



# RECUADROS

## Informe anual CNMV

### 2021





## Índice de recuadros

1	Análisis del comportamiento de los inversores minoristas en los mercados financieros durante la crisis del COVID-19	4
2	Aplicación del artículo 137.2 del TRLMV al precio de las opas	7
3	Guía técnica sobre la gestión y el control de la liquidez de las IIC	8
4	Comunicado de ESMA sobre recomendaciones de inversión realizadas en redes sociales	10
5	Reglamento 2020/1503 sobre proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas	12
6	El Reglamento de Taxonomía	14
7	Preguntas y respuestas sobre el régimen de comunicación de operaciones vinculadas	16
8	Monitorización por la CNMV de las iniciativas derivadas de la integración entre los grupos SIX y BME	18
9	2021 marca el fin del Libor y del Eonia y consolida la continuidad del Euribor	20
10	Labores de supervisión sobre las recomendaciones del ESRB en materia de antiprociclicidad de los modelos de márgenes	22
11	Supervisión y monitorización de la operativa con CFD	24
12	Análisis de los documentos de datos fundamentales para el inversor (DFI) de las entidades de capital riesgo	27
13	Adaptación de los folletos de las IIC a la normativa de sostenibilidad	29
14	Impacto en las SICAV de la Ley 11/2021 de medidas de prevención y lucha contra el fraude fiscal	31
15	Implicaciones para las empresas de servicios de inversión del nuevo marco de resolución	33
16	Diez años de los atributos clave del FSB para una resolución efectiva	35
17	Respuesta de la CNMV a las recomendaciones efectuadas por el ESRB	37
18	Plan de Acción contra el Fraude Financiero: colaboración público-privada para atajar el fraude financiero	39
19	Plan de Educación Financiera 2022-2025	42
20	Nuevo portal web del Plan de Educación Financiera	44
21	Nuevos avances en la incorporación de la educación financiera en el currículo escolar	45
22	Información sobre sostenibilidad en los productos financieros	47
23	Informe de ESMA sobre la independencia de las autoridades competentes	49
24	Actividad de IOSCO en el área de las finanzas sostenibles	51
25	Primera convocatoria del espacio controlado de pruebas	53
26	Marco TIBER-ES para la realización de pruebas avanzadas en materia de riesgo tecnológico	56

### Análisis del comportamiento de los inversores minoristas en los mercados financieros durante la crisis del COVID-19

RECUADRO 1

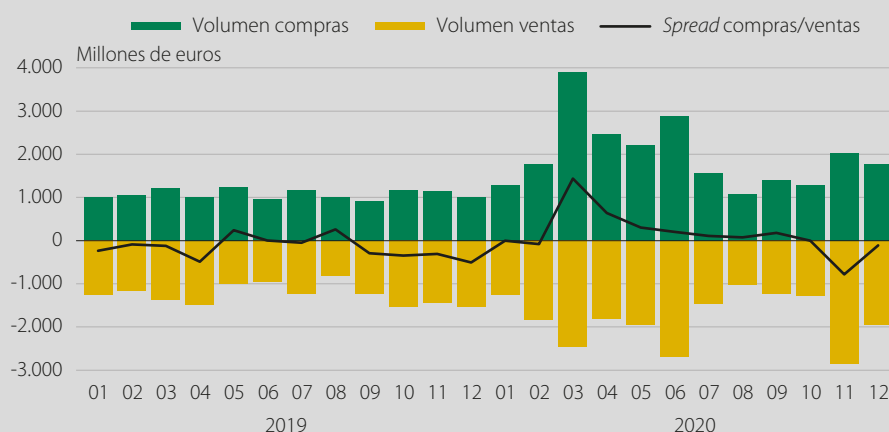
La crisis del coronavirus originada a principios de 2020 dio lugar a caídas abruptas en los precios de las acciones, así como a episodios de alta volatilidad en los mercados financieros. La CNMV, al igual que otras autoridades de valores europeas, llevó a cabo un estudio con el objeto de analizar la evolución del comportamiento de los inversores minoristas en los mercados financieros durante 2019 y 2020 para tratar de identificar, en caso de haberlos, cambios relevantes en los patrones de inversión de este colectivo debido a la pandemia. En este recuadro se presentan algunos de los resultados obtenidos en este estudio, que se encuentra disponible en la página web de la CNMV<sup>1</sup>. El estudio va acompañado, además, de un cuadro de mando (*dashboard*) interactivo que permite a los usuarios modificar los cuadros y gráficos a su conveniencia.

La evidencia más importante que se obtiene en este trabajo es el significativo aumento del volumen de negociación en acciones del Ibex 35 por parte de los inversores minoristas<sup>2</sup> en los momentos de mayores turbulencias en los mercados durante la crisis del COVID-19. Esta evidencia también se identificó en estudios similares realizados en Francia y Bélgica. Tal y como se observa en el gráfico R1.1, el volumen de negociación de estos inversores fue mayor en 2020 que en 2019, destacando los meses de marzo, junio y noviembre sobre el resto del año. Además, el diferencial de compras y ventas, que fue favorable a las ventas durante la mayor parte de 2019, invirtió su sentido, al aumentar con mayor intensidad la negociación en la vertiente compradora, sobre todo en los primeros meses de la crisis, al igual que ocurrió en Francia y Bélgica. En marzo de 2020, coincidiendo con una caída mensual del 22,2 % del Ibex 35, los volúmenes de negociación aumentaron significativamente. En el caso de las compras, la negociación se multiplicó por 4 (cerca de 4.000 millones de euros en el mes, frente a un promedio mensual de 1.000 millones de euros en 2019). Posteriormente, estos volúmenes disminuyeron, aunque a finales de 2020 seguían siendo mayores que los niveles registrados en el periodo precrisis. En el caso de las ventas, el máximo se registró en noviembre (2.825 millones de euros, frente a un máximo de 1.600 millones en 2019), momento en el cual el Ibex 35 repuntaba un 25,2 % con respecto al mes anterior.

Estos aumentos en los volúmenes de negociación se explican por el fuerte incremento en el número de operaciones efectuadas, pues el valor mediano por operación registró una disminución significativa tras el estallido de la crisis del COVID-19 (véase gráfico R1.2). Así, en marzo de 2020 la cantidad de operaciones de compra se multiplicó por más de cuatro, y la de ventas lo hizo por más de dos con respecto a la media de 2019. En los siguientes meses se observó un retorno hacia los valores iniciales, pero a finales de 2020 seguían siendo superiores a los valores anteriores a la crisis.

### Evolución del volumen de negociación de compras y ventas mensuales

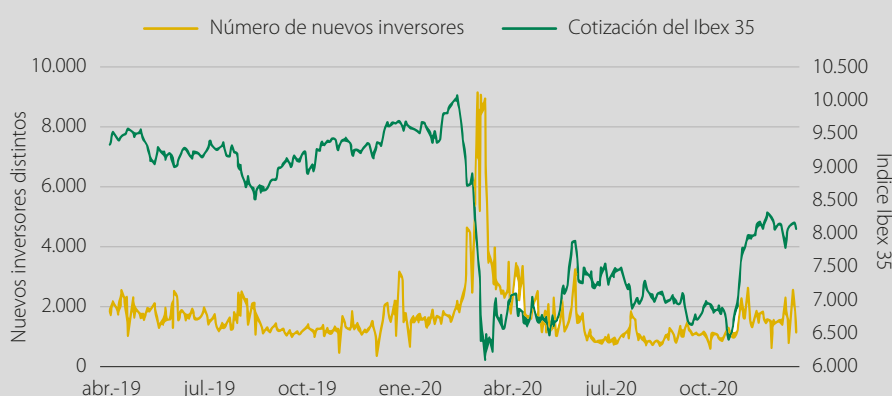
GRÁFICO R1.1



Fuente: Transaction reporting. Elaboración propia.

### Número de nuevos inversores en relación con el Ibex 35

GRÁFICO R1.2



Fuente: Transaction reporting. Elaboración propia.

Otro aspecto a destacar a raíz de la crisis fue la incorporación masiva de nuevos inversores minoristas al mercado, sobre todo los días en los que el Ibex 35 registraba sus caídas más intensas (véase gráfico R1.2). De media, en la etapa precrisis el número de nuevos inversores era de aproximadamente 1.630 al día, mientras que en marzo hubo jornadas en las que se registraron entradas de más de 9.000 inversores nuevos al día. Las características demográficas de estos nuevos inversores (siendo la edad y el género las dos características que los datos permiten analizar de forma natural) varían ligeramente con respecto a las del conjunto total de inversores. En particular, su edad media es inferior, así como la proporción de hombres que operan en el mercado (aunque dicha proporción continúa siendo mayoritaria).

Como consecuencia de esta evolución, se observó una cierta modificación respecto a la relevancia de la participación del inversor minorista en los mercados de acciones, aunque dentro de unas proporciones reducidas. Así, la participación del inversor minorista en la negociación del mercado —que se situó de media en 2019 y 2020 en el 5,5 % de la operativa total— experimentó aumentos importantes durante la crisis, sobre todo en los primeros momentos. En la

primera ola esta participación del minorista alcanzó el 9,5 % para las operaciones de compra y el 6,5 % para las de venta, con máximos en algunos sectores que multiplicaban hasta por 3 los datos precrisis. Al cierre de 2020 estas proporciones se habían reducido, aunque continuaban siendo superiores a las observadas antes de la pandemia. Además, resulta importante destacar que los inversores minoristas reforzaron significativamente su presencia en empresas y sectores más volátiles o castigados por la pandemia (los dependientes del turismo o del sector financiero), con la expectativa de obtener un rendimiento futuro en un contexto de recuperación. A pesar de ello, según el *Informe anual sobre la propiedad de las acciones cotizadas* publicado por Bolsas y Mercados Españoles (BME), la relevancia de las familias en relación con la propiedad de las acciones solo registró un leve incremento, hasta el 17,1 %, en 2020 (esta proporción está muy alejada de los datos de años previos, casi siempre por encima del 20 % y con máximos cercanos al 35 %).

En conclusión, durante la crisis del COVID-19 la inversión en bolsa se hizo más atractiva para los inversores minoristas, sobre todo en sus inicios, debido a la caída de los precios de las acciones y a las posibilidades que abrió el periodo de confinamiento. En este periodo aumentó tanto el tiempo para operar en bolsa de una manera relativamente informada como los recursos de los que disponían los minoristas para invertir —al menos para una parte de ellos—, debido al extraordinario aumento del ahorro que se produjo por la imposibilidad de realizar gastos en actividades que se encontraban restringidas. Las nuevas tecnologías sirvieron como catalizador y facilitaron de forma sustancial la participación de los inversores en los mercados financieros. Futuras actualizaciones de este trabajo permitirán determinar si el incremento de la negociación de los inversores minoristas en los mercados financieros se mantiene en el tiempo o si, por el contrario, tuvo un carácter temporal y extraordinario.

- 1 Véase Cambronero Pérez, G. y Ruiz Suárez, G. (2022). *Análisis del comportamiento de los inversores minoristas en los mercados financieros durante la crisis del COVID-19*. CNMV, Documento de Trabajo n.º 78. Disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT\\_78\\_Comp\\_minoristas\\_COVID\\_ES.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT_78_Comp_minoristas_COVID_ES.pdf)
- 2 Con fines analíticos, se ha considerado *inversor minorista* a cualquier persona física con independencia de su experiencia inversora.

El apartado 3 del artículo 137 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV) determina las circunstancias en las que el precio de las opas, con independencia de su tipología (voluntarias u obligatorias), queda sujeto a un régimen excepcional. Entre dichas circunstancias se encuentran las que afecten a los precios de mercado, en general, o de la sociedad afectada en particular, por catástrofes naturales, situaciones de guerra o calamidad u otras derivadas de fuerza mayor.

Se consideró que la pandemia del COVID-19, por su impacto en los precios del mercado, constituyó desde el 12 de marzo de 2020 y continuando en los años 2021 y 2022 la citada circunstancia, por lo que los precios de las siete opas anunciadas dentro de los dos años siguientes han estado sujetos al régimen excepcional.

Los requisitos especiales del precio de las opas en dicho régimen fueron:

- El oferente debe aportar el informe de un experto independiente que permita justificar el precio ofrecido con los métodos de valoración aplicables.
- Además, si la oferta puede formularse mediante canje de valores, incluirá, al menos como alternativa, una contraprestación o precio en efectivo, equivalente financieramente, como mínimo, al canje ofrecido.

La principal particularidad del informe del experto independiente que sirve para justificar el precio es la aplicación, junto con otros criterios, del valor medio del mercado en un determinado periodo, a diferencia de la referencia al semestre anterior al anuncio de la oferta del régimen general. Este criterio exige un examen de la evolución del precio de las acciones en varios periodos, analizando los principales eventos que puedan haber afectado a su precio de cotización y, particularmente, el impacto en la cotización originado por la circunstancia extraordinaria de que se trate.

Mediante dicho régimen, que fue incorporado a la Ley del Mercado de Valores a través de la Ley 1/2012, de 22 de junio, se busca una mayor protección de las empresas afectadas y de sus accionistas frente a potenciales opas que podrían aprovechar circunstancias excepcionalmente bajistas de mercado, restringiendo la libertad de fijación del precio de la opa voluntaria y sometiendo el precio equitativo de la oferta obligatoria a mayores exigencias (artículo 133.2 del TRLMV).

Los precios de las opas han vuelto desde el 12 de marzo pasado al régimen general (libre fijación del precio por el oferente en opas voluntarias y precio equitativo en el caso de opas obligatorias).

La CNMV publicó en enero de este año la *Guía técnica sobre la gestión y el control de la liquidez de las instituciones de inversión colectiva (IIC)*. Esta iniciativa, que se sometió a consulta pública en septiembre de 2021, se engloba dentro del Plan de actividades 2021 de la CNMV y tiene como objeto unificar todos los criterios supervisores relevantes aplicables en este ámbito que el supervisor ha ido transmitiendo a las entidades en los últimos años. La guía tiene en cuenta también los resultados de las recientes actuaciones llevadas a cabo a nivel nacional y europeo (entre las que destaca la actuación de convergencia supervisora, o *common supervisory action*, realizada por ESMA durante 2020).

Con ello, la CNMV da transparencia a los criterios, metodologías y prácticas que considera más adecuados para el cumplimiento de la normativa en el ámbito del control y la gestión de la liquidez de las IIC, y que sigue en el ejercicio de su función supervisora. Las entidades que se aparten de dichos criterios deberán justificar su actuación y poder acreditar que dan adecuado cumplimiento a las obligaciones legales.

