



RECUADROS

Informe anual CNMV

2022



Índice de recuadros

1	El endurecimiento de la política monetaria y su repercusión en los activos de renta fija	4
2	Los episodios de crisis bancarias que han marcado el comienzo de 2023	7
3	La consolidación de los mercados alternativos: BME Growth y MARF	9
4	Impacto en el registro de SICAV del nuevo régimen fiscal establecido por la Ley del Impuesto sobre Sociedades	14
5	Adaptación al Reglamento europeo de prestadores de servicios de financiación participativa	15
6	Nueva Directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad (CSRD)	16
7	Código de buenas prácticas de inversores	18
8	Índices climáticos y ASG como palanca para favorecer los Objetivos de Desarrollo Sostenible	20
9	Labores de supervisión sobre la actividad en los productos ligados al gas natural y la electricidad compensados por la entidad de contrapartida central a lo largo de la reciente crisis energética y el conflicto en Ucrania	22
10	Medidas para fomentar el atractivo de los mercados de capitales en la UE (<i>Listing Act</i>)	26
11	Obligaciones de información de costes <i>ex post</i> (Informe anual de costes)	31
12	Revisión de la primera fase de la implementación en las IIC de la normativa sobre sostenibilidad	34
13	Ley Crea y Crece	38
14	Circular 3/2022, de 21 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el folleto de las instituciones de inversión colectiva y el registro del documento con los datos fundamentales para el inversor	40
15	Nuevas competencias de la CNMV como autoridad de resolución de entidades de contrapartida central	41
16	Trabajos del FSB en relación con los OEF (<i>open-end funds</i>)	43
17	Programa de Voluntariado: la dimensión social de la actividad de la CNMV	46
18	El mercado de criptoactivos, desarrollo regulatorio y actuación de las autoridades	48
19	El <i>sandbox</i> y las infraestructuras de mercado basadas en DLT	50
20	Nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión	51
21	Encuesta entre inversores y otros usuarios de la información generada por la CNMV	54
22	Actuaciones de educación y protección al inversor en el marco del Plan de Acción contra el Fraude Financiero	56

El endurecimiento de la política monetaria y su repercusión en los activos de renta fija

RECUADRO 1

Las decisiones en materia de política monetaria de los principales bancos centrales del mundo durante 2022 vinieron determinadas por la lucha contra la subida de los precios, circunstancia que se agravó como consecuencia de la crisis energética provocada por la invasión rusa de Ucrania. El Banco de Inglaterra y la Reserva Federal lideraron en un primer momento las alzas de tipos y, en la zona euro, después de que la tasa de inflación se incrementara desde el 5 % hasta más del 8,5 % en la primera mitad del año, el Banco Central Europeo (BCE) efectuó su primera subida en el mes de julio. Durante el segundo semestre de 2022 los aumentos continuaron, pero fueron más atenuados. Con todo, el BCE situaba a final de año el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 2,5 % tras 4 alzas consecutivas¹, su nivel más alto desde 2008, mientras que la Reserva Federal lo dejaba en el rango del 4,25-4,5 % y el Banco de Inglaterra en el 3,5 %.

Los mercados de deuda ya habían anticipado el giro de la política monetaria y desde los primeros meses del año mostraron una tendencia alcista en el rendimiento de los activos, que se intensificó a partir del segundo trimestre. Así, tanto los tipos de la deuda corporativa como los de la deuda pública presentaron alzas en la mayor parte de los tramos de la curva, que llevaron a que los tipos de los plazos más largos alcanzasen su nivel más elevado en más de 5 años². Los tipos de la deuda soberana española alcanzaron un rendimiento en torno al 3 % o superior para todos los plazos de la curva a partir de los 3 años, circunstancia que sucedió también con los tipos de la deuda corporativa, que siguieron una tendencia similar.

El aumento de la rentabilidad exigido por el mercado a los activos de deuda provoca caídas en sus precios. A modo de ejemplo, un bono con vencimiento a 10 años que paga un cupón anual del 1 % sufrirá una pérdida de valor si los tipos se incrementan hasta el 2 %, porque los inversores solo estarán dispuestos a comprar este bono en el mercado secundario si el rendimiento que obtienen es equivalente al 2 % que conseguirían de un bono de nueva emisión. Como consecuencia de ello, el bono que devenga un cupón del 1 % habrá de venderse en el mercado secundario a un precio sustancialmente inferior al de emisión, de modo que el comprador compense el menor cupón recibido con la ganancia obtenida por la diferencia entre su precio de adquisición y el importe que recibirá a su amortización. Además, esta circunstancia es especialmente relevante para aquellos activos con plazos más largos, debido a que la pérdida de rendimiento vía intereses durante más años habrá de compensarse con un menor precio de adquisición. Es decir, la pérdida de valor se incrementa conforme aumenta el plazo de vencimiento del activo. En el caso del bono a 10 años del ejemplo, cada punto porcentual (p.p) de rentabilidad adicional exigida al activo provocaría una pérdida superior al 9 % en su valor de mercado, por lo que, si la rentabilidad exigida por el mercado aumenta en más de 2 p.p., que se corresponde con lo que ocurrió en 2022 en la mayoría de los activos de renta fija, la pérdida de valor se aproxima al 20 %.

El contexto financiero de 2022 hizo que todos los activos de renta fija perdieran valor paulatinamente conforme se elevaban los tipos de interés y aumentaba la rentabilidad exigida por el mercado a los activos de deuda. El cuadro R1.1 refleja la evolución de los rendimientos de la deuda pública y privada española a lo largo del ejercicio 2022 y muestra que en la totalidad de los plazos y tipos de activos se produjeron incrementos en los rendimientos que oscilaron entre los 250 y los 300 puntos básicos (p.b.).

Evolución de la rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo¹

CUADRO R1.1

	dic.-19	dic.-20	dic.-21	mar.-22	jun.-22	sep.-22	dic.-22
Renta fija pública							
3 años	-0,29	-0,53	-0,46	0,20	1,58	2,05	2,54
5 años	-0,06	-0,42	-0,18	0,56	1,99	2,35	2,71
10 años	0,45	0,05	0,43	1,27	2,65	3,00	3,18
Renta fija privada							
3 años	0,20	-0,20	0,12	0,49	1,26	2,15	3,07
5 años	0,23	-0,13	0,13	0,78	1,50	1,94	2,93
10 años	0,79	0,41	0,56	1,46	2,35	3,73	3,11

Fuente: Refinitiv Datastream, Refinitiv Eikon y CNMV. (1) Promedio mensual de datos diarios.

Los datos de la evolución de los tipos muestran que la pérdida de valor en 2022 fue especialmente relevante en el caso de las carteras con una proporción importante de activos de renta fija, siendo además más intensa en aquellas con activos de vencimientos medios más largos. Este sería el caso, por ejemplo, de algunas categorías de fondos de inversión, instituciones sometidas a la supervisión de la CNMV.

Los datos disponibles sobre el rendimiento de estas instituciones durante 2022 muestran que las distintas categorías de fondos de inversión de renta fija presentaron rendimientos negativos³ al menos en los tres primeros trimestres del año. Como se observa en el cuadro R1.2, los rendimientos negativos fueron más intensos en aquellas categorías con vencimientos a plazos más largos como fueron los de renta fija euro y renta fija internacional. En estas dos categorías la rentabilidad negativa en algunos trimestres fue incluso superior al 3 %. Se observa también que en todas las categorías de fondos de renta fija los gestores redujeron el vencimiento medio de las carteras (medido a través de su duración) a lo largo del ejercicio para atenuar las pérdidas como consecuencia de la subida de tipos, pero fue en las de vencimiento más largo en las que acortaron más la duración de la cartera. Los datos de rentabilidad del cuarto trimestre de 2022 fueron algo más positivos debido, en parte, a la perspectiva de ralentización del ritmo de endurecimiento de la política monetaria de los bancos centrales. Con todo, esta perspectiva continúa sometida a un grado de incertidumbre elevado en la fecha de redacción de este informe debido a los episodios puntuales de crisis de algunos bancos tanto en EE. UU. como en Europa en el mes de marzo, que han complicado de forma adicional las decisiones de los bancos centrales.

