas que se enmarquen en la ambición digital de la CNMV. Se ha creado también una Oficina de Transformación Digital para gestionar y seguir los proyectos que sirvan para la ejecución de dichas iniciativas. La formación va a jugar un papel muy relevante en este camino, orientada no únicamente a la tecnología, sino especialmente a un cambio cultural global que facilite acometer nuevos proyectos. El proceso de transformación digital tiene un horizonte temporal de cuatro años, si bien es el inicio de un camino de continua revisión del estado de madurez digital y de propuestas de mejora.

Todo esto no implica, como es obvio, que la CNMV pretenda transformarse en el sentido de cambiar sus líneas de actuación como supervisor, que le vienen dictadas en la Ley del Mercado de Valores. Lo que se pretende es optimizar los recursos y las tareas, así como digitalizar sus actuaciones y servicios.