En particular, la guía técnica<sup>1</sup> contempla qué contenidos deberían incluir los procedimientos de las gestoras de IIC para garantizar una adecuada gestión y control del riesgo de liquidez de sus IIC, con el objetivo de evitar la generación de perjuicios y conflictos de intereses entre inversores. En concreto, en el texto final, en el que se han tenido en cuenta los comentarios recibidos en el periodo de consulta pública<sup>2</sup>, la guía detalla:

- Los análisis a realizar y límites que tener en cuenta en la fase de diseño de cada IIC y las comprobaciones que deben llevarse a cabo también previamente a cualquier inversión.
- Los análisis y controles recurrentes necesarios para garantizar un adecuado alineamiento entre el perfil de liquidez de los activos y del pasivo de cada IIC. Para ello, se deberá dar cumplimiento, con un margen razonable, al principio de venta proporcional de activos líquidos y menos líquidos (o *slicing approach*). Se incluyen pautas detalladas sobre las metodologías para determinar los ratios o niveles de liquidez de los instrumentos financieros, la estimación de los horizontes temporales de venta, así como los escenarios de reembolsos y otras obligaciones de pago, y las pruebas de estrés o de resistencia. Se especifica, en la redacción final, que será la gestora la que defina cómo se mantendrá la proporción de activos líquidos y menos líquidos ante situaciones de reembolso en la IIC.
- Las diferentes herramientas que podrán ser utilizadas para una adecuada gestión de la liquidez de las IIC. Las gestoras de IIC deberán contemplar en sus procedimientos, por una parte, las circunstancias en las que serían aplicables las diferentes herramientas establecidas por la normativa (plazos de preaviso, endeudamiento temporal, suscripciones/reembolsos parciales, *side pockets*...) asegurándose también su adecuada implementación y, por otra, la utilización de mecanismos antidilutivos



(entre los que cabe destacar la valoración de la cartera a precios *bid* o *ask*, y el *swing pricing*) para evitar conflictos de intereses entre los partícipes que suscriben o reembolsan y los que permanecen en momentos especialmente complejos respecto de la situación de mercado.

- Las funciones asumidas por las diferentes áreas de la gestora, la involucración del consejo de administración y análisis adicionales relativos a la delegación de funciones.

Cabe mencionar que la gestión de la liquidez está generando también una atención creciente en la Unión Europea, con la propuesta de modificación a finales de noviembre del año pasado de las Directivas de fondos de inversión libre (AIFMD) y de la regulación de las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS<sup>3</sup>) que, entre otros asuntos, incorpora como novedad a nivel de la Unión Europea elementos similares a los que contiene esta guía para España.

---

1 CNMV - Guías técnicas.

2 El periodo de consulta pública comenzó el 9 de septiembre de 2021 y finalizó el 15 de octubre. Para un mayor detalle de las observaciones recibidas en el trámite de audiencia pública, véase <http://www.cnmv.es/Portal/publicaciones/listadodocumentos.aspx?tDoc=1>

3 [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9025e7c1-4de7-11ec-91ac-01aa75e-d71a1.0001.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9025e7c1-4de7-11ec-91ac-01aa75e-d71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF)

### Comunicado de ESMA sobre recomendaciones de inversión realizadas en redes sociales

RECUADRO 4

En los últimos años se ha producido un aumento de las recomendaciones de inversión que se realizan a través de redes sociales. Estas recomendaciones suelen tener como destinatarios a inversores minoristas. Por ello y con el objetivo de reforzar la protección al inversor, el 28 de octubre de 2021, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) decidió publicar un comunicado en el que explica la regulación que se les debe aplicar.

En concreto, el comunicado va dirigido a cualquier persona, dentro o fuera de la Unión Europea, que divulgue una información proponiendo una decisión de inversión sobre instrumentos financieros de la Unión Europea y que tienen como objetivo un público amplio. Así, de acuerdo con la normativa europea, un ejemplo relevante de divulgación de información sería compartir una opinión en redes sociales sobre el precio presente o futuro de una determinada acción.

La regulación europea que se aplica en estos casos es la que emana de la legislación relativa al abuso de mercado<sup>1</sup>. Dicha normativa establece las siguientes obligaciones para cualquier persona física o jurídica que realice una recomendación de inversión:

- Debe revelar su identidad.
- Debe revelar sus fuentes, interpretaciones, hechos relevantes y precios objetivos.
- Debe indicar la fecha y hora en que realiza la recomendación.
- Debe revelar cualquier interés particular o conflicto de intereses.
- Además, si realiza recomendaciones de inversión de forma frecuente, debe resumir y publicar: sus metodologías y sus recomendaciones pasadas, así como los momentos de actualizar sus recomendaciones.

La aplicación de la regulación sobre abuso de mercado pretende que las recomendaciones de inversión se realicen de una forma específica y transparente. De esta manera, los inversores podrán conocer y evaluar tanto la credibilidad de la recomendación y su objetividad como los intereses de quienes emiten la recomendación.

El comunicado recuerda que la publicación de información engañosa se puede interpretar como manipulación de mercado. Asimismo pone de manifiesto que existe un seguimiento proactivo de la conducta, las órdenes y las transacciones de los inversores por parte de los supervisores nacionales europeos. Cualquier acto contrario a la regulación sobre abuso de mercado puede dar lugar a multas y a procedimientos administrativos y penales. Por último, también se señala que la regulación siempre se aplica, aunque existan advertencias de que lo que aparece en una plataforma pública no tiene la intención de constituir recomendaciones de inversión o que quien lo escribe no es un experto.

- 
- 1 Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión.

### Reglamento 2020/1503 sobre proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas RECUADRO 5

El Reglamento 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, que se publicó en el *Diario Oficial de la Unión Europea* el 20 de octubre de 2020, regula por primera vez la prestación de servicios de financiación participativa en la Unión Europea estableciendo requisitos y normas de protección de los inversores armonizados. Los servicios de financiación participativa abarcan tanto la colocación —sin base en un compromiso firme— de valores negociables e instrumentos admitidos para la financiación participativa emitidos por los promotores de proyectos (*crowdfunding* de inversión) como la facilitación de la concesión de préstamos (*crowdfunding* de préstamo). Además, los proveedores de servicios de financiación participativa pueden prestar un servicio de gestión individualizada de carteras de préstamos.

Las principales novedades en materia de **protección del inversor** son: i) para los no experimentados, la realización de un test de adecuación (*entry knowledge test*), la simulación de la capacidad de soportar pérdidas, advertencias y un periodo de reflexión de cuatro días hábiles; ii) para todos los inversores, la entrega de una Ficha de Datos Fundamentales de la Inversión (*Key Investment Information Sheet*, KIIS) con información sobre los riesgos financieros y los gastos y, en el caso de préstamos, sobre las tasas de incumplimiento del promotor del proyecto.

El reglamento, que comenzó a aplicarse el 11 de noviembre del 2021, requería que la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) desarrollara 12 normas técnicas: 8 normas técnicas de regulación (*regulatory technical standards*, RTS), incluidas 2 que debe desarrollar en estrecha cooperación con la Autoridad Bancaria Europea (EBA), además de 4 normas técnicas de implementación (*implementing technical standards*, ITS) sobre una variedad de temas. Para llevar a cabo esta tarea, ESMA creó un grupo de trabajo temporal (*task force*) que ha elaborado las normas técnicas que se remitieron a la Comisión Europea para su refrendo el 10 de noviembre de 2021.

Las normas técnicas de regulación especifican o establecen los aspectos siguientes:

- Los requisitos, formatos normalizados y procedimientos para la **tramitación de reclamaciones**.
- Los requisitos para el mantenimiento o la aplicación de las disposiciones internas para evitar **conflictos de intereses**; las medidas adecuadas para prevenir, detectar, gestionar y comunicar los conflictos de intereses entre los proveedores de servicios de financiación participativa (o sus socios, directivos, empleados o personas vinculadas a ellos por relación de control) y sus clientes —o entre dos clientes— y medidas para la divulgación de la información sobre conflictos de intereses.
- Las medidas y procedimientos para el **plan de continuidad de las actividades**.

- Los requisitos y modalidades de la **solicitud de autorización** para operar como proveedor de servicios de financiación participativa, incluidos los modelos de formularios, plantillas y procedimientos para la solicitud de autorización.
- La **metodología de cálculo de las tasas de impago** (tasa de impago anual y tasas de impago anuales previstas y efectivas por categoría de riesgo) de los proyectos ofrecidos en la plataforma de financiación participativa (**en estrecha cooperación con la EBA**).
- Las medidas necesarias para: i) llevar a cabo la **evaluación de la adecuación** de los servicios para potenciales inversores no experimentados (**prueba inicial de conocimientos**), ii) llevar a cabo la **simulación de la capacidad de soportar pérdidas** de los potenciales inversores no experimentados y iii) facilitar la información necesaria por parte de los potenciales inversores no experimentados y para advertir de la inadecuación y del riesgo de la inversión (**en estrecha cooperación con la EBA**).
- Los requisitos y contenido del modelo para la presentación de la información que debe contener **la KIIS**; los tipos de riesgos principales ligados a la oferta de financiación participativa y que, por ello, deban hacerse públicos; la utilización de determinados coeficientes financieros para aumentar la claridad de la información financiera fundamental, y las comisiones, las tarifas y los gastos de transacción, incluido un desglose detallado de los costes directos e indirectos que habrá de asumir el inversor.
- La **información que deben intercambiar** las autoridades nacionales competentes (ANC) para cooperar en las actividades de investigación, supervisión y control del cumplimiento.

ESMA también ha publicado un conjunto de **preguntas y respuestas para promover la convergencia en la supervisión** y ayudar a las ANC y a la industria, especialmente en los primeros meses de aplicación del reglamento. Las preguntas y respuestas se refieren a los aspectos siguientes: **el uso de entidades instrumentales** (*special purpose vehicle*), **el régimen transitorio** cuando existe (o no) un régimen nacional de *crowdfunding*, **cuestiones generales** (como la definición del proyecto y la consideración de la gestión individualizada de carteras de préstamos), la clarificación de qué se debe entender por «**orientar las órdenes de los inversores**» en el artículo 3.3 del reglamento mencionado y, por último, cuestiones relacionadas con la **protección de los inversores** (no aplicación de la no prohibición de invertir a inversores no experimentados en el caso del artículo 21.6, la responsabilidad del promotor del proyecto, el régimen lingüístico de la KIIS y de las comunicaciones publicitarias y el régimen de las comunicaciones publicitarias en el Estado miembro de difusión de estas).

## El Reglamento de Taxonomía

RECUADRO 6

El Reglamento de Taxonomía establece una clasificación armonizada a escala europea de las actividades económicas que se consideran medioambientalmente sostenibles según los seis objetivos medioambientales determinados.

Este reglamento requiere del desarrollo de criterios técnicos de selección. Así, el 9 de diciembre de 2021, se publicó el Reglamento Delegado (UE) 2021/2139 de la Comisión, de 4 de junio de 2021<sup>1</sup>, que establece los criterios técnicos de selección para determinar las condiciones en las que se considera que una actividad económica contribuye de forma sustancial a dos de los objetivos medioambientales —la mitigación del cambio climático o a la adaptación a este— y a determinar si esa actividad económica no causa un perjuicio significativo al resto de objetivos ambientales. Se espera próximamente la adopción por parte de la Comisión Europea (CE) del acto delegado que establezca los criterios técnicos de selección de los otros cuatro objetivos medioambientales.

Asimismo, el pasado 10 de diciembre, se ampliaron las obligaciones de divulgación de información sobre sostenibilidad. Así, se publicó el Reglamento Delegado (UE) 2021/2178 de la Comisión, de 6 de julio de 2021<sup>2</sup>, que especifica el contenido y la presentación de la información que deben divulgar, de conformidad con el artículo 8 del Reglamento de Taxonomía, las empresas sujetas a los artículos 19 bis o 29 bis de la Directiva 2013/34/UE<sup>3</sup>, respecto a las actividades económicas sostenibles desde el punto de vista medioambiental, y la especificación de la metodología para cumplir con la obligación de divulgación de información.

En particular, los estados de información no financiera (EINF) de las empresas no financieras, que se publiquen a partir del 1 de enero de 2022, en relación con el ejercicio anual 2021, deberán desglosar la proporción de actividades económicas elegibles y no elegibles según la taxonomía para los objetivos medioambientales de mitigación del cambio climático y adaptación a este en su volumen total de negocios, sus inversiones en activos fijos (CapEx) y sus gastos operativos (OpEx), junto con determinada información cualitativa pertinente para esta divulgación.

Por su parte, las empresas financieras deberán divulgar la proporción de los activos totales de sus exposiciones a: i) actividades económicas elegibles y no elegibles según la taxonomía; ii) Administraciones centrales, bancos centrales y emisores supranacionales; iii) derivados, y iv) empresas que no están obligadas a publicar información no financiera de conformidad con la NFRD, además de determinada información cualitativa, para el periodo comprendido entre el 1 de enero de 2022 y el 31 de diciembre de 2023, con referencia a información correspondiente a los ejercicios 2021 y 2022.

En futuros ejercicios, tanto las empresas financieras como las no financieras deberán ampliar los desgloses de información sobre alineamiento, según lo dispuesto en el citado Reglamento Delegado (UE) 2021/2178.

Para facilitar el cumplimiento de estas obligaciones, el 20 de diciembre de 2021 la CE publicó un documento de preguntas y respuestas frecuentes sobre cómo deben informar las empresas financieras y no financieras acerca de sus actividades y activos elegibles de conformidad con el artículo 8 del Reglamen-

to de Taxonomía. La publicación de este documento se acompañó de una Guía de la Plataforma de Finanzas Sostenibles, para aquellas empresas que deseen realizar desgloses voluntarios adicionales, con respecto a la elegibilidad o el alineamiento de su actividad con el Reglamento de Taxonomía.

Como el legislador español optó por obligar a que la información incluida en el EINF fuera verificada por un prestador independiente de servicios de verificación, el nuevo contenido del artículo 8, al ser parte del contenido obligatorio de acuerdo con el marco normativo aplicable, también habrá de ser objeto de verificación, la cual deberá enmarcarse dentro del proceso de verificación del EINF en su conjunto.

En este contexto, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) reconoce la posibilidad de que la evaluación de actividades elegibles y alineadas con la taxonomía requiera de ajustes progresivos a los procedimientos y las metodologías internas de obtención y tratamiento de datos.

Por otra parte, puesto que la primera aplicación de los requisitos de divulgación está sujeta a obligaciones de información simplificadas durante un periodo transitorio de uno o dos años, ESMA anima a los emisores a utilizar el plazo disponible para configurar adecuadamente sus sistemas internos de información con el fin de poder cumplir los requisitos.