Rentabilidad de los fondos de inversión por tipo de fondo^{1,2}

CUADRO R1.2

	2021		2022			Duración ³ (IV-21)	Duración ³ (IV-22)
	IV	I	II	III	IV		
Caixabank monetario rendimiento (M)	-0,13	-0,18	-0,34	-0,32	0,26	0,24	0,19
Caixabank Master renta fija deuda pública 3-7 (RFE)	-0,74	-3,39	-2,99	-3,23	-1,73	4,60	4,08
Caixabank Master renta fija deuda pública 1-3 (RFE)	-0,30	-0,85	-1,19	-1,59	-0,77	1,65	1,71
Caixabank Master renta fija privada euro (RFE)	-0,61	-4,39	-6,71	-2,48	1,15	5,48	4,27
Caixabank Master renta fija corto plazo (RFCP)	-0,15	-0,13	-0,29	-0,33	0,16	1,02	0,75

Fuente: CNMV. (1) Fondos que superan los 3.000 millones de euros de patrimonio. En total, su patrimonio asciende (dic.-22) a 21.336 millones, lo que representa un 21,6 % del total de estas 4 vocaciones y el 6,9 % del total de FI. (2) Rentabilidades trimestrales ponderadas por patrimonio medio. (3) Duración modificada media ponderada de la cartera de renta fija.

- 1 El BCE subió los tipos 75 p.b. en las reuniones del Consejo de Gobierno de septiembre y octubre, así como 50 p.b. en las de julio y diciembre.
- 2 En el caso de la deuda española, los tipos a 10 años alcanzaron su nivel más alto desde el segundo semestre de 2014, mientras que en el caso de la deuda alemana se situaron en valores no observados desde el primer semestre del mismo ejercicio.
- 3 Los fondos de inversión de renta fija a medio y largo plazo fueron unas de las categorías de fondos que presentaron peor evolución y rendimiento durante el ejercicio 2022.

Los episodios de crisis bancarias que han marcado el comienzo de 2023

RECUADRO 2

A principios de marzo de 2023, salieron a la luz problemas de liquidez y solvencia en varios bancos regionales y de tamaño mediano en EE. UU., y posteriormente en un banco en Suiza, que dieron lugar a un episodio de turbulencias en los mercados financieros internacionales, con descensos significativos de las cotizaciones, sobre todo en el sector bancario, y repuntes de la volatilidad. Los índices sectoriales de los bancos llegaron a presentar retrocesos notables (de entre un 14 % y un 25 %¹) en pocos días.

En primer lugar, se produjo la resolución del Silicon Valley Bank (SVB) y el Signature Bank (SB), que fueron puestos bajo el control de la Corporación Federal de Seguros de Depósitos (FDIC), y con posterioridad se conocieron los problemas del First Republic Bank (que fue finalmente adquirido por JP Morgan), todos ellos radicados en EE. UU. A mediados de mes, se desplomó la cotización del banco europeo Credit Suisse, que, finalmente, fue adquirido por UBS, tras la intervención de las autoridades suizas, que apoyaron la adquisición. Por último, la desconfianza también afectó puntualmente al banco Deutsche Bank, algo que ya había ocurrido en el pasado y que se reflejó en el aumento de la cotización del CDS² de la entidad. La caída de la cotización de estos bancos desde diciembre de 2022 hasta el momento en que perdieron la confianza en 2023 osciló entre el 32,9 % (de Credit Suisse) y el 97,6 % (de Signature Bank).

Estos colapsos o desconfianzas sobre determinados bancos han tenido orígenes diversos. Por una parte, en EE. UU. estos estuvieron relacionados principalmente con la materialización del riesgo de tipo de interés en sus carteras de renta fija, tras el fuerte incremento de los tipos de interés. La relajación regulatoria de los bancos no sistémicos y las deficiencias en la gestión de las instituciones, así como de la propia supervisión, parecen estar detrás de estos episodios. Cabe señalar también que el pasivo de estas entidades presentaba una exposición significativa al sector de la tecnología, con una elevada concentración de depósitos corporativos de empresas tecnológicas que, ante los síntomas de debilidad de los bancos, retiraron rápidamente los depósitos, lo que amplificó los desequilibrios y la desconfianza sobre las entidades a pesar de las medidas anunciadas por las autoridades estadounidenses. En el caso de Credit Suisse, la entidad arrastraba problemas de gestión y de reestructuración de su modelo de negocio, en particular en la parte de banca de inversión, que acentuaron la pérdida de confianza de los depositantes en la entidad.

Un elemento particular que sirvió de catalizador de la crisis bancaria estuvo relacionado con el alto grado de digitalización de los inversores, que, en casos de gran incertidumbre, permite expandir con rapidez la información mediante las redes sociales y acelerar las retiradas de depósitos de los bancos (lo que puede dar lugar a situaciones de *pánicos bancarios*), dada la actual facilidad para realizar operaciones en remoto. En EE. UU. se observó, además, que parte de las retiradas de depósitos bancarios fueron destinadas a la adquisición de fondos monetarios, pues en ocasiones se perciben como sustitutos de estos activos.

En el ámbito europeo uno de los elementos de incertidumbre más importantes se originó con el tratamiento de los CoCos de Credit Suisse como resultado de la operación de adquisición, que se interpretó como una alteración del orden de prelación teóricamente establecido si estuviera en un marco de resolución (según el cual la deuda de carácter más subordinado no debería asumir pérdidas antes que el capital). Ello generó una perturbación importante en el mercado de estos activos, hasta que las autoridades europeas (el Banco Central Europeo [BCE], la Autoridad Bancaria Europea [EBA] y la Junta Única de Resolución [SRB]) reiteraron las condiciones de absorción de pérdidas de estos activos en la zona euro.

Ante las primeras señales de debilidad, la respuesta de las distintas autoridades supervisoras y reguladoras fue rápida y decidida, aunque no exenta de crítica por la naturaleza y el alcance de algunas de las medidas adoptadas (por ejemplo, la ampliación de la cobertura del fondo de garantía de depósitos a todos los depósitos sin limitación en el caso de los EE. UU.) y consiguió limitar el alcance de la crisis, que se situó en niveles muy alejados a los de otras crisis bancarias previas.

Posiblemente, uno de los efectos más importante de estos episodios de crisis haya sido el endurecimiento de las condiciones de financiación de los bancos, que podría repercutir negativamente en la oferta de crédito en el futuro. La percepción que existe, por el momento, es que no se trata de una crisis generalizada, sino de alcance limitado. Sin embargo, estas situaciones han generado un poso de desconfianza entre los agentes y pueden dar lugar a nuevos episodios de turbulencias si se conocieran vulnerabilidades en otras entidades. Asimismo, se están realizando análisis en diferentes foros internacionales con el fin de reflexionar sobre la conveniencia de revisar la regulación bancaria a escala global. La evaluación de los riesgos asociados a estos episodios se deberá hacer tanto en el ámbito bancario como en el no bancario, si bien en este último no se han observado, por el momento, vulnerabilidades relevantes asociadas a esta crisis. En Europa cabe destacar, además, en materia de regulación, que está pendiente la traslación a la normativa comunitaria del último eslabón de la reforma regulatoria bancaria internacional, conocida como Basilea III.

- 1 Las caídas del sector bancario a lo largo del mes de marzo llegaron a alcanzar el 14 % en el caso del índice europeo Stoxx 600 Banks, y se ampliaron hasta el 19 % y el 25 % en el caso de los índices estadounidenses Dow Jones Banks y Nasdaq Banks (con mayor peso de bancos regionales y de tamaño mediano), respectivamente.
- 2 La cotización del CDS de Deutsche Bank se duplicó en pocas sesiones hasta situarse, tras el rescate de Credit Suisse, en 204 p.b., su nivel más elevado en los últimos 5 años.