Adicionalmente, ESMA señala que la evaluación del grado de alineamiento de las actividades económicas de un emisor con los criterios de la taxonomía, así como el desglose de la información relacionada, pueden requerir la recopilación de datos que no siempre se encuentran fácilmente disponibles para los emisores, para lo que anima a los emisores a poner en marcha los trámites necesarios para garantizar la correcta aplicación de las correspondientes obligaciones.

Por último, para facilitar la comprensión de la información sobre sostenibilidad, la CNMV considera relevante que la información requerida por el Reglamento de Taxonomía y sus contenidos estén adecuadamente identificados en el EINF y sean trazables, siendo recomendable la inclusión de un apartado específico relativo a los requerimientos de la taxonomía en la tabla que identifica dónde están localizables los distintos contenidos que conforman el EINF. Además, las sociedades deberán presentar los indicadores en términos cuantitativos, junto con los correspondientes desgloses cualitativos, que permitan a los usuarios conocer cómo se han obtenido y qué limitaciones existen en la información.

1 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32021R2139&from=ES>

2 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32021R2178&from=ES>

3 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0034&from=ES>

### Preguntas y respuestas sobre el régimen de comunicación de operaciones vinculadas

RECUADRO 7

Con fecha 3 de mayo de 2021 entró en vigor la Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (LSC), aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras. Entre otras novedades, introdujo con carácter sistemático una regulación específica para las operaciones que las sociedades cotizadas lleven a cabo con partes vinculadas, régimen que entró en vigor el 3 de julio de 2021, para lo cual añade un nuevo capítulo VII bis al título XIV de la LSC, que consta de cuatro artículos, del 529 *vicies* al 529 *tervicies*.

Tomando en consideración que esta nueva regulación introduce novedades importantes frente al marco normativo anterior y que las operaciones con partes vinculadas tienen una enorme relevancia para que los accionistas y el resto de inversores puedan evaluar y juzgar adecuadamente la situación financiera de las entidades y su rendimiento, así como los riesgos que estas transacciones podrían representar, es relevante que la información que las sociedades cotizadas publiquen sea comparable. En este contexto, se recibieron en la CNMV diferentes cuestiones acerca de cómo interpretar determinados requisitos del régimen de publicidad de las operaciones con partes vinculadas, de conformidad con el artículo 529 *unvicies* de la LSC.

Por todo ello, con fecha 15 de noviembre de 2021 la CNMV publicó el documento *Preguntas y respuestas sobre el régimen de comunicación de operaciones vinculadas reguladas en el Capítulo VII bis del Título XIV de la Ley de Sociedades de Capital*, presentando aquellas cuestiones que se han considerado más relevantes y de mayor aplicación por las sociedades cotizadas, junto con los criterios que la CNMV considera más adecuados para su correcta interpretación.

A continuación se señalan los temas tratados<sup>1</sup>:

- *Régimen transitorio del nuevo régimen de información y aprobación de las operaciones con partes vinculadas*: Se analiza si, para la aplicación de los umbrales de publicación, se deben considerar los 12 meses anteriores al 3 de julio de 2021 (fecha de entrada en vigor del capítulo VII bis del título XIV de la LSC) o si se comienza a contar los 12 meses a partir de dicha fecha.
- *Criterios de agregación de operaciones*: Se tratan cuestiones como qué significado debe atribuirse a la expresión «misma contraparte»; si una vez que se alcanza el límite del artículo 529 *unvicies* de la LSC se debe publicar únicamente la operación que alcanza o sobrepasa el umbral, o se deben publicar todas las anteriores y si, una vez que se publique por haber alcanzado el umbral, hay que publicar cada una de las nuevas operaciones vinculadas o se reinicia el cómputo y no hay obligación de volver a publicar hasta que se alcance de nuevo el umbral.
- *Personas vinculadas a los administradores*: Qué norma resulta de aplicación a efectos de determinar la necesidad de publicidad de las operaciones con personas vinculadas a la sociedad cotizada, por su vinculación con los administradores de la cotizada.



- *Umbrales de publicación individualizada*: Cómo se deben aplicar en la práctica los dos umbrales establecidos en el apartado 1 del artículo 529 *unvicies* de la LSC.
- *Magnitudes relevantes de las operaciones vinculadas*: Cómo se debe interpretar el concepto de importe o valor a efectos de las obligaciones de publicidad de determinados tipos de operaciones vinculadas, especificando los casos concretos de compra o venta de bienes, operaciones financieras (préstamos, garantías y derivados financieros), contratos plurianuales, contratos de cuantía indeterminada y acuerdos marco.
- *Momento de publicación de las operaciones vinculadas*: Cómo debe entenderse el término «celebrar», que se emplea en la LSC tanto para señalar que se deben anunciar públicamente las operaciones «a más tardar en el momento de su celebración» (art. 529 *unvicies*), como para aplicar las reglas de cálculo (art. 529 *tervicies*), al señalar que el cómputo debe hacerse de todas las operaciones celebradas con la misma contraparte en el plazo de un año.
- *Informe de la comisión de auditoría*: En relación con el informe justificativo que debe emitir el comité de auditoría, qué ocurre cuando para justificar la razonabilidad se tuviesen que desvelar secretos comerciales o información que pudiera perjudicar gravemente la posición empresarial.
- *Distribución de dividendos y otras operaciones societarias*: Se trata si se deben considerar el reparto de dividendos y las reducciones de capital con devolución de aportaciones a efectos de las reglas de cálculo del artículo 529 *tervicies*.
- *Otros aspectos*: Se tratan distintas cuestiones como: si se considera de aplicación la Orden EHA/3050/2004; si a una sociedad cotizada que se encuentre bajo el control de alguna entidad del sector público le aplica el régimen previsto en el capítulo VII bis del título XIV de la LSC, en relación con las operaciones que lleve a cabo con otras entidades del sector público; y si la exención del régimen de publicidad y aprobación que establecen los artículos 529 *unvicies* y 529 *duovicies* de la LSC, que prevé el apartado 3 de la disposición adicional duodécima de dicha ley, se extiende igualmente a las operaciones vinculadas que realice una sociedad cotizada con alguna entidad vinculada del sector público, si se cumplen el resto de condiciones previstas.

El documento se podrá actualizar cuando surjan temas que puedan resultar de interés para las sociedades cotizadas y sobre los que la CNMV considere oportuno dar a conocer su criterio interpretativo no vinculante. Estos criterios podrían ir evolucionando con base en la experiencia supervisora, los cambios regulatorios o jurisprudenciales, o las posiciones comunes adoptadas a nivel de la Unión Europea.

1 Puede accederse a este documento en el siguiente enlace a la web de la CNMV: [http://cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/Operaciones\\_vinculadas.pdf](http://cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/Operaciones_vinculadas.pdf)

### Monitorización por la CNMV de las iniciativas derivadas de la integración entre los grupos SIX y BME

RECUADRO 8

El 18 de noviembre de 2019, SIX Group AG (SIX) lanzó una oferta voluntaria de adquisición de las acciones de Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S. A. (BME), que representaban el 100 % de su capital social. Una vez que la operación recibió, entre otras, la correspondiente autorización por parte del Gobierno español y se ejecutó, SIX adquirió el control de las infraestructuras de negociación y posnegociación de BME, así como del resto de sus filiales.

En el contexto de la autorización de dicha adquisición por parte del Gobierno español, SIX asumió una serie de compromisos respecto a la estructura de propiedad, la ubicación y las operaciones de las infraestructuras de BME.

Una parte de dichos compromisos está relacionada con la operación de las infraestructuras reguladas del mercado español y puede requerir autorización administrativa. Desde esa perspectiva, la CNMV ha venido realizando un seguimiento de aquellos compromisos que afectan a entidades directamente supervisadas por la CNMV.

Así, por ejemplo, uno de esos compromisos asumidos por SIX fue la realización de un análisis coste-beneficio y funcional de las plataformas de negociación para determinar si tenía sentido integrar alguno de los sistemas de los mercados en una plataforma de negociación común.

Tras la realización del mencionado análisis, en junio de 2021 SIX y BME anunciaron su intención de iniciar el proceso de integración de sus plataformas de negociación. En dicho anuncio se explicaba que los mercados de renta variable y de renta fija de BME se armonizarían en la plataforma de negociación de SIX mediante la ampliación y la optimización de las capacidades actuales, con el objeto de abordar las necesidades del mercado español, y que se realizaría una consulta a los participantes del mercado español para así seguir ajustando el alcance de la nueva plataforma y definiendo sus especificaciones.

También en el mencionado anuncio se hacía referencia a que se mantendría en todo momento informada a la CNMV del proceso de integración de las plataformas, con relación al cual se solicitarían todas las autorizaciones pertinentes para la migración, la cual se preveía que pudiese estar completada entre el cuarto trimestre de 2022 y el segundo trimestre de 2023.

La CNMV valora positivamente la realización de la consulta a los participantes del mercado con carácter previo a la definición e implementación de la plataforma de negociación y considera que la implantación de un modelo de mercado con una arquitectura moderna, que incorporaría nuevas funcionalidades bien conocidas por los participantes internacionales, podría tener un impacto positivo en el mercado español.

Una vez definidos el alcance y las especificaciones de la nueva plataforma, se podrá analizar el impacto en el mercado español y abordar la revisión de las cuestiones regulatorias que pudieran derivarse de este proyecto, incluidos los procesos de autorización que deban tramitarse con carácter previo a la implementación de la nueva plataforma de negociación.

## 2021 marca el fin del Libor y del Eonia y consolida la continuidad del Euribor

RECUADRO 9

Desde que se iniciaron, hace casi una década, las reformas en los tipos de interés de referencia, se han seguido caminos diferentes en las jurisdicciones del Libor y en la zona euro. Si bien en la zona euro el proceso de modernización del Euribor se está consolidando con éxito y la transición hacia la referencia libre de riesgo, el €STR, avanza de manera razonable, la transición del Libor representa un importante desafío para los mercados<sup>1</sup>.

A pesar de las medidas tomadas para su fortalecimiento, las autoridades del Reino Unido han considerado que el Libor no ha conseguido garantizar su continuidad debido a la liquidez cada vez menor del mercado monetario que trata de representar y la consiguiente reducción del número de transacciones que sustentan su cálculo. Por ello, el pasado 5 de marzo de 2021, la Financial Conduct Authority (FCA) del Reino Unido confirmaba oficialmente el fin de la publicación del Libor a partir del 31 de diciembre de 2021 en todos sus vencimientos y divisas excepto en dólares, cuya publicación continuará hasta junio de 2023. Este periodo más largo es necesario dado que el índice en dólares es el más utilizado del mundo y existe un volumen todavía muy elevado de contratos vigentes en multitud de jurisdicciones, muchas de ellas consideradas mercados emergentes y economías en desarrollo con un nivel de preparación aún muy incipiente.

La desaparición del Libor conlleva que el mercado debe transitar hacia tasas alternativas que, de acuerdo con las recomendaciones del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), han de estar basadas en los tipos libres de riesgo identificados en cada una de las jurisdicciones (cuadro R9.1).

### Tasas recomendadas para sustituir al Libor

CUADRO R9.1

	Tasa sustitutiva recomendada	Administrador
Libor USD	Secured Overnight Finance Rate (SOFR)	Reserva Federal de Nueva York
Libor GBP	Sterling Overnight Index Average (SONIA)	Banco de Inglaterra
Libor CHF	Swiss Average Rate Overnight (SARON)	SIX Swiss Exchange
Libor JPY	Tokio Overnight Average Rate (TONAR)	Banco de Japón
Libor EUR	Euro Short Term Rate (€STR)	Banco Central Europeo

Fuente: CNMV.

Debido a su extendido uso a nivel global, esta decisión plantea importantes desafíos para los mercados y exige un esfuerzo coordinado para su culminación por parte de todos los participantes, ya sean autoridades supervisoras, entidades financieras y no financieras, mercados y sus infraestructuras, así como usuarios de los índices.

En la zona euro, la continuidad del Euribor y su coexistencia con el €STR reduce riesgos de concentración y de transición y ofrece más alternativas. La reforma de su metodología y de su entorno de control ha permitido que pueda continuar midiendo el mismo interés subyacente de manera más precisa y

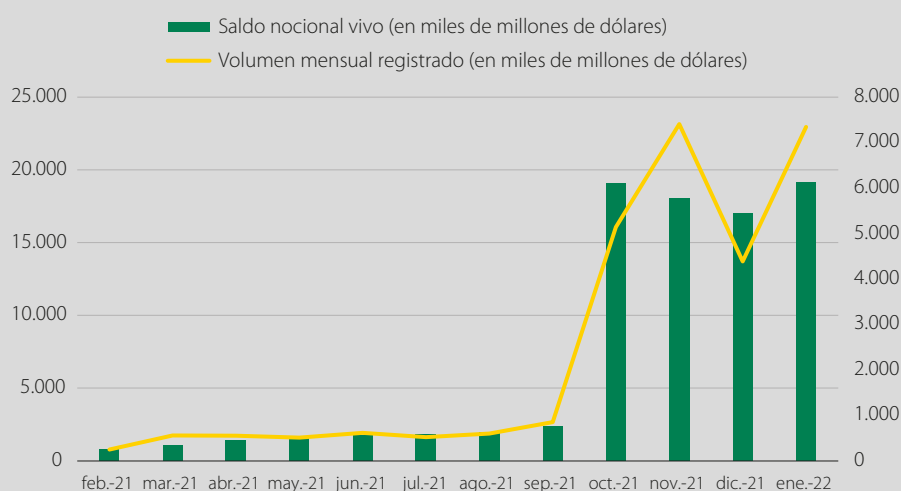
cumpliendo con la normativa europea. Esta metodología reforzada ha demostrado su solidez, validez y credibilidad durante la crisis del COVID-19.

En los próximos meses se continuará con el trabajo de refuerzo de los contratos con tasas alternativas basadas en el €STR, a partir de la recomendación formulada por el grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro en mayo de 2021. Para ello, es imprescindible que los mercados de este índice se desarrollen suficientemente.

El final de 2021 también determinó la desaparición definitiva del tipo interbancario a 1 día, el Eonia, que desde octubre de 2019 se viene calculando como el €STR más 8,5 puntos básicos. Si bien hasta ahora el desarrollo del €STR no está siendo tan rápido como se esperaba, ya que los participantes del mercado han seguido operando con Eonia a pesar de su inminente desaparición, el cambio efectuado por las entidades de contrapartida central en octubre de 2021 en la compensación de derivados determinó la transición de la liquidez de un mercado a otro.

### Evolución de derivados en €STR<sup>1</sup>

GRÁFICO R9.1



Fuente: LCH. (1) Los datos se refieren solo a OIS y swaps de bases.