Europa y, particularmente, España se caracterizan por ser economías en las que las pequeñas y medianas empresas constituyen la base más importante del tejido empresarial¹. Este menor tamaño relativo suele ser un impedimento para que estas compañías accedan a la financiación a través de los mercados de capitales y, por ello, suelen recurrir a la financiación bancaria prácticamente de forma exclusiva². Esta circunstancia las hace más vulnerables en términos financieros, pues son dependientes de la oferta de crédito y de la salud de las entidades financieras. Como acertadamente se indica en la justificación de la Unión de los Mercados de Capitales, una financiación *monocultivo* genera un tejido empresarial más frágil a perturbaciones en esa única fuente y las economías europeas (y española) deben avanzar hacia la diversificación, lo cual implica necesariamente asignar una mayor importancia al mercado. Además, actualmente el coste del capital está aumentando menos que el coste de la financiación bancaria, por lo que la posibilidad de financiarse en los mercados y no solamente por la vía bancaria contribuiría a reducir los costes de financiación y favorecería la eficiencia y rentabilidad de las empresas.

En este sentido, cabe recordar también que la crisis financiera de 2008, relacionada con importantes problemas en el sector bancario, puso de manifiesto las dificultades de estas compañías para obtener financiación en estas situaciones de restricción del canal bancario tradicional. Con el objetivo de que las empresas de menor tamaño puedan acceder a un conjunto amplio de inversores y captar financiación y recursos a medio y largo plazo para sus proyectos, en los últimos años se han desarrollado distintos mercados a nivel internacional orientados específicamente a ellas³.

Estos mercados alternativos están diseñados específicamente para este tipo de compañías, al contar tanto con unos procesos como con unos costes más reducidos adaptados a sus características específicas, en un entorno de regulación más flexible. Suele ser habitual que tengan un modelo de contratación y un régimen de comunicación de información específicos que toman en consideración las singularidades de estas empresas. Las competencias de supervisión de las autoridades nacionales también suelen ser menores que las que tienen respecto de los mercados regulados. En el caso de la CNMV, por ejemplo, estas competencias se reducen a la supervisión del abuso de mercado, no existiendo ninguna en relación con los estados financieros.

En una primera etapa surgieron los mercados alternativos⁴ de renta variable, entre ellos el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) —actualmente denominado BME Growth—, que fue creado por BME en 2008. Posteriormente se desarrollaron los mercados alternativos de renta fija como el español MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija), creado en 2013. Este recuadro describe la evolución de ambos mercados alternativos en España.

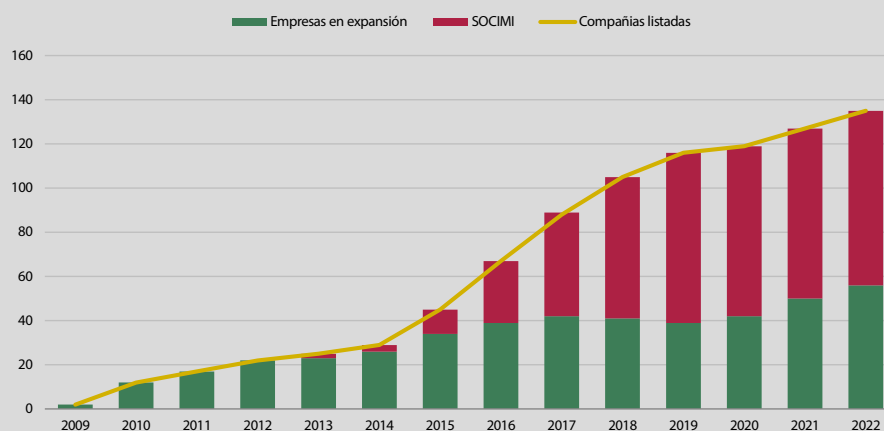
El MAB comenzó su operativa en julio de 2009 con 2 empresas. Desde entonces más de 170 compañías de distintos sectores y actividad se han incorporado a él. Al cierre de 2022 contaba con 135 sociedades registradas, de las que 56 eran empresas en expansión y 79 eran sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI), que acumulaban una capitalización superior a 20.600 millones de euros. El mercado está dirigido a empresas

de cualquier sector, aunque la mayoría de las sociedades cotizadas corresponde a los sectores de la tecnología, la salud, la biotecnología, las telecomunicaciones, la ingeniería y las energías renovables. Desde su creación ha atravesado distintos periodos de luces y sombras, con una etapa de notable expansión desde su creación hasta el año 2015, cuando las dificultades de algunas de las empresas cotizadas⁵ en él generaron incertidumbre entre los inversores y provocaron altibajos en el mercado que lastraron su proceso de crecimiento y consolidación. En este contexto se produjeron algunos casos de éxito —como el de algunas sociedades que consiguieron dar el salto al mercado regulado⁶—, pero también acontecieron experiencias negativas, con salidas de empresas del mercado. La creación de un segmento específico para las SOCIMI a partir de finales de 2013 contribuyó a dar cierta estabilidad al mercado en un escenario de crecimiento del mercado inmobiliario y de los operadores del sector.

A finales de 2020, tras recibir el reconocimiento como *SME Growth Market*⁷ conforme a la regulación europea, el MAB se transformó en BME Growth, lo que dio un impulso al mercado, que vive un nuevo periodo de expansión favorecido por la recuperación de la confianza de los inversores y su interés por compañías de sectores novedosos, así como por la necesidad de las empresas —especialmente de los sectores más innovadores, como la tecnología y las energías renovables— de contar con recursos que ayuden a financiar sus planes de crecimiento. Como se ha señalado anteriormente, este mercado incluye a empresas en expansión y SOCIMI. Las primeras han formado parte del mercado desde su puesta en marcha y su número fue creciendo progresivamente hasta que en 2013 se incorporaron las segundas y pasaron a liderar el crecimiento del mercado al amparo de ciertas ventajas fiscales y de la regulación⁸, que obliga a estas entidades a cotizar en alguno de los mercados reconocidos por la normativa. Así, en pocos años el número de estas últimas superó el de las primeras y continuaron liderando la expansión del mercado por las dificultades financieras que afectaron a partir de 2015 a algunas empresas en expansión, lo que ralentizó tanto el interés de los inversores como de las empresas de este tipo por participar en el mercado (véanse gráficos R3.1 y R3.2).

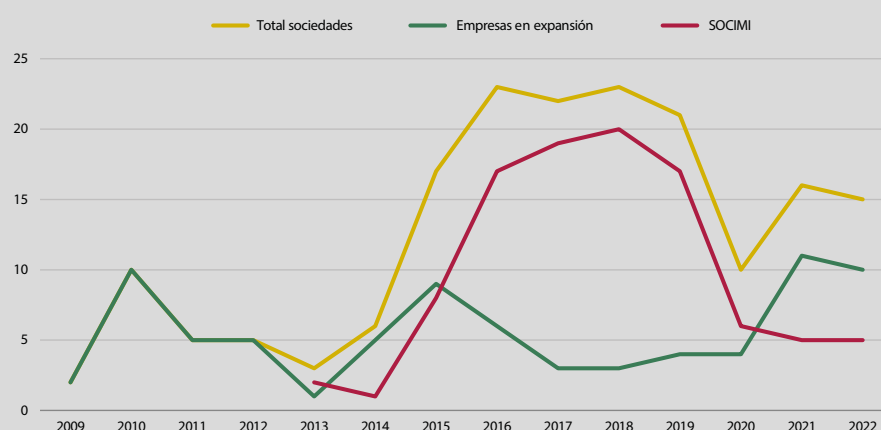
Empresas cotizadas en BME Growth por tipo (2009-2022)

GRÁFICO R3.1



Fuente: BME. Datos anuales de número de empresas.

Empresas incorporadas a BME Growth por tipo (2009-2022) GRÁFICO R3.2



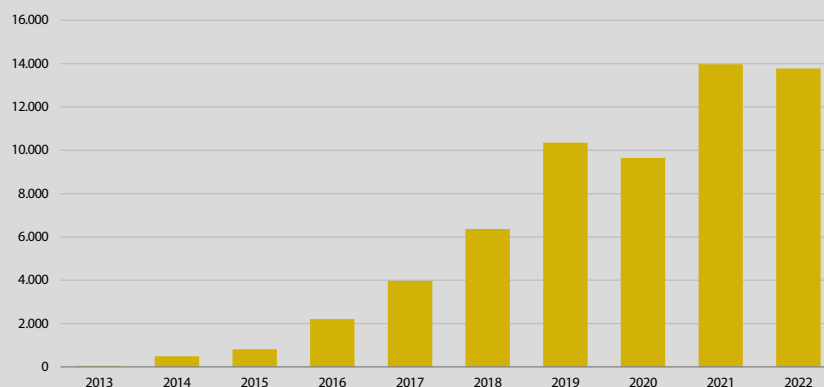
Fuente: BME. Datos anuales del número de empresas.