1 Véase el recuadro 16, «Estado de las reformas en los tipos de interés de referencia», publicado por la CNMV en el Informe anual de 2020.

### Labores de supervisión sobre las recomendaciones del ESRB en materia de antiprociclicidad de los modelos de márgenes

RECUADRO 10

Con la llegada de la pandemia en 2020, las autoridades regulatorias y de supervisión mostraron su interés por analizar los efectos de la volatilidad en los mercados en relación con la estabilidad del sistema financiero y el perfil de liquidez y solvencia de los participantes. Por su parte, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB) elaboró un documento con una serie de recomendaciones relacionadas con los riesgos de liquidez que podrían surgir de las peticiones de garantías que se producen en los mercados en momentos de tensión. Estas recomendaciones fueron publicadas el 20 de julio de 2020 en el *Diario Oficial de la Unión Europea*<sup>1</sup>.

La CNMV se comprometió a incorporar estas recomendaciones en sus labores de supervisión<sup>2</sup> tanto de la entidad de contrapartida central (ECC) BME Clearing como de las entidades sujetas a los requerimientos del Reglamento EMIR<sup>3</sup> en lo relativo a sus actividades como miembros compensadores y como contrapartes financieras de derivados extrabursátiles. Con ese fin, durante el año 2021 el Departamento de Mercados Secundarios intensificó sus comunicaciones con la ECC y con un grupo de entidades seleccionadas (por criterios de proporcionalidad), con los correspondientes requerimientos de información para poder evaluar en mayor profundidad estas cuestiones.

A la par de estos acontecimientos, existía (y continúa existiendo) un proceso de revisión de uno de los artículos de las normas técnicas de EMIR, en concreto el relativo a la aplicación de medidas antiprocíclicas en el cálculo de márgenes. El objetivo de esta revisión es integrar en EMIR unas directrices que la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) había publicado en 2018<sup>4</sup> sobre la aplicación de medidas de limitación de la prociclicidad en los márgenes de las ECC, con el objetivo de garantizar una aplicación uniforme y coherente de estas.

Con toda la información reunida, la CNMV pudo evaluar en profundidad el grado de cumplimiento de las distintas recomendaciones del ESRB y, en el caso de la ECC y dada la actual relevancia del asunto, respecto de las directrices de ESMA sobre la aplicación de medidas antiprocíclicas así como el desempeño de estas durante las circunstancias de mercado derivadas del COVID-19. El análisis se llevó a cabo considerando también las discusiones en los foros internacionales en los que la CNMV participó durante el año en relación con estos temas, así como las buenas prácticas del sector.

Entrando en el detalle de las mencionadas recomendaciones publicadas por el ESRB, algunas enfocadas a la supervisión de las ECC y otras, como se ha indicado, a los miembros compensadores y contrapartes financieras incluidos en el ámbito de EMIR, estas se dividen en cuatro grandes grupos: A, B, C y D, que en términos generales tratan de los siguientes aspectos:

- Las recomendaciones del grupo A están relacionadas con la evaluación de las medidas antiprocíclicas aplicadas por las ECC en el establecimiento de márgenes y recortes de valoración del colateral, el uso de escalas progresivas en las calificaciones crediticias cuando estas sirvan para realizar ajustes de garantías y en la transmisión a tiempo de la

información relevante sobre cambios relacionados con el colateral aceptado. También se recomienda a los miembros compensadores y a las contrapartes financieras incluidos en el ámbito de EMIR que eviten, en la medida de lo posible, requerimientos bruscos de garantía y, al igual que se recomendaba a la ECC, que usen escalas granulares y progresivas cuando se apliquen ajustes por la calificación crediticia de sus clientes o contrapartes.

- Las recomendaciones del grupo B tratan sobre el marco de pruebas de tensión de liquidez de las ECC, y en ellas se sugiere que habrían de contemplarse escenarios de incumplimiento de los proveedores de liquidez. Se solicita a ESMA que revise las normas técnicas de cara a incluir de forma explícita este tipo de escenarios y a las ECC que los tengan en cuenta mientras tanto. Además, se recomienda a las ECC que cuenten con procedimientos bien definidos para hacer frente a desajustes temporales de liquidez.
- Las recomendaciones del grupo C se refieren a la operativa de las ECC en relación con la exigencia y devolución de márgenes cuando existan excedentes, de manera que la gestión de estos no incremente las potenciales tensiones de liquidez de los miembros. A su vez, se recomienda también a los miembros compensadores que eviten en la medida de lo posible una excesiva presión a sus clientes por los requerimientos repentinos de liquidez.
- Por último, las recomendaciones del grupo D van dirigidas a las autoridades de supervisión —entre las cuales se enmarca la CNMV— para que participen activamente en los foros internacionales con el objetivo de colaborar en el establecimiento de mecanismos prudentes que mitiguen los efectos procíclicos de los modelos de intercambio de garantías, entre otros aspectos.

Del estudio realizado por la CNMV se concluyó que todas las entidades analizadas, incluida la ECC, cumplen ampliamente todas las recomendaciones. A fin de promover el proceso de mejora continua en las prácticas de la ECC y asegurar su adecuada adaptación a los nuevos estándares normativos en marcha, se les hizo llegar una serie de recomendaciones adicionales respecto de las que ya existe un compromiso por su parte.

Por último, una vez comunicados los resultados del análisis sobre el grado de cumplimiento de estas recomendaciones, el ESRB otorgó a la CNMV una valoración muy positiva sobre su actividad de supervisión, en relación tanto con la ECC BME Clearing como con los miembros compensadores y contrapartes financieras de acuerdos bilaterales.

1 Recommendation of the European Systemic Risk Board of 25 May 2020 on liquidity risks arising from margin calls (ESRB/2020/6) (2020/C 238/01).

2 <http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={edbc8fab-5c6f-4fe0-aeaa-afa37a316b9b}>

3 Reglamento (UE) 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 (EMIR).

4 Guidelines on EMIR Anti-Procyclicality Margin Measures for Central Counterparties (ESMA70-151-1293).

## Supervisión y monitorización de la operativa con CFD

RECUADRO 11

Durante 2021 la CNMV continuó llevando a cabo actuaciones en relación con la comercialización, distribución o venta de contratos financieros por diferencias (CFD), una actividad sujeta a restricciones y advertencias tanto en España como en la Unión Europea por su complejidad y elevado riesgo, circunstancias que hacen que estos productos no resulten en general adecuados para clientes minoristas. A pesar de ello, se sigue apreciando un apetito por su comercialización entre el público en general, en gran medida atraído por las promesas de alta rentabilidad anunciadas por distintos operadores en medios de información generalistas y redes sociales.

En España, la comercialización de estos productos se realiza fundamentalmente por entidades europeas que en su mayor parte operan bajo el régimen de libre prestación de servicios, por lo que la CNMV no dispone de competencias de supervisión en primera instancia, ya que estas corresponden al supervisor del país de origen.

En consideración al riesgo que entraña la comercialización de estos productos entre clientes minoristas, la CNMV viene dedicando desde hace varios años una parte de sus medios a la monitorización de la actividad desarrollada por estas entidades, con la finalidad de facilitar la labor de supervisión de las autoridades de origen. Así, en el periodo 2019-2021 se han remitido unos 60 escritos a las autoridades de origen, básicamente de traslado de hechos identificados, de los que aproximadamente la mitad corresponden a 2021.

Durante 2021 se realizó un seguimiento de las incidencias trasladadas previamente a las autoridades de origen, en gran medida referidas a prácticas publicitarias inadecuadas, comercialización de servicios y captación a través de terceros no autorizados de clientes minoristas que además no cuentan con conocimientos financieros ni experiencia inversora adecuados. Otras incidencias relevantes trasladadas corresponden a la realización de prácticas de elusión de las restricciones a la comercialización, distribución o venta de CFD establecidos en España mediante la incentivación inadecuada del pase de cliente minorista a profesional y el traslado de la operativa a entidades vinculadas situadas fuera de la Unión Europea sin autorización para operar en España y no sujetas a las restricciones señaladas. En algunos casos, cuando se han identificado malas prácticas de mayor relevancia, al ir acompañadas de una captación agresiva muy perjudicial para los intereses de los inversores, se ha planteado la posibilidad de que la CNMV adopte medidas preventivas previa comunicación a la autoridad competente.

Esta actividad de la CNMV ha permitido que ocho entidades en libre prestación que realizaban una comercialización agresiva de CFD en España hayan acordado durante 2021 diversas medidas restrictivas de la comercialización de servicios en España. La adopción de estas medidas restrictivas ha hecho innecesario que la CNMV acordara medidas preventivas previamente trasladadas al supervisor de origen.

En el caso de entidades europeas con establecimiento permanente en España, respecto a las que la CNMV sí cuenta con competencias de supervisión del



cumplimiento de las normas de conducta en el desarrollo de su actividad, resultan especialmente destacables las actuaciones de supervisión realizadas a la sucursal de una entidad europea y al agente de otra por detectarse indicios de comercialización inadecuada de CFD a clientes minoristas siguiendo un modelo de negocio similar en ambos casos.

En los trabajos realizados se evidenciaron incumplimientos muy graves de los deberes de información y las normas de conducta y gobernanza que las entidades deben cumplir en su actuación. En particular, el modelo de comercialización de estas dos entidades iba dirigido a captar clientes con escasos conocimientos financieros por medio de anuncios publicitarios en medios generalistas referidos a la obtención de altas rentabilidades a corto plazo, en ocasiones acompañados de la imagen de personas populares. Tras ello se iniciaba un intenso y agresivo contacto telefónico con la finalidad de conseguir la apertura de cuenta y una primera aportación de fondos, inicialmente no muy elevados, seguidos de posteriores aportaciones incentivadas por los comerciales de estas entidades con la finalidad de evitar el cierre de posiciones y la consiguiente materialización de pérdidas, que en última instancia suponían la generación de pérdidas mucho mayores. Las malas prácticas observadas fueron numerosas y relevantes, y entre ellas destacan: la prestación de servicios de inversión sin una evaluación apropiada de la compatibilidad del producto ofrecido con el perfil de riesgo del cliente y con sus conocimientos y experiencia, el pago de incentivos a la red comercial que suponían un conflicto de intereses con los clientes, deficiencias en cuanto a las obligaciones de formación del personal que informa a los clientes, y la realización de recomendaciones de inversión sin contar con autorización para ello y sin cumplir en cualquier caso con las normas de conducta aplicables.

La gravedad de los hechos detectados hacía necesaria la adopción de medidas de subsanación de gran calado, que implicaban un cambio radical en el modelo de negocio de estas entidades y los medios dedicados para ello, algo muy difícil en la práctica. Ello explica que en ambos casos las entidades hayan acordado el cierre del establecimiento y el consiguiente cese en la comercialización de servicios.

Según la información disponible referida a las entidades que operan en España con establecimiento permanente, la comercialización de CFD entre inversores minoristas tras las restricciones establecidas en los tres últimos años inicialmente se redujo de forma apreciable, pero con posterioridad ha experimentado un crecimiento gradual, aunque sin alcanzar los niveles previos. Sin embargo, de acuerdo con la información de las páginas web de las entidades que operan con CFD, un elevado porcentaje de clientes minoristas, superior al 70 % para la gran mayoría de las entidades con mayor actividad y que en algún caso se acerca al 90 %, sigue sufriendo pérdidas.

Al menos dos países europeos, Francia y Bélgica, mantienen una regulación adicional más restrictiva que la establecida por ESMA y por la CNMV para la comercialización, distribución o venta de CFD, ya sea mediante la prohibición de su publicidad cuando esté destinada al público general o de la utilización de plataformas electrónicas, respectivamente.

**RECUADROS**

Informe anual CNMV  
2021

La experiencia supervisora descrita en los anteriores párrafos hace aconsejable que se valore la necesidad de adoptar medidas adicionales en la comercialización de este producto complejo y de elevado riesgo. Por ello se ha establecido como objetivo en el Plan de actividades 2022 de la CNMV el análisis de posibles alternativas de actuación sobre este asunto.

El 1 de enero de 2018 entró en vigor el Reglamento (UE) n.º 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, y su normativa de desarrollo sobre el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI) relativos a los productos de inversión minorista empaquetados (Reglamento PRIIP), que obliga a los productores a redactar un documento informativo estandarizado (el *Key Information Document* o KID de PRIIP) y a publicarlo en su web cuando estos productos se dirijan a clientes minoristas. Por su parte, las entidades que vendan o recomienden estos productos deben entregar dicho documento a los clientes con antelación suficiente al momento en que queden obligados.

De acuerdo con la normativa sobre PRIIP y con lo previsto en la pregunta 2.6 del documento de preguntas y respuestas (Q&A) sobre la aplicación del Reglamento 1286/2014 publicada en la web de la CNMV, las entidades de capital riesgo (ECR) deben disponer del DFI de los PRIIP —más en concreto aquellas ECR cuya comercialización no esté restringida a profesionales y cuyo plazo de suscripción para inversores no haya expirado— y deberán ponerlo a disposición de los inversores. Asimismo, las gestoras de las ECR (la sociedad de capital riesgo [SCR], en caso de SCR autogestionadas) deberán publicar en su sitio web el DFI de los PRIIP.

Desde que entró en vigor esta normativa, la CNMV ha realizado análisis a efectos de verificar el cumplimiento por parte de las gestoras, es decir, si elaboraban el DFI de los PRIIP de todas las ECR que debían cumplir con esa obligación. Además, se ha comprobado que los DFI de los PRIIP estaban disponibles en las páginas web de las gestoras y, respecto del contenido, se ha verificado que figurasen todos los aspectos señalados por la norma, sin existir modificaciones u omisiones relevantes, y que su contenido se ajustaba a lo establecido.

En una primera fase de los análisis se detectó que la mayoría de las gestoras no había elaborado el DFI de los PRIIP. En consecuencia, las gestoras fueron requeridas para elaborarlo y ponerlo a disposición del público en su web, siempre que el producto se dirigiese a minoristas y se encontrase en periodo de comercialización.

En posteriores análisis, se revisó el contenido de los DFI de los PRIIP que habían sido elaborados tras el requerimiento, encontrándose en ocasiones deficiencias en su contenido. Entre las deficiencias detectadas más comunes se pueden citar las siguientes:

- No describir de forma adecuada el objetivo que tiene el producto, así como no especificar los activos objeto de inversión. Muchos documentos reproducían el literal de la normativa sin detallar sus características concretas.
- No explicar correctamente el tipo de inversor al que va dirigido el producto. En muchas ocasiones faltaba por detallar la inversión mínima inicial a realizar o no se especificaban los conocimientos que el inversor

debería tener, ni tampoco su capacidad de soportar pérdidas, sus preferencias respecto al horizonte de inversión o sus conocimientos teóricos y experiencia en este tipo de productos.