Por su parte, el MARF inició su actividad en octubre de 2013, en plena crisis financiera, con el objetivo de facilitar a las pymes un mecanismo de financiación alternativo a la financiación bancaria tradicional mediante la emisión de títulos de deuda. El MARF surge como una iniciativa del Ministerio de Economía para facilitar la financiación a las pymes españolas, siguiendo la línea de los mercados de este tipo existentes en otros países europeos, dentro del marco del Memorándum de Entendimiento (MoU) del programa de asistencia al sector financiero español, que estableció la necesidad de fomentar la intermediación financiera no bancaria. Desde su creación, este mercado ha permitido canalizar más de 60.000 millones de euros en recursos financieros a más de 150 emisores de distintos sectores, tamaño y origen a través de diferentes instrumentos de deuda como pagarés, bonos y bonos de titulización. También se incluyen los bonos verdes o de proyecto.

El mercado tuvo un arranque relativamente lento⁹ en plena crisis crediticia, con más de la mitad de sus emisiones orientadas a deuda a medio plazo, pero a partir de 2016 comenzó a mostrar un dinamismo mayor con la incorporación de numerosas emisiones de pagarés que, desde entonces, no han dejado de crecer y representan más de las tres cuartas partes del importe emitido en el mercado. En 2019 el importe emitido total ya superó los 10.000 millones de euros y en los últimos 2 ejercicios alcanzó valores cercanos a 14.000 millones de euros anuales, de los que más de 10.000 correspondieron a pagarés (véase gráfico R3.3). Así, este mercado se ha convertido en una importante fuente de financiación del circulante para sus emisores, que incluyen empresas de distinto tamaño, tanto grandes compañías como El Corte Inglés o Gestamp, como empresas medianas como Pikolin o La Sirena. También se aprecia una gran variedad en cuanto a los sectores de las empresas que emiten, en contraste con lo que se observa en los mercados tradicionales de deuda, donde predominan las entidades financieras y las grandes compañías de los sectores de la energía, los servicios públicos y la construcción.

Volumen emitido en el MARF (2013-2022)

GRÁFICO R3.3



Fuente: CNMV. Datos anuales en millones de euros.

A pesar de ser un mercado joven, con menos de una década de existencia, los datos corroboran su éxito como mecanismo de financiación flexible y útil para las pymes, pero también como una interesante opción de inversión para inversores cualificados, por lo que es de esperar que su crecimiento continúe en los próximos años como parte del proceso de desintermediación financiera que contribuya a facilitar la financiación de las compañías, pero también su crecimiento y a hacerlas menos dependientes de la financiación bancaria. Asimismo, aunque su peso relativo respecto a los pagarés es aún pequeño, cada vez son más notables las emisiones de otros tipos de instrumentos en el mercado.

Desde la creación del MAB en 2008 hasta el actual BME Growth, al que se unió el MARF en 2013, ambos mercados han pasado por distintas etapas hasta llegar al periodo de consolidación y posterior expansión en que se encuentran en la actualidad. No cabe duda de que ambos mercados se han convertido en una fuente de financiación y recursos relevante para un número significativo de empresas, al permitirles llevar a cabo sus proyectos de crecimiento. Además, las perspectivas de ambos parecen prometedoras, teniendo en cuenta el elevado número de pymes presentes en nuestro país, lo que sin duda contribuirá a su desarrollo. Así lo pone de manifiesto la experiencia de otros mercados alternativos europeos como el británico o los de los países nórdicos.

- 1 En la Unión Europea más del 99,5 % de las compañías son pymes (o bien cuentan con menos de 250 trabajadores y tienen un volumen de negocio inferior a 50 millones de euros, o bien tienen un tamaño de balance que no supera los 43 millones de euros). Estas compañías generan en torno al 66 % del empleo y el 57 % del VAB. En España, este fenómeno es algo más acusado en términos de proporción de compañías y contribución al VAB, con un 99,9 % y un 62 % del PIB respectivamente (emplean a 6 de cada 10 trabajadores).
- 2 La financiación que obtienen habitualmente es por cantidades limitadas a corto y medio plazo e implica la aportación de garantías.
- 3 Este tipo de mercados se caracterizan por contar tanto con unos procesos como con unos costes más reducidos, en el marco de una regulación más flexible al amparo de la Directiva MiFID II. Además, cuentan con inversores institucionales, que tienen un mayor conocimiento de las necesidades y los desafíos a los que se enfrentan las pymes.

- 4 El primer mercado alternativo en Europa fue el Alternative Investment Market (AIM), creado por la bolsa de Londres en 1995, mientras que el primer mercado de este tipo específico para la renta fija fue el denominado Nordic ABM creado por la bolsa de Oslo en 2005.
- 5 Como el fraude de la compañía Gowex o la desaparición de Bodaclick, Diario Negocio y Vousse, (Clínicas Hedonai), así como las dificultades de Zinkia, algunas de las empresas más relevantes en los primeros años de la creación del mercado.
- 6 Como fueron los casos de MásMóvil, Grenergy Renovables, Airtificial Intelligence Structures y Atrys Health.
- 7 MIFID II introduce esta nueva categoría de mercados en el marco de la Unión de los Mercados de Capitales con el objetivo de facilitar la financiación de empresas de menor tamaño para facilitar su crecimiento mediante su presencia en los mercados financieros.
- 8 La Ley 26/2012 obliga a las SOCIMI a cotizar en un mercado regulado o SMN español o europeo en los dos años siguientes de alcanzar esta condición.
- 9 La primera emisión de deuda en este mercado correspondió a la constructora Copasa, que colocó 50 millones de euros en bonos a 7 años en diciembre de 2013.

Impacto en el registro de SICAV del nuevo régimen fiscal establecido por la Ley del Impuesto sobre Sociedades

RECUADRO 4

La Ley 11/2021, de 9 de julio, de medidas de prevención y lucha contra el fraude fiscal modificó la Ley del Impuesto sobre Sociedades (LIS) para imponer a las sociedades de inversión de capital variable (SICAV) mayores requisitos para acceder a la tributación del 1 % sobre los beneficios, al exigir para la determinación del número mínimo de 100 accionistas que se computen exclusivamente aquellos con una participación mínima de 2.500 euros (o 12.500 euros en el caso de SICAV por compartimentos), considerando el valor liquidativo en la fecha de adquisición y debiendo cumplir este requisito durante al menos las tres cuartas partes del periodo impositivo.

Asimismo, la ley estableció un régimen transitorio para aquellas SICAV que decidieran disolverse y liquidarse en el ejercicio 2022. Esto permite a los socios diferir la tributación por las rentas generadas por la liquidación, siempre que lleven a cabo los trámites mercantiles necesarios para su cancelación registral antes del 30 de junio de 2023 y reinviertan el total de la cuota de liquidación en otras instituciones de inversión colectiva antes del 31 de julio de 2023.

En 2022 se dieron de baja de los registros de la CNMV 1.190 SICAV, que representan el 52,2 % del total de las sociedades que estaban inscritas en diciembre de 2021. Es previsible que continúen produciéndose solicitudes de baja durante el primer semestre del año 2023, dado que el plazo establecido por la normativa fiscal para la cancelación registral finaliza el próximo 30 de junio. En este sentido, y de acuerdo con los hechos relevantes comunicados por las correspondientes gestoras sobre las decisiones adoptadas o que previsiblemente adoptarán los órganos decisorios de las SICAV, se estima que solo se mantendrán en el registro unas 445, de las cuales 358 podrían seguir tributando al 1 %, y que 87 tributarían al tipo común del impuesto sobre sociedades, al no poder cumplir con las nuevas exigencias.