- No indicar, dentro del apartado «Información adicional sobre riesgos de iliquidez», la duración del periodo de mantenimiento de la inversión recomendado, así como si se considera que la ECR tiene un riesgo de liquidez importante o si carece de liquidez.
- No reflejar los escenarios de rentabilidad siguiendo la normativa. En algunos DFI faltaba por incluir la información sobre los datos y la metodología empleados para realizar las estimaciones de rentabilidad, y no se seguía la tabla normalizada que exige el Reglamento PRIIP (faltando la información de escenarios o de periodos intermedios). En ocasiones los cálculos se realizaban asumiendo una inversión diferente a 10.000 euros, que es lo que establece la normativa.
- No diseñar las tablas de costes según el modelo normalizado que establece el Reglamento PRIIP. Respecto a las tablas de costes a lo largo del tiempo, no presentaban muchas deficiencias en su contenido, pero sí en el formato, ya que se incluían escenarios intermedios, no siendo estos necesarios en productos sin liquidez, como el capital riesgo. Por otro lado, en relación con las tablas de composición de costes, se detectaba cierta confusión acerca de los conceptos que incluir en los diferentes epígrafes; por ejemplo, en «Costes de operación de cartera», que debería recoger únicamente los costes de transacción, se incluía la comisión de gestión, cuando esta debería venir recogida en el apartado «Otros costes corrientes». Asimismo, no se incluía el apartado de «Participaciones en cuenta» (*carried interest* o remuneración variable de los gestores) o este no se presentaba anualizado, tal y como exige el Reglamento PRIIP.

El 10 de marzo de 2021 entró en vigor el Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (en adelante Reglamento SFDR, por sus siglas en inglés). Este reglamento impone obligaciones relevantes en el ámbito de la información que se ofrece en los folletos de todas las instituciones de inversión colectiva (IIC). Si bien es cierto que en España no hay, por el momento, ninguna sociedad gestora obligada, de forma muy resumida, las obligaciones de transparencia que afectan a los folletos son las siguientes:

- Información sobre la política de integración de los riesgos de sostenibilidad en el proceso de toma de decisiones: artículo 6 del Reglamento SFDR.
- Declaración sobre la política en relación con las incidencias adversas de las decisiones de inversión o de asesoramiento sobre los factores de sostenibilidad: artículo 7 del Reglamento SFDR.
- Información cuando un producto promueva características medioambientales o sociales: artículo 8 del Reglamento SFDR.
- Información cuando un producto tenga como objetivo inversiones sostenibles: artículo 9 del Reglamento SFDR.

Para agilizar la tramitación de las modificaciones impuestas por los artículos 6 y 7 del Reglamento SFDR, que afectan a todos los fondos, la CNMV desarrolló un procedimiento simplificado al objeto de que las gestoras de IIC pudieran cumplir de forma razonable con las exigencias impuestas por este reglamento. La totalidad de las gestoras se acogió a dicho procedimiento simplificado, lo que ha supuesto la actualización, en un plazo reducido, de los folletos de más de 1.500 fondos.

Asimismo, el 1 de enero de 2022 entró en vigor el Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2020, relativo a un marco para facilitar las inversiones sostenibles (en adelante, Reglamento de Taxonomía). Este reglamento obliga, entre otros aspectos:

- A incluir en la información precontractual de los productos financieros de los descritos en el artículo 8 (que promueven características medioambientales o sociales, o una combinación de ellas) y en el artículo 9 (que tienen como objetivo inversiones sostenibles) del Reglamento SFDR información sobre el grado de alineamiento con el Reglamento de Taxonomía, por lo que respecta a los dos primeros objetivos medioambientales establecidos por el artículo 9 de dicho reglamento: mitigación del cambio climático y adaptación al cambio climático.
- A incluir en el folleto del resto de productos financieros la siguiente declaración: «Las inversiones subyacentes a este producto financiero no

tienen en cuenta los criterios de la UE para las actividades económicas medioambientalmente sostenibles».

Para facilitar a las sociedades gestoras de IIC la adaptación a las exigencias que impone el Reglamento de Taxonomía, durante el mes de diciembre de 2021 la CNMV actuó de oficio incluyendo la declaración anterior en los folletos de todas las IIC no calificadas de acuerdo con los artículos 8 o 9 de SFDR.

La CNMV es consciente de las circunstancias en las que se está produciendo la entrada en vigor del Reglamento de Taxonomía, al no haberse aprobado todos los desarrollos normativos necesarios ni existir información suficiente sobre los emisores que permita calcular el grado de alineamiento de las inversiones con el citado reglamento.

Ante esta situación, y en aras de una aplicación armonizada del Reglamento de Taxonomía en el seno de los países de la Unión Europea, la CNMV asumirá las pautas que en su caso establezcan las autoridades europeas de supervisión (AES). En ausencia de dichas pautas o de normas técnicas de desarrollo, se difundirán al sector los criterios supervisores que se consideren oportunos, supeditando, no obstante, dichos criterios a los que, en su caso, se puedan adoptar posteriormente desde instancias europeas.

El pasado 1 de enero de 2022 entró en vigor la Ley 11/2021, de 9 de julio, de medidas de prevención y lucha contra el fraude fiscal, que traspone de la Directiva (UE) 2016/1164 del Consejo, de 12 de julio de 2016, por la que se establecen normas contra las prácticas de elusión fiscal que inciden directamente en el funcionamiento del mercado interior, de modificación de diversas normas tributarias y en materia de regulación del juego.

Esta ley endurece los requisitos que deben cumplir las sociedades de inversión de capital variable (SICAV) para mantener su régimen fiscal, modificando a estos efectos la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del impuesto sobre sociedades, al exigir que, a los efectos de la aplicación del tipo de gravamen reducido de las instituciones de inversión colectiva (1 %), para determinar el número mínimo de accionistas que la normativa exige (100), se computen exclusivamente aquellos accionistas que sean titulares de acciones por importe igual o superior a 2.500 euros, determinado de acuerdo con el valor liquidativo correspondiente a la fecha de adquisición de las acciones; la Ley 11/2021 establece asimismo un régimen transitorio para aquellas SICAV que decidan disolverse y liquidarse en el ejercicio 2022, que permitirá a los socios diferir la tributación de las rentas generadas por la liquidación, siempre que reinviertan la cuota de liquidación en otras instituciones de inversión colectiva (IIC).

A la luz de las modificaciones anteriores, y en virtud de los deberes legales de actuar con la diligencia debida y en el mejor interés de los inversores, la CNMV remitió durante el mes de diciembre de 2021 un requerimiento a todas las gestoras para que informasen al consejo de administración de las SICAV que gestionan de la modificación descrita de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, y para que comunicasen a la CNMV la decisión adoptada en relación con esta modificación fiscal.

Adicionalmente, se requería a aquellas SICAV cuyo consejo de administración acordase elevar a la junta general de accionistas su disolución y liquidación que informasen a los socios de la posibilidad de acogerse a lo previsto en el régimen transitorio, que permite el diferimiento fiscal de las rentas obtenidas en la liquidación, en caso de reinvertir su cuota de liquidación en otra IIC.

Asimismo, y en virtud de lo previsto por el artículo 23 del Reglamento de IIC (aprobado por Real Decreto 1082/2012), se requería a las SICAV que tuviesen la intención de adoptar el acuerdo de disolución y liquidación que publicasen el correspondiente hecho relevante; también se exigió que publicasen hecho relevante aquellas sociedades que decidieran su continuidad, especificando las implicaciones de índole fiscal de tal decisión y si se llevarían a cabo actuaciones para cumplir con el requisito que impone la Ley 11/2021 para que las SICAV se beneficien del régimen fiscal reducido (100 accionistas que sean titulares de acciones por importe igual o superior a 2.500 euros), aplicable para los periodos impositivos que se inicien a partir del 1 de enero de 2022.

A los efectos de que las cuotas de liquidación de las SICAV se beneficien del régimen transitorio, algunas gestoras han decidido constituir fondos de inversión (o clases de participaciones) destinados a recibir dichas cuotas.

Por último, se detallan a continuación algunos datos del impacto previsible de esta modificación fiscal. Partiendo de una situación a 31 de diciembre de 2021 con un total de 2.286 SICAV inscritas (con un patrimonio bajo gestión de 29.026 millones de euros y con 349.876 accionistas) se estima<sup>1</sup> que, como consecuencia de esta modificación fiscal, se producirá la desaparición de 1.679 SICAV (bien porque son liquidadas o bien por transformarse en otro tipo de sociedad) que representan el 73,4 % del total inscritas (y el 50 % del patrimonio bajo gestión a 31 de diciembre de 2021). Continuarían por el momento 448 SICAV que representan el 19,6 % del total inscritas y el 39 % del patrimonio bajo gestión (unos 11.400 millones de euros).

---

1 En el momento de la redacción de este recuadro quedaban pendientes de adoptar decisiones en el 7 % del total de SICAV inscritas, en concreto, 159 SICAV con un patrimonio bajo gestión de unos 2.785 millones de euros.



El marco de resolución aplicable a las empresas de servicios de inversión (ESI) ha sido reforzado con la Directiva (UE) 2019/879<sup>1</sup> (conocida como BRR-DII), que fue traspuesta al ordenamiento español en 2021<sup>2</sup>. Las implicaciones de este nuevo marco de resolución para las empresas de servicios de inversión han de entenderse en conjunción con la nueva normativa prudencial de estas entidades<sup>3</sup>, aprobada en 2019 y cuya entrada en vigor se produjo en junio de 2021.

Con el nuevo marco prudencial se introduce un cambio sustancial en el ámbito de aplicación de las entidades sujetas a resolución cuya autoridad de resolución preventiva sea la CNMV. La nueva regulación prudencial distingue tres tipos de entidades en función de su tamaño, de las funciones que realizan y de las interconexiones que mantienen. Así, las entidades de tipo 1 cuyo activo total supere los 30.000 millones de euros deberán solicitar autorización como entidad de crédito, por lo que su autoridad de resolución preventiva dejará de ser la CNMV.

Los criterios para definir las entidades consideradas pequeñas y no interconectadas (tipo 3) llevan aparejado que se consideran elegibles para la aplicación de obligaciones simplificadas, es decir, entidades cuya inviabilidad no tendría efectos significativos sobre los mercados, sobre otras entidades ni sobre la economía real, lo que permite a la autoridad de resolución preventiva adaptar el contenido de sus planes de resolución, la frecuencia de actualización y el nivel de detalle de la evaluación de resolubilidad.

La definición de entidades de tipo 3 incluye, entre otros, la condición de que no cuenten con activos custodiados ni dispongan de saldos de clientes, lo que también incide en la evaluación de la resolubilidad realizada por la autoridad de resolución preventiva, reduce las probabilidades de identificar obstáculos a la resolubilidad y facilita que el procedimiento de liquidación ordinario sea identificado como factible y creíble para resolver la entidad en caso de inviabilidad.

**Expresión del requisito de MREL en las ESI**

CUADRO R15.1

	Régimen prudencial aplicable	Composición de MREL <sup>1</sup>	Forma de expresión de MREL
ESI sistémica (tipo 1)	CRR	LAA + Recap	Activos ponderados por riesgo. Ratio de apalancamiento.
ESI no sistémica (tipo 2 o 3) con estrategia de resolución diferente de la liquidación	IFR	LAA + Recap	Requisito de fondos propios establecido por el supervisor multiplicado por 12,5.
ESI no sistémica (tipo 2 o 3) con estrategia de liquidación	IFR	LAA	Requisito de fondos propios establecido por el supervisor.

Fuente: CNMV. (1) LAA (*loss absorbing amount*) es la componente del requerimiento destinada a absorber pérdidas; Recap (*recapitalisation amount*) es la componente destinada a recapitalizar la entidad.

Para las entidades de tipo 2 (las que no encajan dentro de los tipos 1 o 3), la autoridad de resolución ha de evaluar su elegibilidad para aplicar obligaciones simplificadas y determinar, a través del análisis de resolubilidad, la existencia o no de obstáculos a la resolución.

Otra de las implicaciones se refiere a la determinación del requerimiento mínimo de recursos propios y pasivos admisibles (MREL). La BRRDII determina, con carácter general, que este requerimiento debe expresarse en función de activos ponderados por riesgo y de la ratio de apalancamiento (anteriormente debía expresarse en términos de pasivos y fondos propios totales). Para las empresas de servicios de inversión de tipo 1 a las que resulte de aplicación la normativa de solvencia contenida en el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, el requerimiento se expresará en función de ambos parámetros. Sin embargo, para las entidades de tipo 2 y de tipo 3, que con la nueva normativa prudencial no deben determinar activos ponderados por riesgo ni están sujetas a la ratio de apalancamiento, se adapta la expresión del requerimiento tal y como recoge el cuadro R15.1.

Para las empresas de servicios de inversión cuya estrategia en caso de inviabilidad sea la liquidación, la autoridad de resolución preventiva podrá exigir un requerimiento de MREL superior a la decisión de capital determinada por la autoridad supervisora en el caso de que entendiéndose que está justificado para absorber en su totalidad las pérdidas en las que se espera que incurra la entidad.

- 1 Directiva (UE) 2019/879 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019, por la que se modifica la Directiva 2014/59/UE en relación con la capacidad de absorción de pérdidas y de recapitalización de las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, así como la Directiva 98/26/CE.
- 2 Real Decreto-ley 7/2021, de 27 de abril, de transposición de directivas de la Unión Europea en las materias de competencia, prevención del blanqueo de capitales, entidades de crédito, telecomunicaciones, medidas tributarias, prevención y reparación de daños medioambientales, desplazamiento de trabajadores en la prestación de servicios transnacionales y defensa de los consumidores. Real Decreto 1041/2021, de 23 de noviembre, por el que se modifican el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito; y el Real Decreto 1012/2015, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por el que se modifica el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito.
- 3 Contenida en la Directiva (UE) 2019/2034 y en el Reglamento (UE) 2019/2033 relativos a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión (conocidos como IFD e IFR, respectivamente).

En 2021 se cumplieron diez años desde que los atributos clave de los regímenes de resolución<sup>1</sup> fueron adoptados por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) como parte de un amplio programa de reformas desarrolladas tras la crisis financiera mundial de 2008 para abordar el problema de las instituciones financieras que son «demasiado grandes para quebrar». Una de las lecciones de esa crisis fue la necesidad de establecer regímenes de resolución eficaces, que garanticen que la quiebra de una institución financiera sistémica pueda ser gestionada de manera ordenada, sin recurrir a fondos públicos, al tiempo que se mantiene la continuidad de sus actividades económicas esenciales.

Con este fin, los atributos clave establecen una serie de herramientas destinadas a proporcionar a las autoridades poderes y control suficientes sobre la resolución de las instituciones financieras. Y aseguran un enfoque coherente para el diseño de regímenes de resolución en todas las jurisdicciones, que permite tener en cuenta los detalles específicos de cada país en su implementación y facilitan la coordinación transfronteriza en una crisis.

Desde su adopción se ha producido un notable progreso en su implantación y en la mejora de la capacidad de resolución en los sectores bancario y —aunque a un nivel menos avanzado en la mayoría de las jurisdicciones— de infraestructura del mercado financiero y de seguros. Hoy en día, en muchos países existen autoridades de resolución designadas que poseen los poderes legales y la capacidad operativa necesarios para intervenir y resolver instituciones financieras que ya no son viables.

Para las instituciones financieras sistémicas importantes a nivel mundial se han establecido grupos de gestión de crisis, respaldados por acuerdos de cooperación transfronteriza; se han definido planes de recuperación y de resolución; se ha trabajado para eliminar las barreras a la capacidad de resolución, y se están llevando a cabo evaluaciones de la credibilidad y de la viabilidad de las estrategias de resolución.

Una de las claves del éxito de los atributos, además del fuerte compromiso político para su aplicación, es el seguimiento del progreso de la implementación en todas las jurisdicciones que lleva a cabo el FSB y la presión ejercida por los pares para garantizar el progreso a escala global. En su informe de resolución de 2021, el FSB reconoce que las reformas destinadas a mejorar la resolución de las ECC, cuya importancia sistémica ha aumentado tras la crisis financiera, han sido significativas, pero todavía queda camino por recorrer.

En este tiempo se ha avanzado en la planificación de la resolución de las ECC de importancia sistémica en más de una jurisdicción y se han completado los primeros procesos de evaluación de resolubilidad, que han mostrado cierto progreso en la aplicación de la Guía del FSB sobre recursos financieros para respaldar la resolución de ECC y sobre el tratamiento del capital en la resolución.

Sin embargo, la disponibilidad de recursos adecuados para la recuperación y resolución de ECC sigue siendo una prioridad política en la que aún no se ha

completado el trabajo a nivel internacional. Además, la innovación digital está dando lugar a nuevos desafíos para la planificación de la resolución, como la dependencia de proveedores de servicios en la nube, la compensación de nuevos productos como los criptoactivos, la aplicación de tecnologías relacionadas con las finanzas descentralizadas y la necesidad de evaluar la capacidad de resolución de nuevos participantes tecnológicos en el mercado.

Estos aspectos determinarán el programa de trabajo del FSB en los próximos años en una materia compleja y desafiante como la resolución de las ECC, ya que mantener la continuidad de las funciones críticas de compensación central es clave para la estabilidad financiera.

---

1 FSB (2011). *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*. Actualizados en 2014.

El ESRB emitió un total de siete recomendaciones en 2020, cuatro de las cuales tuvieron aplicación dentro del ámbito de actuaciones de la CNMV. De ellas, tres estaban relacionadas con diferentes vulnerabilidades identificadas en el contexto de la crisis del COVID-19 y una estaba relacionada con el fomento del uso del código LEI en la identificación de las entidades jurídicas. A continuación se describen las actuaciones y la respuesta de la CNMV a dichas recomendaciones:

- **Recomendación JERS/2020/7, de 27 de mayo de 2020, sobre la limitación de las distribuciones de capital durante la pandemia de COVID-19** (modificada posteriormente por la Recomendación JERS/2020/15, de 15 de diciembre de 2020).

Tras la publicación de la primera versión de esta recomendación, la CNMV envió una comunicación a la entidad de contrapartida central (ECC) requiriéndole el cumplimiento del contenido de la recomendación, en particular, abstenerse de distribuir dividendos, recomprar acciones ordinarias o acordar remuneraciones de carácter variable con los gestores. En relación con las empresas de servicios de inversión, la CNMV decidió no realizar ninguna actuación adicional, atendiendo al principio de proporcionalidad y, en particular, al reducido tamaño de este sector dentro del sistema financiero. La extensión de esta recomendación exceptuó a las ECC de su cumplimiento por cuestiones relacionadas con la propia naturaleza de estas entidades. Por tanto, la CNMV no tuvo que realizar ninguna comunicación adicional a ninguna de las entidades financieras bajo su perímetro de supervisión.

- **Recomendación JERS/2020/6, de 25 de mayo de 2020, sobre los riesgos de liquidez derivados del ajuste de los márgenes de garantía.**

Esta recomendación se enmarca en el periodo de mayor perturbación en los mercados financieros durante de la crisis del COVID-19, que dio lugar a importantes ajustes en las garantías aportadas por los participantes de los mercados.

La CNMV informó a la institución europea de forma detallada acerca de cómo ya tiene en cuenta algunas de estas consideraciones en sus tareas habituales y cómo iba a incorporar o reforzar otras en el ámbito de la supervisión de las ECC y, asimismo, respecto a los ajustes de garantías de las contrapartes financieras y no financieras definidas en los artículos 2.8 y 2.9 de la normativa EMIR, en sus contratos de derivados no compensados por una ECC o en sus actividades como miembros compensadores por cuenta de clientes. La CNMV recibió por parte del ESRB una valoración muy positiva sobre su actividad de supervisión, en relación tanto con la ECC BME Clearing como con los miembros compensadores y contrapartes financieras de acuerdos bilaterales. Para un mayor detalle sobre esta recomendación véase el recuadro 10.

- **Recomendación JERS/2020/8, de 27 de mayo de 2020, sobre la vigilancia de las implicaciones para la estabilidad financiera de las moratorias de las deudas, de los planes públicos de garantía y de otras**

### medidas de carácter fiscal adoptadas para proteger a la economía real frente a la pandemia.

La CNMV contribuyó al cumplimiento de esta recomendación por parte de la AMCESFI dando cuenta de iniciativas como: i) las restricciones al incremento de las posiciones cortas; ii) la normativa que creó nuevas herramientas de gestión de la liquidez en el ámbito de la inversión colectiva; iii) la continua comunicación entre la CNMV y las SGIIC para que realizaran una valoración adecuada de las carteras, así como el fomento del uso de herramientas como el *swing pricing* y la valoración a precios *bid*, y iv) la comunicación con las infraestructuras de los mercados en relación con la recomendación anterior.

– **Recomendación JERS/2020/12, de 24 de septiembre de 2020, relativa a la identificación de las entidades jurídicas.**

Esta recomendación se subdivide en dos: (A) una dirigida a la Comisión Europea, en la que se insta a esta institución a proponer que la legislación de la Unión Europea adopte un marco común que establezca la obligatoriedad del uso del LEI para aquellas entidades que tengan obligación de reportar información financiera y (B) otra dirigida a las entidades relevantes para que fomenten el uso del LEI mientras no haya una legislación europea. La segunda recomendación (B), aplicable a la CNMV, indica que las autoridades relevantes deben: i) requerir a las entidades legales involucradas en transacciones financieras bajo su ámbito de supervisión que tengan un código LEI, ii) identificar mediante un código LEI las entidades a las que requiera una obligación de reporte financiero y iii) identificar mediante un código LEI las entidades sobre las que publica información.

En su respuesta al ESRB, la CNMV indicó que su grado de cumplimiento es muy elevado. En todas las regulaciones europeas que requieren el uso del LEI (por ejemplo, MiFID o EMIR) la CNMV requiere a las entidades que reportan que se identifiquen ellas y sus contrapartes mediante dicho código. Además, en el caso del reporte de operaciones sobre instrumentos financieros (TREM), el sistema de recopilación de datos de la CNMV no permite incorporar ningún fichero si no contiene los identificadores LEI. También existe un cumplimiento completo en lo que se refiere a las empresas de servicios de inversión y actividades bajo la supervisión de la CNMV que impliquen gestión de activos de los clientes (se exceptúan entidades de actividad muy limitada, como las entidades de asesoramiento financiero, por razones de proporcionalidad). Finalmente, también existe cumplimiento en la identificación de los emisores de valores.

Las consecuencias de la situación económica y social derivada de los dos años de pandemia han incidido significativamente en el proceso de digitalización del conjunto de la sociedad y modificado con ello los hábitos de consumo e inversión. En este periodo han coincidido varios factores que explican este comportamiento.

En primer lugar, desde el punto de vista económico y financiero, asistimos a un escenario macroeconómico inestable, con tipos de interés bajos o negativos, lo que ha impulsado a algunos inversores a buscar más rentabilidad asumiendo más riesgos. Todo ello ha coincidido con un incremento del ahorro privado, primero por la falta de movilidad y posteriormente por la incertidumbre del momento.

En segundo lugar, la aceleración del desarrollo tecnológico ha permitido el nacimiento de nuevas plataformas y el incremento de procesos de desintermediación que han acercado los mercados financieros y la actividad de *trading* a inversores no expertos sin apenas barreras de entradas. El efecto del desarrollo tecnológico también se ha visto potenciado por la aparición de nuevas fuentes de información —fundamentalmente las redes sociales— de amplio uso por parte de determinados segmentos de edad de la población, que han permitido la aparición de *líderes de opinión* y una publicidad de productos financieros enfocada al cliente minorista.

Y en tercer lugar, aprovechando el entorno descrito, el desarrollo de campañas de captación de fondos destinadas a pequeños inversores ligadas principalmente a productos financieros complejos, materias primas y, sobre todo, otro tipo de productos como son los criptoactivos.

Los efectos de la modificación de los hábitos de consumo e inversión, con un gran número de nuevos inversores (a menudo, con escasos conocimientos sobre el funcionamiento de los mercados financieros, con acceso directo a ofertas de productos de inversión a través de Internet) han generado un caldo de cultivo para un incremento importante de la actividad irregular y delictiva mediante el fraude financiero. En la actualidad, hay numerosas denuncias en trámite en las que se reclaman cientos de millones de euros en perjuicios económicos, lo que aumenta el riesgo de un consiguiente clima de desconfianza general hacia los mercados financieros y la propia reputación del sector.

La CNMV es una de las instituciones que, en su labor de defensa del inversor desde una visión global del sector financiero, ha detectado este incremento notable de actividades irregulares junto con otras instituciones, tales como los cuerpos y fuerzas de seguridad del Estado y el ministerio fiscal, principalmente. En la medida en que la detección de estas actividades presuntamente delictivas, así como su contención y persecución no deben ni pueden llevarse a cabo exclusivamente por parte de una sola entidad, desde la CNMV se entendió que el desarrollo de un marco de colaboración público-privada era y es

la mejor manera posible para prevenir y luchar de forma más eficaz y preventiva contra esta tipología de actividades.

Fruto de esta filosofía, a lo largo de 2021 la CNMV ha venido trabajando en la elaboración de un protocolo para potenciar y mejorar la cooperación entre las entidades implicadas en estos temas. En las numerosas reuniones mantenidas se fijó el objetivo de mejorar la prevención y la lucha contra las ofertas de productos y servicios financieros potencialmente fraudulentas de forma coordinada. Para ello, se plantearon medidas de mejora de los mecanismos de intercambio de información entre las autoridades e instituciones competentes, nuevos mecanismos de detección y alerta sobre las actividades de entidades no autorizadas para ofrecer servicios financieros, y el refuerzo de las campañas de educación e información a los ciudadanos para que cuenten con los conocimientos necesarios para tomar sus decisiones de inversión.

Finalmente, y fruto de esas conversaciones, se elaboró un protocolo que pretende:

- Definir y articular medidas que contribuyan a reducir la capacidad de actuación y de expansión de los intentos de fraude financiero.
- Cooperar en su detección.
- Restringir la difusión promocional o publicitaria de sus actividades.
- Establecer mecanismos de información para los inversores y clientes de servicios financieros sobre los riesgos y posibilidades de fraude.
- Crear canales de comunicación entre las instituciones firmantes.
- Establecer mecanismos que permitan la verificación del registro de entidades que se publiciten en los medios de comunicación y redes sociales.
- Desarrollar campañas informativas y divulgativas para el público.
- Crear mecanismos de alerta de nuevas tendencias en el fraude financiero.
- Facilitar a los inversores y clientes de servicios financieros los instrumentos y conocimientos necesarios para detectar y evitar estas prácticas mediante una actuación en el ámbito de la educación financiera.

El protocolo del Plan de Acción contra el Fraude Financiero (PAFF) fue firmado el 29 de abril de 2022 por 19 instituciones públicas y privadas<sup>1</sup> y se verá desarrollado a partir de la firma de convenios específicos entre las diferentes entidades, vinculándose cada una de ellas a medidas concretas de carácter tecnológico, de difusión y de educación financiera, en función de su actividad. Así mismo, la colaboración público-privada queda abierta a la inclusión de otras entidades públicas y asociaciones, a la monitorización continua de las medidas de lucha contra el fraude financiero y a la propuesta de otras nuevas, mediante la creación de un comité de seguimiento en el que participan responsables de cada uno de los organismos firmantes.



1 Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), Fiscalía General del Estado, Banco de España, Policía Nacional, Guardia Civil, Mossos d'Esquadra, Ertzaintza, Policía Foral de Navarra, Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (SEPBLAC), Asociación Española de Banca (AEB), CECA, Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN), Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO), Asociación Medios de Información (AMI), Unión de Televisiones Comerciales en Abierto (UTECA), Autocontrol, Colegio de Registradores, Colegio General del Notariado.

### Plan de Educación Financiera 2022-2025

RECUADRO 19

El 14 de enero de 2022 la CNMV, el Banco de España y el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital firmaron un convenio de colaboración para la promoción y el desarrollo del Plan de Educación Financiera en el periodo 2022-2025. La incorporación del Ministerio como promotor del Plan supone una novedad de gran alcance y refrenda el trabajo realizado en años anteriores por el Banco de España y la CNMV.

Desde el año 2008, impulsadas por el Plan de Educación Financiera, se han llevado a cabo multitud de acciones divulgativas y se han desarrollado numerosos recursos educativos destinados a los ciudadanos españoles. Asimismo, se ha creado una importante red de más de 45 colaboradores que han contribuido a la difusión del Plan, a crear conciencia sobre la importancia de la educación financiera y a mejorar la cultura financiera de la población a través del desarrollo de numerosas actividades.

El lanzamiento de este nuevo Plan se realiza en un marco condicionado por los acontecimientos derivados de la pandemia del COVID-19, que han impactado fuertemente en la economía, los mercados financieros y los individuos, y que están acelerando tendencias preexistentes que configuran una realidad más compleja e inestable. Adaptarse a este nuevo contexto requerirá la adquisición y consolidación de determinadas competencias y capacidades, así como la adopción de ciertas actitudes relacionadas con el ahorro, el endeudamiento y la gestión a largo plazo de las finanzas personales.