El Reglamento Delegado (UE) 2022/1988 de la Comisión, de 12 de julio de 2022, prorrogó el periodo transitorio previsto en el artículo 48 del Reglamento (UE) 2020/1503, cuya finalización estaba inicialmente fijada para el 10 de noviembre de 2022, de modo que se permite a los proveedores autorizados de conformidad con el derecho nacional que puedan seguir prestando servicios de financiación participativa, dentro del ámbito nacional, hasta el 10 de noviembre de 2023.

En este contexto, la CNMV durante 2022 autorizó la adaptación al reglamento europeo de seis plataformas de financiación participativa que en su día fueron autorizadas conforme a la normativa española (Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial). De estas, dos finalizaron todo el proceso de adaptación en 2022 y otras tres lo hicieron en enero de 2023.

A lo largo de 2022 se continuó con los desarrollos normativos que complementan el Reglamento 2020/1503. En este sentido, el 8 de noviembre se publicaron nueve reglamentos delegados y cuatro reglamentos de ejecución de la Comisión. Estos reglamentos proporcionan mayor detalle sobre la forma en la que los proveedores deberán cumplir con los requisitos para ejercer la actividad, desarrollando aspectos concretos sobre la documentación que deben presentar en el proceso de autorización; sobre cómo evitar o resolver los conflictos de intereses; sobre la realización de la prueba de conocimientos y capacidad de soportar pérdidas para inversores no experimentados; sobre la metodología para calcular la tasa de impago de los préstamos ofrecidos por la plataforma, o sobre el procedimiento para tramitar las reclamaciones.

Aún está pendiente de publicación un reglamento delegado relativo a las normas técnicas de regulación sobre calificación crediticia y determinación de precios, evaluación del riesgo crediticio y requisitos de gestión de riesgos, en el que se especificará la información que los proveedores de servicios de financiación participativa deben proporcionar a los inversores.

Por otra parte, el 29 de septiembre se publicó la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas, que, entre otros aspectos, deroga el título V de la Ley 5/2015 sobre el régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa, sustituyéndolo por uno nuevo. Este nuevo desarrollo normativo remite al reglamento europeo y determina que la CNMV será la autoridad nacional competente responsable de desempeñar las funciones y obligaciones previstas en dicho reglamento. Asimismo, desarrolla la figura de las plataformas de financiación participativa no armonizadas por el derecho de la Unión Europea, que son aquellas enfocadas a proyectos que superen los 5 millones de euros o a proyectos de consumo, servicios de financiación participativa que, en ambos casos, el reglamento europeo excluye de su ámbito de aplicación. La ley también contempla la posibilidad de que tanto los proveedores de servicios de financiación participativa como las plataformas no armonizadas utilicen mecanismos para agrupar inversores, cuestión demandada por el sector.

Nueva Directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad (CSRD)

RECUADRO 6

El 16 de diciembre de 2022 se publicó en el *Diario Oficial de la Unión Europea (DOUE)* la Directiva (UE) 2022/2464 sobre información corporativa en materia de sostenibilidad¹ (CSRD), que refuerza las normas vigentes en materia de divulgación de información no financiera contenidas en la Directiva sobre información no financiera (NFRD).

La nueva directiva amplía tanto el número de entidades obligadas a reportar información sobre sostenibilidad² como su contenido, que deberá tomar como referencia las normas europeas de información en materia de sostenibilidad. Además, requiere que dicha información se presente en formato electrónico en una sección específica del informe de gestión y sea verificada por un proveedor de servicios de aseguramiento independiente³. Esta directiva entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *DOUE*⁴, momento a partir del cual los Estados miembros disponen de 18 meses para incorporarla a su ordenamiento jurídico interno.

Normas europeas de información sobre sostenibilidad

El Grupo Consultivo Europeo en materia de Información Financiera (EFRAG, por sus siglas en inglés) envió un primer conjunto de borradores de las normas europeas de información en materia de Sostenibilidad (ESRS o *European Sustainability Reporting Standards*) a la Comisión Europea el 15 de noviembre de 2022, cuya aprobación definitiva como acto delegado se estima que tendrá lugar a mediados de 2023, para comenzar a aplicarse en 2025 sobre el ejercicio 2024.

Estándares en materia de sostenibilidad

CUADRO R6.1

Publicados		Pendientes de publicación
Estándares transversales		Específicos por sector
ESRS 1 Principios generales		Adaptados a pymes
ESRS 2 Desgloses generales		Adaptados a empresas no UE afectadas por CSRD
Estándares temáticos independientes del sector		
Medio ambiente	Sociales	Gobierno
ESRS E1 Cambio climático	ESRS S1 Fuerza laboral propia	ESRS G1 Conducta empresarial
ESRS E2 Contaminación	ESRS S2 Trabajadores en la cadena de valor	
ESRS E3 Agua y recursos marinos	ESRS S3 Comunidades afectadas	
ESRS E4 Biodiversidad y ecosistemas	ESRS S4 Consumidores y usuarios finales	
ESRS E5 Uso de recursos y economía circular		

Fuente: CNMV.

Tal y como puede apreciarse en el cuadro R6.1, este primer conjunto de 12 borradores consta de 2 estándares transversales aplicables a todos los asuntos de sostenibilidad y 10 normas temáticas específicas: 5 sobre medio ambiente, 4 sobre temas sociales y 1 sobre gobernanza.

Está prevista la publicación de estándares sectoriales⁵ y específicos para pymes⁶ y entidades de terceros países que excedan determinados umbrales, si bien dichos documentos aún no han sido sometidos al proceso de consulta pública.

Las normas ESRS requieren facilitar la información relevante sobre los impactos, riesgos y oportunidades relacionados con la sostenibilidad, identificados a través de un análisis de **dobles materialidad**, pudiendo omitirse cierta información cuando esta no se considere relevante⁷. En su elaboración se han tomado en consideración otras iniciativas europeas e internacionales sobre informes de sostenibilidad⁸, con el fin de reducir los costes de preparación de las compañías que empleen distintos marcos.

El siguiente cuadro muestra las fechas de aplicación de la nueva Directiva CSRD y primer conjunto de normas ESRS:

Calendario de aplicación de la Directiva CSRD

CUADRO R6.2

¿Cuándo?	¿Quién?
En 2025 sobre el ejercicio 2024	Compañías sujetas a la Directiva actual (NFRD)
En 2026 sobre el ejercicio 2025	Grandes compañías actualmente no sujetas a NFRD (+250 empleados y/o facturación de 40 M € y/o activos totales de 20 M €)
En 2027 sobre el ejercicio 2026	Pymes cotizadas ¹ (excepto microempresas), entidades de crédito pequeñas y no complejas y empresas de seguro y reaseguro cautivas
En 2029 sobre el ejercicio 2028	Empresas no europeas que generen una facturación de 150 M € en la UE y tengan una filial o sucursal en la UE que supere determinados umbrales
En 2025 sobre el ejercicio 2024	Adaptados a pymes
En 2025 sobre el ejercicio 2024	Adaptados a pymes

Fuente: CNMV. (1) Posibilidad de optar por diferir la obligación hasta 2028.

1 EUR-Lex - 32022L2464 - EN - EUR-Lex (europa.eu).

2 Según datos que baraja la Unión Europea, casi 50.000 empresas de la UE se verán afectadas por esta normativa, frente a las 11.700 compañías actualmente sujetas a la NFRD.

3 Lo que ya era requerido en España por la Ley 11/2018.

4 Esto es, el 5 de enero de 2023.

5 Por ejemplo: agricultura, carbón, petróleo, gas, transporte por carretera, textil o alimentación y bebidas.

6 Para las pymes se desarrollarán unas normas separadas y proporcionadas que, si la sociedad no cotiza, serán de adopción voluntaria.

7 La ESRS 1 requiere que las empresas sujetas divulguen cierta información con independencia de su materialidad, incluyendo la información sobre gobernanza, estrategia, gestión de impactos, riesgos y oportunidades, y métricas y objetivos relacionados con el cambio climático.

8 Como los de International Sustainability Standards Board (ISSB), Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) y Global Reporting Initiative (GRI).

Código de buenas prácticas de inversores

RECUADRO 7

La CNMV inició en 2021 los trabajos preparatorios para la elaboración de un Código de buenas prácticas para fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas. Con la colaboración un grupo de expertos constituido a tal efecto, se elaboró un borrador de Código, que se sometió a consulta pública entre el 24 de junio y el 16 de septiembre de 2022. El texto definitivo fue aprobado el 22 de febrero de 2023.