Como es habitual, con cada renovación del Plan de Educación Financiera, se han establecido nuevos objetivos para el periodo contemplado. Los objetivos para el periodo 2022-2025 son: i) impulsar una estrategia de comunicación apoyada en la promoción de la nueva web de Finanzas para Todos que permita divulgar la marca y concienciar a la población española sobre la importancia de la educación financiera; ii) profundizar en un mayor conocimiento de las necesidades de la población española en términos de educación financiera; iii) evaluar el impacto y la efectividad del Plan de Educación Financiera en sus años de desarrollo; iv) aumentar la red de colaboradores del Plan mediante la incorporación de instituciones que puedan aportar sensibilidades sociales de los colectivos más necesitados de educación financiera; v) enfocar la promoción de la educación financiera a determinados colectivos como los estudiantes de Educación Primaria, de Formación Profesional y universitarios; vi) desarrollar iniciativas formativas específicas para las necesidades de colectivos vulnerables: competencias digitales para evitar la vulnerabilidad y prevención de fraudes financieros, y vii) contribuir al desarrollo de los objetivos de la Agenda 2030.

Para el próximo periodo, el desafío más importante del Plan será dar respuesta a las necesidades derivadas de la pandemia del COVID-19. En este contexto, se ha observado un incremento paulatino del número de usuarios de productos y servicios financieros que utilizan canales digitales para la contratación y la gestión. Esta circunstancia ha traído consigo el auge de nuevos productos y servicios, pero también el incremento de las estafas y los fraudes en el uso de canales digitales, que han puesto de manifiesto la necesidad de que el Plan de

Educación Financiera se focalice en proporcionar a los usuarios financieros herramientas para evitar y prevenir fraudes financieros tanto en el contexto de la digitalización como aquellos que pueden venir por vías más tradicionales. Asimismo, otro reto será reforzar la presencia de la educación financiera en el currículo escolar, de manera que los más jóvenes se familiaricen con los conceptos de ahorro y gasto o el de endeudamiento responsable. Finalmente, en los próximos años, se seguirá avanzando en incrementar la sensibilidad social con respecto a la educación financiera y en su consideración como una competencia clave en la sociedad del siglo XXI.

Más información en Plan de Educación Financiera 2022-2025.

### Nuevo portal web del Plan de Educación Financiera

RECUADRO 20

En septiembre de 2021 el Plan de Educación Financiera (en adelante, el Plan), promovido por la CNMV, el Banco de España y el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, renovó su página web [www.finanzaspara todos.es](http://www.finanzaspara todos.es) con el objetivo de afianzarla como el portal de referencia de la educación financiera en España.

Esta renovación, que ha venido impulsada por el crecimiento y la evolución del Plan, ha tenido como objetivo incorporar mejoras en el diseño, en la arquitectura de contenidos y en la experiencia de usuario para que sea una web más práctica e interactiva.

La nueva web se divide en tres apartados:

- **Descubre:** con contenidos y herramientas para guiar al usuario en la toma de decisiones financieras a lo largo de su vida, dando respuesta a cuestiones del tipo: ¿Cómo está tu salud financiera? ¿Cómo elaborar tu presupuesto? ¿Cómo gestionar tus deudas? ¿Cómo preparar tu jubilación?, o ¿Cómo invertir tu dinero?
- **Participa:** da a conocer todas las iniciativas, actividades y proyectos que se impulsan en el marco del Plan de Educación Financiera y en las que pueden participar los ciudadanos e instituciones: la red de colaboradores y las iniciativas que desarrollan, el programa y concurso escolar destinado a centros educativos y profesores, el Día de la Educación Financiera y los Premios Finanzas para Todos.
- **Aprende:** recoge diferentes tipos de recursos educativos elaborados por el Plan, destinados a enseñar y orientar en cuestiones de educación financiera, como guías, vídeos, herramientas, *podcasts*, glosario, etc.

Adicionalmente, la web dispone de dos espacios reservados. El primero de ellos destinado a los colaboradores del Plan, cuya finalidad es servir de espacio de intercambio y colaboración entre las distintas instituciones y facilitar la difusión de actividades y materiales. El segundo está dirigido a los profesores que participan en el programa escolar y en el Concurso de Conocimientos Financieros, donde los docentes pueden encontrar herramientas dirigidas a los alumnos y juegos para utilizar en el aula.

La web, que también cuenta con un apartado de actualidad y novedades, está presente en las principales redes sociales (Instagram, Facebook, Twitter y YouTube) con el objetivo de maximizar la difusión de sus contenidos.

## Nuevos avances en la incorporación de la educación financiera en el currículo escolar

RECUADRO 21

RECUADROS  
Informe anual CNMV  
2021

Desde 2009, fecha en la que se firmó el primer convenio de colaboración con el Ministerio de Educación y Formación Profesional, el Plan de Educación Financiera ha trabajado intensamente para avanzar en la introducción de contenidos y competencias básicas de educación financiera en la enseñanza reglada.

Con la Ley Orgánica 8/2013 para la Mejora de la Calidad Educativa (LOMCE) se logró que los reales decretos de enseñanzas mínimas incorporaran, por primera vez, contenidos curriculares de educación financiera. El Real Decreto 126/2014, de 28 de febrero, de enseñanzas mínimas en Educación Primaria incluyó en la asignatura de Ciencias Sociales contenidos sobre el dinero y el ahorro. Asimismo, el Real Decreto 1105/2014, de 26 de diciembre, por el que se establece el currículo básico de la Educación Secundaria Obligatoria (ESO) y Bachillerato, incorporó en la asignatura de Economía de 4.º de la ESO contenidos más amplios, como los relativos a la clasificación y el cálculo de ingresos y gastos, el ahorro, el endeudamiento, el riesgo y la diversificación, los seguros, etc.

También en el primer ciclo de la ESO, en la asignatura de Iniciación a la actividad emprendedora y empresarial, se incorporaron contenidos sobre gestión de ingresos y gastos personales, planificación financiera personal, identificación de servicios financieros, etc.

La LOMLOE (Ley Orgánica 3/2020, de 29 de diciembre, que modifica la LOMCE) ha supuesto una nueva oportunidad para avanzar en la inclusión de contenidos curriculares de educación financiera. Esta nueva ley profundiza en el enfoque basado en competencias que ya incluía la anterior ley, pero además incorpora nuevos elementos curriculares. En concreto, define un perfil de salida para cada etapa educativa, determinado por las competencias clave que todos los alumnos deben haber adquirido al término de cada etapa de la educación obligatoria. La ley también introduce los denominados *saberes básicos*, definidos como los conocimientos, destrezas y actitudes cuyo aprendizaje es necesario para la adquisición de las competencias específicas de cada área o asignatura. Entre los bloques definidos como saberes básicos se incluye la educación financiera.

El 25 de marzo de 2021, la CNMV, el Banco de España y el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital remitieron una propuesta al Ministerio de Educación y Formación Profesional para la inclusión de las competencias financieras en el diseño de los currículos escolares de Educación Primaria y Secundaria en los reglamentos de desarrollo de la LOMLOE.

El Real Decreto 157/2022, de 1 de marzo, por el que se establece la ordenación y las enseñanzas mínimas de la Educación Primaria recogió gran parte de las propuestas enviadas. En particular, el real decreto incorporó en las asignaturas de Conocimiento del medio natural, social y cultural contenidos como el valor y el control del dinero, los medios de pago, la economía verde, la influencia de los mercados (bienes, financiero y laboral) en la vida de la

ciudadanía, la publicidad, el consumo responsable, los derechos del consumidor y el valor social de los impuestos. En la asignatura de Matemáticas, se incluyen contenidos relativos al dinero, al sistema monetario, a estimaciones de cantidades y cambio en la vida cotidiana y a la resolución de problemas relacionados con el consumo responsable y con el dinero: precios, intereses y rebajas.

Por otra parte, el Real Decreto 217/2022, de 29 de marzo, por el que se establece la ordenación y las enseñanzas mínimas de la Educación Secundaria Obligatoria recogió en las asignaturas de Matemáticas, Economía y emprendimiento, y Educación en valores cívicos y éticos algunas de las aportaciones realizadas en la propuesta del Plan de Educación Financiera, que deberán desarrollar o ampliar las autoridades educativas autonómicas, el centro o el profesor.

Se considera un avance importante la inclusión de los saberes básicos sobre educación financiera en los tres primeros cursos de Educación Secundaria, en la asignatura de Matemáticas, en la que se trata la interpretación de la información numérica en contextos financieros sencillos, los métodos para la toma de decisiones de consumo responsable atendiendo a las relaciones calidad-precio y valor-precio en contextos cotidianos o el desarrollo de problemas en contextos financieros. En Educación en valores cívicos y éticos se incorporan contenidos relacionados con la sostenibilidad, los Objetivos de Desarrollo Sostenible, la economía circular, la economía azul y los hábitos de vida sostenible, como el consumo responsable.

La asignatura de Economía y emprendimiento de 4.º de la ESO es la asignatura que incluye la mayor parte de las sugerencias realizadas al Ministerio: control y gestión del dinero, fuentes y control de ingresos y gastos, endeudamiento, fuentes de financiación y captación de recursos financieros, gestión del riesgo financiero y los seguros. Sin embargo, al ser una asignatura optativa, excluye a aquellos alumnos que decidan cursar otras materias orientadas a diferentes modalidades de Bachillerato o los diversos campos de la Formación Profesional.

Uno de los aspectos más importantes de la ley es que otorga un importante nivel de autonomía a las comunidades autónomas en el desarrollo de sus currículos (50 % para comunidades con lengua propia y 40 % para el resto) y también permite al centro educativo y al profesor completar el currículo de las diferentes etapas y ciclos. En este sentido, se consideraría un avance que se incluyeran más contenidos de educación financiera en los reales decretos autonómicos.

El Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (Reglamento de Divulgación) estableció un mandato para que las autoridades europeas de supervisión (AES), a través de su Comité Mixto, desarrollaran proyectos de **normas técnicas de regulación**. Estas normas tratan sobre los detalles del contenido, la metodología y la presentación de la declaración que las entidades deben facilitar en sus páginas web sobre las principales incidencias adversas de sus decisiones de inversión respecto de los factores de sostenibilidad. También tratan sobre el contenido y la presentación de la información precontractual, periódica y en la página web relativa a productos financieros que promuevan, entre otras, características medioambientales o sociales, o una combinación de ellas (artículo 8 del reglamento), y sobre productos financieros que tengan como objetivo inversiones sostenibles (artículo 9 del reglamento).

Posteriormente, el Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2020, relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles (Reglamento de Taxonomía) introdujo nuevos mandatos para elaborar normas técnicas de regulación sobre los detalles de la presentación y el contenido de la información relativa al principio de «no causar un perjuicio significativo», así como sobre el contenido y la presentación de la información precontractual y periódica de productos financieros del artículo 8 y del artículo 9 del Reglamento de Divulgación que en sus carteras incluyeran inversiones en actividades económicas que contribuyan a objetivos medioambientales. Con esta finalidad, las AES remitieron a la Comisión Europea (CE) el 2 de febrero de 2021 el informe final con su propuesta relativa a los mandatos del Reglamento de Divulgación y al principio de «no causar un perjuicio significativo» introducido por el Reglamento de Taxonomía y, el 22 de octubre de 2021, el informe final relativo al resto de mandatos del Reglamento de Taxonomía.

Las AES también publicaron el 25 de febrero de 2021 una **declaración de supervisión** en la que invitaban al mercado a utilizar la propuesta de normas técnicas como referencia y aclaraban el calendario de aplicación de las obligaciones relativas al nivel 1 y a las normas técnicas, que en ese momento estaba previsto que se aplicaran a partir del 1 de enero de 2022. El 25 de noviembre de 2021 la CE comunicó en una carta su intención de retrasar la aplicación de las normas técnicas al 1 de enero de 2023. Por ese motivo, en marzo de 2022, las AES han actualizado la declaración de supervisión, que, además, recoge las expectativas supervisoras en relación con la información sobre el alineamiento con la taxonomía que deben facilitar los productos financieros conforme a los artículos 5 y 6 del Reglamento de Taxonomía.

Al mismo tiempo, el 6 de julio de 2021 la CE publicó un documento de **preguntas y respuestas** que aclaraba cuestiones sobre la interpretación del nivel 1 relativas, entre otros, a los productos del artículo 9 y del artículo 8 del Reglamento de Divulgación, aunque la CE también indicó en su Estrategia

## RECUADROS

Informe anual CNMV  
2021

Renovada sobre Finanzas Sostenibles, publicada en julio de 2021, que trabajaría en la definición de criterios mínimos de sostenibilidad para productos del artículo 8. En diciembre de 2021, las AES enviaron un segundo paquete de preguntas sobre la interpretación del nivel 1 a la CE, del que se espera la respuesta.



El 18 de octubre de 2021, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) publicó su informe individual sobre la independencia supervisora de las autoridades nacionales competentes (ANC<sup>1</sup>). Paralelamente, las otras dos autoridades europeas de supervisión (AES) —la Autoridad Bancaria Europea (EBA) y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA)— publicaron en la misma fecha sus propios informes acerca de sus respectivos sectores.

Los tres informes mencionados mantienen una estructura similar y desarrollan un contenido fáctico que evita la introducción de valoraciones. Los cuatro ejes temáticos sobre los que pivota el documento de ESMA son la independencia operativa, financiera y personal, y la transparencia y rendición de cuentas, cuestiones sobre las cuales el informe concluye que las ANC informan de un alto grado de independencia, en términos generales. No obstante, se indica que, debido a los marcos y estructuras legales, las distintas jurisdicciones pueden diferir en sus prácticas y enfoques y, en consecuencia, cada una rubricar una impronta distinta en términos de independencia.

En relación con la independencia operativa, el informe refleja cómo la gran mayoría de las ANC se establecen como organismos independientes en el sentido de carecer de injerencias por parte de gobiernos, otras autoridades e intereses sectoriales, además de contar con las facultades legales y los recursos adecuados para el cumplimiento de sus objetivos. No obstante, el informe identifica autoridades que se establecen bajo la dependencia de un ministerio. También, sobre la operatividad de las ANC, solo dos informan de la capacidad limitada que afrontan para contratar el personal requerido a fin de dar cumplimiento a sus tareas de supervisión (siendo una de ellas la CNMV, al requerir autorización del Gobierno vía autorización de la Comisión Ejecutiva de la Comisión Interministerial de Retribuciones —CECIR—), y otras nueve aluden a las dificultades con las que se encuentran para atraer o mantener a personal con el nivel necesario (entre ellas también la CNMV).

Sobre la independencia financiera, si bien casi todas las ANC indicaron contar con una financiación estable y adecuada, los modelos implementados presentan planteamientos distintos. La mayoría de las ANC se financia íntegramente con ingresos percibidos por sus actividades de supervisión, aunque otras se financian con una combinación de sus propios ingresos y una contribución del presupuesto del Estado. Cabe señalar que ciertas autoridades tienen capacidad para utilizar excedentes presupuestarios con el fin de crear reservas para el ejercicio siguiente. Por otro lado, respecto al procedimiento para la aprobación de los presupuestos, se observa división entre las ANC que requieren aprobación presupuestaria del Gobierno o el Parlamento y aquellas para las que resulta suficiente la aprobación por parte de sus propios órganos rectores.

Acerca de la independencia personal, el informe de ESMA retrata las disparidades existentes respecto a la composición de los órganos de gobierno de las ANC, la duración de sus mandatos y los mecanismos adoptados para el nombramiento y cese de sus miembros. Además, se abordan consideraciones respecto a consejeros natos (*ex officio*), en las que se identifican hasta diez ANC

con su presencia (la CNMV entre ellas) ligada a cargos en bancos centrales y representantes nombrados por dependencias gubernamentales. Asimismo, destaca que solo dos ANC (la CNMV y la KNF polaca) cuentan con miembros natos en su Consejo vinculados a la titularidad de algún departamento gubernamental, es decir, el cargo en un departamento del Gobierno conlleva el cargo en el propio Consejo de la ANC. Por otro lado, el informe también refleja el panorama existente acerca de las disposiciones que restringen el ejercicio de actividades profesionales en el sector, una vez que los empleados y directivos de las ANC finalizan la prestación de sus servicios (*cooling-off*). Finalmente, en relación con todo el personal de las ANC, se describe cómo en una mayoría de autoridades se otorga protección legal a sus miembros en el desempeño (de buena fe) de sus funciones.

La transparencia y la rendición de cuentas acaparan el foco en la última sección del informe de ESMA, en la que todas las ANC respondieron que garantizan la transparencia pública mediante la publicación de determinados documentos (las cuentas anuales, por ejemplo) y el deber de informar sobre sus actividades a organismos gubernamentales o parlamentarios (mediante informes anuales o audiencias). Para concluir esta sección, el informe indica que todas las autoridades informan estar sujetas a revisión judicial en relación con sus decisiones de regulación o supervisión que afectan a terceros, a la vez que aceptan alegaciones.

La conclusión general del informe de ESMA manifiesta que, en términos generales, las autoridades gozan de un alto nivel de independencia. Sin embargo, se señalan áreas clave en las que las divergencias entre ANC pueden ayudar a identificar cambios necesarios para mejorarla. Estas áreas clave son, entre otras, la composición del órgano de gobierno, las normas sobre conflictos de intereses y los periodos de incompatibilidad tras el cese, la consulta con el Gobierno u otras entidades, los modelos de financiación y la delegación a terceros.

---

1 [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma42-110-3265\\_report\\_on\\_ncas\\_independence.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma42-110-3265_report_on_ncas_independence.pdf)

A lo largo de 2021, la Sustainability Task Force (STF) de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), en la que el presidente de la CNMV ostenta una de sus vicepresidencias, trabajó de forma intensa en tres áreas con el objeto de identificar problemas y retos que puedan afectar a la protección del inversor y a la transparencia de los mercados, y así proponer recomendaciones para su solución. Las tres áreas mencionadas hacen referencia a la publicación de información sobre sostenibilidad por parte de: i) emisores; ii) gestores de activos, con especial atención al fenómeno del *greenwashing*, y iii) agencias de calificaciones ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) y otros proveedores de datos ASG.

Es preciso subrayar de forma particular el trabajo desarrollado en el área de los emisores, que en la actualidad se ve afectada por la fragmentación normativa, lo que conlleva la falta de comparabilidad de la información publicada y de conexión entre información financiera y no financiera. Esto ha llevado a IOSCO a apoyar la labor del recientemente creado *International Sustainability Standards Board* (ISSB), que ya ha comenzado a trabajar en el desarrollo de unos estándares de sostenibilidad únicos con vocación universal que en un principio estarán dedicados a información relativa al clima pero que, más adelante, incorporará otros factores de sostenibilidad. IOSCO colabora estrechamente con el ISSB, por medio de su función en el *Monitoring Board* de la Fundación IFRS, con el fin de garantizar que los nuevos estándares sirvan a los intereses de los inversores y reúnan las condiciones de calidad necesarias.

En junio de 2021, la STF publicó un informe, *Report on Sustainability-related Issuer Disclosures*, en el que se analizan las deficiencias del sistema actual de *reporting* no financiero, se identifican las áreas de mejora y se proponen posibles soluciones partiendo de la creación de estándares globales, emitidos por el ISSB, cuya adopción será promovida por IOSCO.

En lo que respecta a la información publicada por los gestores de activos, IOSCO publicó un segundo informe en noviembre de 2021, *Recommendations on Sustainability-Related Practices, Policies, Procedures and Disclosure in Asset Management*, en el que se recogen una serie de recomendaciones dirigidas a reguladores y supervisores de los mercados financieros que pretenden hacer frente al *greenwashing* en los productos financieros. Las recomendaciones, basadas, en parte, en el Reglamento europeo sobre divulgación de información en materia de sostenibilidad en el sector financiero, aconsejan desgloses de información a nivel de entidad y de producto, así como herramientas de supervisión, la utilización de una terminología común y educación financiera para evitar el blanqueo ecológico.

Asimismo, en noviembre de 2021, IOSCO publicó el informe *Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers*. En este documento se analizan y describen los problemas derivados de la falta de regulación en el área de las agencias de calificaciones ASG y otros proveedores de datos de sostenibilidad y se propone un conjunto de recomendaciones destinadas tanto a los reguladores de mercados de valores como a las empresas

proveedoras de datos y calificaciones ASG, a los usuarios de dicha información y a las compañías que son el objeto de esta información.

A principios de 2022, el Consejo de IOSCO decidió renovar la estructura y el contenido de este grupo de trabajo para seguir colaborando con el ISSB, avanzar en el desarrollo de un posible marco de verificación de la información de sostenibilidad, estudiar los mercados de emisiones y evaluar la implementación de las recomendaciones sobre información de sostenibilidad publicada por los gestores de activos, las agencias de calificaciones ASG y otros proveedores de datos ASG.

El 14 de mayo de 2021 se publicó el listado de proyectos presentados al *sandbox* que habían recibido una evaluación previa favorable, siendo la CNMV la autoridad competente en cuatro proyectos. De los cuatro proyectos admitidos al *sandbox* se ha firmado el protocolo de pruebas con los promotores de tres de ellos, ya que uno de los promotores desistió del proceso antes de su firma.

En cuanto a las características de los proyectos y las pruebas que se van a llevar a cabo con base en los protocolos firmados hay que destacar las siguientes:

### **Proyecto Marketplace**

Se propone la creación de una plataforma (*marketplace*) que ofrezca seguridad a los inversores que quieran participar en la financiación de proyectos empresariales, a través de la emisión y colocación de préstamos participativos representados mediante *tokens* en una plataforma privada de *blockchain*, y su posterior negociación. Se procederá a la tokenización de los préstamos participativos emitidos, constituyéndose en valores negociables.

Estos préstamos serán suscritos por un grupo reducido de inversores que recibirán *tokens* representativos de su derecho de crédito frente al emisor. Para facilitar los pagos, el *marketplace* incorpora la operativa de servicios de dinero electrónico, si bien la innovación radica en los servicios de inversión prestados.

Los objetivos que se persiguen con estas pruebas son:

- Esta plataforma pretende probar un modelo atractivo, seguro y ágil para que las pequeñas y medianas empresas puedan obtener financiación, así como para que los inversores puedan acceder a este tipo de inversiones.
- Valorar las posibles alternativas para que los inversores puedan, entre ellos, intercambiar, vender o adquirir *tokens* con la validación de una entidad autorizada a prestar servicios de inversión.
- Analizar el ciclo de vida del préstamo y sus respectivos eventos corporativos a través de la tecnología *blockchain*.

En este proyecto se ha de cumplir con la regulación mercantil y societaria aplicable a la emisión de valores negociables que crean o reconocen deuda. De esta forma, la representación de los derechos de crédito derivados de los préstamos participativos tokenizados se realizará a su vez de forma tradicional fuera de la plataforma, por lo que los derechos de los inversores permanecerán intactos frente a los riesgos descritos.

### **Emisión y custodia de participaciones tokenizadas de un fondo de inversión**

Los promotores han desarrollado una solución basada en la tecnología *blockchain* que tiene por objeto la emisión, suscripción y reembolso de los *tokens*

que representan las participaciones de un fondo de inversión, junto con la infraestructura para realizar la capa de custodia de las claves criptográficas de estos *tokens*.

Se procederá a la creación de un nuevo fondo, que invertirá en participaciones de otro fondo ya gestionado por una gestora. Asimismo, la gestora será el depositario y realizará la custodia de las participaciones emitidas de forma tradicional. También será la encargada de introducir diariamente en la *blockchain* el valor liquidativo y de adjudicar automáticamente las participaciones en las operaciones de suscripción y reembolso. La CNMV contará con un nodo supervisor que, mediante la ejecución de *smart contracts*, le permitirá monitorizar la actividad del fondo.

Las pruebas tienen como objetivo validar el uso de la tecnología de registros distribuidos en algunos de los procesos relativos a la suscripción y reembolso de participaciones de IIC, en concreto:

- Que la llevanza del registro de participaciones se puede realizar de forma efectiva utilizando dicha tecnología.
- Que a través de *smart contracts* se puede gestionar la ejecución de las operaciones de suscripción y reembolso, y coordinarlo con los métodos de liquidación habituales.
- Que el supervisor puede acceder a determinada información sobre las operaciones con las participaciones a través de un *nodo supervisor*.

### ***Realfund***

Los promotores han desarrollado una plataforma que tokenizará un préstamo participativo proporcionando los medios técnicos y jurídicos para la emisión del *token*, el pago de los intereses del préstamo y la devolución del principal al vencimiento de este. La tokenización del préstamo participativo supone la emisión de valores negociables.

El objetivo del préstamo participativo es financiar un sistema relacionado con la comercialización de productos inmobiliarios. Se ofrece a pequeños y medianos inversores la posibilidad de ser remunerados en función de las ventas inmobiliarias que se realicen con este sistema. El inversor recibe una rentabilidad en *stablecoins* que se incrementaría por cada inmueble vendido a través de este sistema.

En concreto, se pretende probar que la emisión de préstamos participativos empleando la tecnología *blockchain* permite que:

- A través de *smart contracts* se pueda restringir la transmisibilidad de los *tokens* a los inversores que hayan sido debidamente registrados en un listado (*whitelist*) con carácter previo al envío de los *tokens* a los respectivos *wallets*.

- A través de *smart contracts* se puedan repartir los intereses a los inversores utilizando una *stablecoin*.

En este proyecto, la representación de los valores negociables que constituyen los préstamos participativos se realiza a la vez de forma tradicional fuera de la *blockchain* y cumpliendo con la regulación mercantil y societaria aplicable a la emisión de valores negociables que crean o reconocen deuda.

### Marco TIBER-ES para la realización de pruebas avanzadas en materia de riesgo tecnológico

RECUADRO 26

TIBER-EU tiene su origen en la supervisión del riesgo tecnológico del sector financiero (su antecedente directo es el marco CBEST implementado en el Reino Unido) y recoge las directrices para la realización de pruebas avanzadas de ciberseguridad, estableciendo el marco para la ejecución de ejercicios de *Red Teaming*, con los siguientes objetivos:

- Determinar cómo las autoridades, entidades y proveedores deben actuar y trabajar conjuntamente.
- Establecer las fases que componen un ejercicio de *Red Teaming* que emule las técnicas y procedimientos de atacantes reales.
- Establecer un marco común para el reconocimiento de los resultados entre distintas autoridades.

Este último aspecto es muy relevante, ya que este marco de ejercicios de ciberseguridad permitiría a las entidades financieras el reconocimiento mutuo de este tipo de pruebas entre autoridades de la Unión Europea que han adoptado TIBER-EU, evitando duplicidades en la supervisión del riesgo tecnológico. De hecho, TIBER-EU nace ante la carencia de ejercicios homogéneos y comparables dentro de la Unión Europea, que permitan que una entidad financiera (originalmente bancos) con presencia en varios países pueda gestionar adecuadamente la realización de estas pruebas.

El marco está diseñado para que sean las autoridades de cada país de la Unión las que decidan adoptarlo y debe designarse a una autoridad propietaria. En el caso de TIBER-ES es el Banco de España, quien, junto con la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, monitorizarán la realización de las pruebas y validarán que se llevan a cabo de acuerdo con los requisitos del marco. Para ello se crea TCT (Tiber Center Team), formado por representantes de las tres autoridades.

La realización de estas pruebas no supone calificar como aprobada o suspensa a la entidad que se haya sometido a ellas, sino mejorar el conocimiento de sus debilidades y fortalezas ante ciberataques e identificar medidas que incrementen su ciberresiliencia. Se trata de un tipo de prueba muy avanzada, superior a los test de penetración o de *hacking ético* específicos o que forman habitualmente parte de una auditoría de seguridad. Requieren, por tanto, de suficiente madurez en este ámbito —ya que las pruebas se realizan sobre los sistemas en producción— y de una importante dedicación de recursos por parte de todos los implicados en la prueba.

De forma resumida, en los ejercicios realizados en el marco de TIBER-EU deberán participar:

- Las autoridades que, a través del TCT, supervisan las pruebas.



- La entidad financiera, que será la responsable de gestionar completamente el test y de asegurar que existen los controles de mitigación de riesgo pertinentes para su realización. Dentro de la entidad habrá dos roles diferentes:
  - *White Team*: un reducido número de personas de la entidad que conocen que el ejercicio se está llevando a cabo y colaboran con el TCT.
  - *Blue Team*: las personas de la entidad que son objeto del ejercicio y cuyas capacidades de prevención, detección y respuesta están siendo puestas a prueba.
- Proveedores externos, que proporcionan información para el diseño del ejercicio y que ejecutan las pruebas. Se establecen dos equipos diferentes, que pueden ser del mismo proveedor o de diferentes, y que interactúan entre sí:
  - *Threat intelligence provider*: analizan los posibles puntos de ataque a la entidad seleccionando los objetivos y adquiriendo la inteligencia necesaria para llevar a cabo los ataques.
  - *Red Team provider*: ejecutan los ataques, sobre la base de la información proporcionada por el *Threat intelligence provider*.