Los aspectos más relevantes del código son los siguientes:

Ámbito de aplicación

El código está dirigido a los inversores, incluidos los inversores institucionales y los gestores de activos, con sede en España, aunque nada impide la aplicación voluntaria de los principios del Código por parte de las entidades anteriores que tengan su sede fuera de España.

A efectos de este Código, por inversores institucionales se entienden las compañías de seguros y reaseguro de vida y los fondos de pensiones de empleo. Sin embargo, dado su carácter voluntario, se contempla la posibilidad de que otras entidades (compañías de seguro y reaseguros del ramo no vida, fondos de pensiones distintos de los de empleo y las sociedades gestoras de los fondos de pensiones, sociedades *holding* o de cartera, grupos familiares y otros inversores privados u otras entidades similares) puedan asimismo adherirse al Código si así lo consideran.

Dentro de los proveedores de servicios se ha limitado la aplicabilidad del código a los asesores de voto, al menos en un primer momento.

Estructura del Código

El Código cuenta con 7 principios, que abarcan aspectos tales como: la necesidad de invertir y contar con una estrategia y orientación a largo plazo, para lo que es necesario revisar y actualizar las prácticas y estructuras internas de gobierno; la importancia de alcanzar un conocimiento adecuado y seguimiento de las empresas en las que se invierte; el desarrollo y publicidad de la política de implicación; el ejercicio del derecho de voto; la transparencia anual de las actuaciones de implicación y voto realizadas en el ejercicio anterior; la gestión de conflictos de intereses, y la política retributiva.

Adicionalmente, a continuación de cada principio se incluye un texto explicativo sobre el alcance y las expectativas de ese principio y, cuando resulta aplicable, sobre cómo se aplicaría el principio de proporcionalidad. Este texto no tiene carácter prescriptivo, sino que trata de facilitar la aplicación de cada principio, atendiendo a las particulares circunstancias de cada inversor, gestor o asesor de voto, y teniendo en consideración la finalidad y espíritu de cada principio.

Criterio de proporcionalidad

El Código contiene una serie de elementos para facilitar la adhesión de entidades de menor tamaño, escala o complejidad, o para modular el alcance y naturaleza de las obligaciones de cualquier entidad, con independencia de su tamaño, en función de la naturaleza y magnitud absoluta y relativa de sus inversiones, o en función del tamaño, complejidad y recursos de las entidades en las que inviertan.

Voluntariedad

El Código plantea un enfoque de principios en materia de implicación con las sociedades en las que los adherentes invierten y sobre su exposición a los riesgos de sostenibilidad.

La adhesión al Código es voluntaria. No obstante, las entidades que hayan decidido adherirse voluntariamente a él deberán indicar en su informe anual cómo han aplicado los distintos principios del Código en el ejercicio anterior, bajo el criterio de proporcionalidad y teniendo en consideración, por consiguiente, sus particulares condiciones y circunstancias.

Se considera relevante que las entidades que, voluntariamente, hayan decidido adherirse al Código se comprometan a aplicar todos y cada uno de sus principios. Esto es, el Código adopta el modelo «aplicar y explicar».

Régimen transitorio

Dada la novedad del Código en el mercado español, se ha optado por establecer un periodo transitorio de tres años, que finalizará el 23 de febrero de 2026, durante el cual las entidades que decidan adherirse a él podrán aplicar el principio «cumplir o explicar» en su informe anual, indicando qué principios han aplicado y cuáles no, y, en ese caso, explicar de manera adecuada las razones por las que han decidido no seguir alguno de ellos durante el ejercicio sobre el que se reporta.

No obstante, se considera que el principio 6, relativo a la política de gestión de conflictos de intereses, debe aplicarse desde el inicio, por ser consustancial con la operativa de cualquier inversor o gestor.

Las entidades que decidan acogerse al periodo transitorio deberán mostrar un compromiso público de aplicar todos los principios al cabo del periodo transitorio, para lo que deberán publicar, en el momento de la adhesión, un plan y un calendario concreto de adaptación, explicando anualmente el grado de avance en cada uno de los tres ejercicios.

Los inversores, gestores y asesores de voto que así lo deseen podrán adherirse al Código mediante un escrito dirigido a la CNMV. En la página web de la CNMV se publicará una relación de todas las entidades adheridas y un enlace a la página web de cada entidad, en la que deberán tener publicadas, de forma visible y clara, sus políticas de implicación y de voto, así como el resto de información necesaria para poder cumplir con el Código.

Índices climáticos y ASG como palanca para favorecer los Objetivos de Desarrollo Sostenible

RECUADRO 8

Los índices de referencia son un instrumento cada vez más utilizado por la industria financiera y de gestión de activos para alinear los objetivos de inversión y la selección de activos, así como para la medición y seguimiento de su comportamiento, lo que les confiere un claro protagonismo como impulsores de la movilización de recursos financieros hacia una economía más sostenible.

A través de estas funciones, se convierten en palanca clave de un círculo virtuoso que alinea a la comunidad de inversores con las consideraciones de sostenibilidad a largo plazo, favoreciendo la asunción de dichos objetivos por parte de las empresas de la economía real, que se ven incentivadas a incorporar la sostenibilidad en su negocio y estrategia y a mejorar su transparencia al respecto, lo que les permite acceder a los índices y facilita su financiación en los mercados.

Por ello, la oferta de índices no ha dejado de crecer, especialmente impulsada en los últimos años por la creación de índices que toman en consideración factores ambientales, sociales o de gobernanza (en adelante, ASG). Según datos de la Index Industry Association, los índices de sostenibilidad —aquellos que integran de alguna manera factores ASG en su construcción— crecieron a nivel global un 55 % durante 2022, con los índices ASG de renta fija a la cabeza¹.

En reconocimiento de este papel, la regulación europea sobre índices de referencia se modificó en 2019 para crear dos nuevas etiquetas de índices que consideran la huella de carbono de los activos componentes —los índices de transición climática de la Unión Europea (CTB) y los índices de la Unión Europea alineados con el Acuerdo de París (PAB)—, así como para mejorar y armonizar el nivel de transparencia de los índices que consideran o que persiguen objetivos relacionados con factores ASG.

Tras más de tres años desde su aprobación, se ha observado que las incoherencias entre los Reglamentos de Taxonomía, Divulgación (SFDR) e índices de referencia (BMR) suponen una importante limitación para el uso de índices climáticos en productos sujetos a SFDR. Al tiempo, el rápido crecimiento y la amplia variedad de índices disponibles en el mercado también han dado lugar a preocupaciones sobre posibles prácticas de blanqueo ecológico o blanqueo sostenible.

Por ello, las instituciones europeas tienen previsto avanzar en la implementación de la taxonomía y de estándares de divulgación armonizados para que las obligaciones de transparencia de los índices sean congruentes con las de los proveedores de productos de inversión. También se está considerando la introducción de una nueva etiqueta para índices de referencia que podría o bien abarcar todos los factores ASG o bien desarrollarse como índices temáticos, como complemento a las etiquetas actuales de índices climáticos, con un nivel de ambición progresivo que facilite la viabilidad y eficacia de estas herramientas.

La mejora de la regulación de los propios índices, la introducción de estándares de supervisión comunes y la definición de respuestas supervisoras efectivas para asegurar una divulgación ASG coherente y comparable por parte de los administradores también contribuirá a la reducción de las prácticas, conscientes o inconscientes, relacionadas con el blanqueo ASG.

Si bien los avances en los últimos años han sido notables en materia de regulación, especialmente en la Unión Europea, que se sitúa como jurisdicción líder en esta materia, todavía queda camino por recorrer para lograr que las herramientas disponibles para facilitar el acceso a la financiación de la transición sean realmente eficaces.

1 Index Industry Association (2022). Sixth Annual Index Industry Association Benchmark Survey Reveals Continuing Record Breaking ESG Growth, Multi-Asset Expansion by Index Providers Globally. 1 de noviembre.

Labores de supervisión sobre la actividad en los productos ligados al gas natural y la electricidad compensados por la entidad de contrapartida central a lo largo de la reciente crisis energética y el conflicto en Ucrania

RECUADRO 9

Impacto de la crisis energética y el conflicto en Ucrania en las entidades de contrapartida central (ECC)

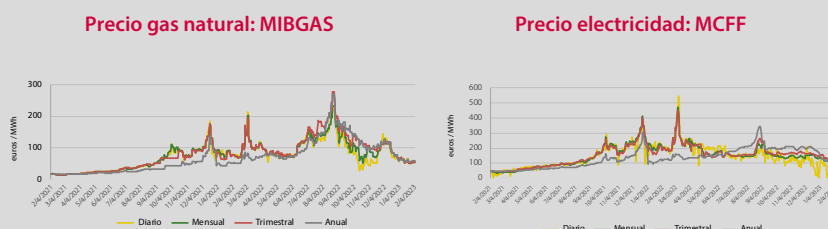
BME Clearing compensa en el segmento de la energía varios tipos de contratos (futuros, *swaps*) ligados al precio de la electricidad y del gas natural negociados en MEFF y OTC respectivamente, con plazos de vencimiento diarios, mensuales, trimestrales y anuales (y en el caso del gas natural, también de temporada). Los contratos sobre electricidad suponen aproximadamente el 80 % de la posición abierta del segmento (20 % los del gas natural), tomando datos medios del año 2022.

En 2021 los precios de las materias primas y la energía experimentaron un incremento continuado, en parte debido a los reajustes en la oferta y la demanda tras la pandemia del COVID-19 y también a las medidas tomadas para desincentivar el uso de las tecnologías más contaminantes en la producción de electricidad. Esta tendencia se agravó con la invasión de Ucrania por parte de Rusia y la guerra subsiguiente a principios de 2022, en particular, tras el encarecimiento significativo de las materias primas básicas para la producción de energía como son el gas o el petróleo, de las que Rusia es uno de los mayores productores mundiales, lo que ocasionó, además, una mayor volatilidad de los precios.

Bajo esas circunstancias, los precios de los contratos compensados por BME Clearing siguieron una trayectoria claramente ascendente durante el año 2022, sobre todo en el primer trimestre por el inicio del conflicto, aunque también se produjo un repunte muy significativo a finales del mes de agosto, que, en el caso de algunos contratos, especialmente de gas natural, rebasaron los precios máximos registrados hasta entonces.

Electricidad y gas natural españoles: precios de referencia de los principales vencimientos

GRÁFICO R9.1



Fuente: MIBGAS (gas natural) y MEFF (electricidad).

Así, los precios de los contratos sobre electricidad española llegaron a alcanzar durante 2022 niveles hasta aproximadamente 8 veces los registrados al cierre de 2020. En los contratos de gas natural se produjo una situación parecida. Durante los primeros días de la invasión de Ucrania sufrieron un incremento repentino, llegando a cotizar en niveles 9-10 veces superiores a los del cierre de 2020 y alcanzando en agosto de 2022 casi 15 veces el precio de cierre de 2020.

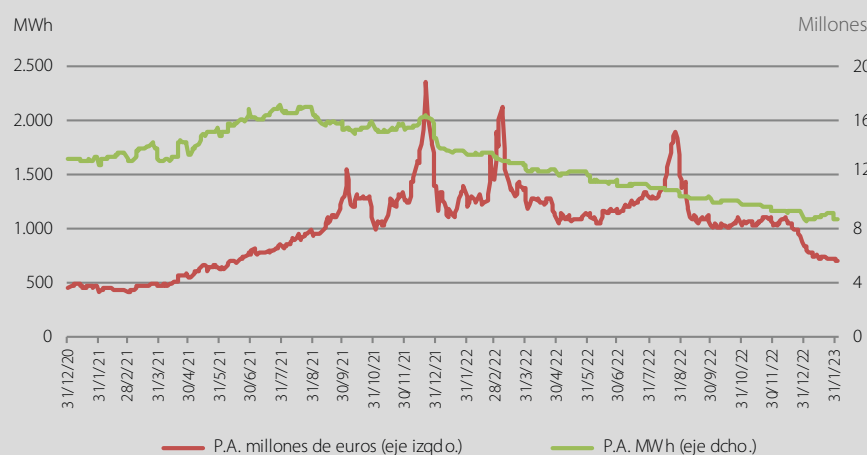
Durante todo este periodo de incertidumbre y especialmente a principios de año, las ECC de la Unión Europea, por medio de sus correspondientes organismos supervisores, comunicaron a sus respectivos colegios, de los que la CNMV forma parte, sus procedimientos de gestión de riesgos ante el entorno de volatilidad, así como el impacto en peticiones de garantías y resultados de las pruebas de validación de los modelos. No hubo incidentes relevantes durante todo el periodo.

Supervisión de BME Clearing y evolución de los requerimientos de garantías

Desde antes de comenzar el año 2022, la ECC había activado diversos mecanismos de protección adicionales en el segmento de la energía que ya estaban vigentes durante la invasión de Ucrania, si bien desde ese momento fueron reforzados o ampliados.

No se produjeron incidencias en el depósito de garantías por parte de los miembros, ni debidas al incremento de las garantías de posición al cierre de sesión por el incremento de la volatilidad registrada en los precios ni debidas al incremento de solicitudes intradía o extraordinarias. De hecho, algunos miembros depositaron excesos de garantía o garantías de refuerzo por iniciativa propia a fin de reducir la carga operativa ante potenciales requerimientos extraordinarios. La posición abierta en términos de la energía a entregar (MWh) mostró una tendencia decreciente a lo largo de 2022.

Evolución de la posición abierta en el segmento de la energía GRÁFICO R9.2



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BME Clearing.

Ante este escenario de precios en aumento y alta volatilidad, las garantías del segmento de la energía aumentaron de forma muy considerable. Nótese que las ECC han de calibrar su marco de gestión de riesgos de manera que se consiga un punto de equilibrio entre estos objetivos:

- Cumplimiento de las normas de EMIR en términos de requerimientos mínimos de cobertura.
- Mantenimiento de un nivel de garantías que sean conservadoras y lo más estables posible para no generar requerimientos extraordinarios que puedan ocasionar tensiones de liquidez o potenciales incumplimientos.
- Nivel razonable de mutualización de las pérdidas (uso de recursos de los miembros no incumplidores).
- Cumplimiento del grado de apetito por el riesgo establecido por la ECC, considerando los demás riesgos.

La CNMV considera que el equilibrio alcanzado por BME Clearing en el alineamiento de todos estos elementos, teniendo en cuenta la volatilidad de los precios de la energía, ha sido adecuado.

Impacto de la *excepción ibérica*

En junio de 2022 entró en vigor, por un periodo de 12 meses, la normativa bajo la cual la fórmula de cálculo de casación de los precios diarios de electricidad en MIBEL (en España y Portugal) incluía un tope a los precios del gas para la casación (entre 40 y 50 euros/MWh). Ante este nuevo escenario, la CNMV mantuvo una línea de comunicación muy activa con BME Clearing para anticipar los impactos de la medida. Finalmente, el mercado ibérico ha registrado niveles de precios y de volatilidad inferiores a los observados en otros mercados europeos.

Tensiones de liquidez en los participantes no financieros y admisión de avales bancarios

Si bien la tendencia fue hacia la moderación de la volatilidad, existió un repunte muy relevante a finales de agosto, que desencadenó requerimientos extraordinarios en las ECC europeas en general. Este hecho avivó las discusiones que ya habían tenido lugar en anteriores ocasiones sobre el impacto que el depósito de garantías tenía sobre los participantes no financieros en los mercados de la energía. Así, la Comisión Europea instó a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) a evaluar una batería de medidas destinadas a aliviar dichas tensiones, entre las que se incluyó la flexibilización de los criterios de admisión de colateral por parte de las ECC, en concreto, permitir temporalmente a los miembros compensadores que no fuesen entidades financieras la posibilidad de depositar avales bancarios no totalmente respaldados por garantías reales como colateral, bajo determinadas circunstancias. Esta propuesta fue finalmente aprobada, mediante el Reglamento Delegado 2022/2311, permitiéndose hasta noviembre de 2023 el

depósito de dichos avales bancarios como colateral. Sin embargo, esa posibilidad se restringe a los miembros compensadores, lo cual hace que en mercados con un modelo de compensación indirecta, como el español, la medida tenga efectos casi imperceptibles.

Actuaciones regulatorias en marcha

El 22 de diciembre de 2022 se publicó el Reglamento 2022/2578 con el objetivo de introducir un mecanismo conocido como *Market Correction Mechanism* (MCM), que limitará los precios a los que se podrán negociar los contratos de gas natural con referencia *title transfer facility* (TTF) en mercados regulados. La medida entró en vigor el 15 de febrero de 2023 y la CNMV ya ha iniciado las actuaciones de seguimiento correspondientes, en coordinación con ESMA y otras autoridades.

Medidas para fomentar el atractivo de los mercados de capitales en la Unión Europea (*Listing Act*)

RECUADRO 10

En el marco del objetivo fundamental de la Unión de los Mercados de Capitales (UMC) de mejorar el acceso a fuentes de financiación alternativas a la financiación bancaria para las empresas de la Unión Europea (UE), entre noviembre de 2021 y febrero de 2022 la Comisión Europea realizó una consulta pública, basada en un proyecto de norma conocida como *Listing Act*¹, sobre cómo aumentar el atractivo de los mercados de capitales para las empresas en la UE y, en especial, facilitar su acceso a las pequeñas y medianas empresas (pymes). La consulta versaba sobre la modificación de varias normas vigentes: el Reglamento sobre el folleto², el Reglamento sobre abuso de mercado³ (o MAR), la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (o MiFID II⁴) y la Directiva de admisión a cotización⁵, además de sobre otras posibles áreas de mejora en materia de acciones con derecho de voto múltiple, gobierno corporativo y SPAC⁶.

Tomando en consideración los resultados de esta consulta pública y otras iniciativas de la Comisión en esta materia, en particular para las pymes⁷, el 7 de diciembre de 2022 la Comisión publicó dos propuestas normativas que afectan tanto al mercado primario como al secundario de valores: i) una propuesta de reglamento⁸ para modificar el Reglamento sobre el folleto, el MAR y el MiFIR⁹, y ii) una propuesta de directiva¹⁰ para modificar MiFID II y derogar la Directiva de admisión a cotización. El objetivo general de esta iniciativa es introducir ajustes en el marco normativo de la UE con el fin de reducir los costes regulatorios y de cumplimiento para las empresas que deseen cotizar o que ya coticen, con vistas a racionalizar el proceso, garantizando al mismo tiempo un nivel adecuado de protección de los inversores y de integridad del mercado. A continuación se describen las principales modificaciones propuestas:

Reforma del mercado primario

- **Ampliar los supuestos de ofertas públicas de valores y admisiones a negociación en mercados regulados exentas de la obligación de aprobar y publicar previamente un folleto.**

Por una parte, se propone un umbral único en toda la UE por el que ofertas públicas de hasta 12 millones de euros quedarían exentas de la obligación de folleto, frente a la discrecionalidad actualmente existente, según la cual cada Estado miembro puede fijar un umbral entre 1 y 8 millones de euros.

Por otra parte, para valores fungibles con valores ya admitidos a cotización, se incluyen nuevos supuestos de exención, en determinadas condiciones, del requisito del folleto de oferta y de admisión en mercados regulados. El efecto principal de esta medida se traduciría en que muchas emisiones secundarias quedarían exentas de folleto y, en algunos casos, bastaría con la publicación de un documento resumen de diez páginas no sujeto a la aprobación de la autoridad competente nacional. Esta excepción se justifica por el hecho de que las emisiones secundarias perte-

necen a emisores que ya tienen valores cotizados en un mercado regulado (y que, por tanto, ya están sujetos al cumplimiento de determinadas obligaciones de reporte de información).

- **Suprimir los modelos de folletos simplificados del vigente Reglamento sobre el folleto** (el folleto para las emisiones secundarias, folleto de la Unión de crecimiento y el ya extinguido folleto de la Unión de recuperación). En su lugar, se crea: i) un nuevo modelo de folleto estandarizado y más simplificado llamado folleto de la Unión de seguimiento (*EU Follow-on Prospectus*), destinado básicamente a aquellas emisiones secundarias que no estén exentas de la obligación de folleto, y ii) el documento de emisión de la Unión de crecimiento (*EU Growth Issuance Document*).
- **Armonizar los folletos que se aprueben en la UE**, entre otras cuestiones, en materia de: i) idioma (a opción del emisor, los folletos se podrán elaborar únicamente en inglés como lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales, excepto la nota de síntesis) y se publicarán solo en formato electrónico; ii) orden y contenido (introduce un orden predeterminado, estandariza el contenido y convierte la incorporación por referencia en un requisito legal), y iii) longitud, de manera que los folletos de acciones tendrán una longitud máxima de 300 páginas (excluyendo nota de síntesis, información incorporada por referencia y posible información proforma), 50 páginas en el caso del tipo *EU Follow-on* y 75 el *EU Growth Issuance Document*.
 - **Revisar algunas disposiciones sobre el examen y la aprobación de folletos por las autoridades nacionales competentes (ANC)**, con el fin de fomentar la convergencia y la racionalización del proceso.
 - **Modificar el régimen de equivalencia aplicable a los folletos de terceros países** para que puedan ser aceptados en la UE.

Por otra parte, la Comisión Europea ha acordado una propuesta de directiva que deroga la Directiva de admisión a cotización, con objeto de racionalizar y aclarar los requisitos de la admisión a cotización de acciones en mercados regulados de la UE, integrándolos en MiFID II. La propuesta pretende permitir una mayor flexibilidad a los emisores, reduciendo el requisito de capital flotante mínimo del 25 % al 10 % y manteniendo sin cambios el requisito de capitalización bursátil mínima de 1 millón de euros.

Reforma del régimen de abuso de mercado

- **Eliminación de ciertos supuestos de obligación de publicar información privilegiada (procesos por etapas)** y aclaración de los tipos de información y del momento en el que la información debe ser diseminada.

En los casos de procesos prolongados en el tiempo mediante etapas, se propone que la obligación de difundir información privilegiada del artículo 17.1 del MAR no alcance a las etapas intermedias del proceso, sino solamente al evento final o que resulta completado al final del proceso.

No se propone modificar la noción de información privilegiada del artículo 7 del MAR. De esta forma, la prohibición de uso o transmisión de información privilegiada del artículo 14 del MAR seguiría afectando a las etapas intermedias del proceso. Consecuentemente, los emisores deberían mantener la confidencialidad de la información durante sus distintas etapas hasta el momento de la difusión de la información al final de dicho proceso. En el caso de producirse una filtración, los emisores estarían obligados a difundir inmediatamente la información privilegiada que se haya desvelado.

Adicionalmente a la reforma de los procesos por etapas, la propuesta habilitaría a la Comisión Europea para elaborar mediante un acto delegado una **lista no exhaustiva de informaciones privilegiadas** que el emisor estaría obligado a difundir en cumplimiento del artículo 17 del MAR, con una indicación del momento en el que se espera que se produzca su difusión.

- **Aclaración de las condiciones bajo las cuales los emisores pueden decidir el retraso de la difusión de información privilegiada** y modificación del momento en el que el emisor debe notificar el retraso a la autoridad competente.

La propuesta implicaría una modificación del artículo 17.4 del MAR, reemplazando la actual condición general de que el retraso no sea engañoso para los inversores por una lista de condiciones específicas que debe satisfacer la información privilegiada cuya difusión se pretende retrasar. Además, se propone adelantar el momento en el que el retraso debe notificarse a la autoridad; tras la reforma, la notificación debería producirse cuando el emisor adopta la decisión de retrasar la publicación, lo cual no implica que la autoridad deba autorizar el retraso.

- **Modificaciones relativas a los procesos de prospección de mercado previos a una colocación de valores.**

Se propone que la entidad que va a llevar a cabo la colocación evalúe si considera que la información a transmitir a los potenciales inversores constituye información privilegiada. Dicha decisión y su motivación deberán documentarse. Los requisitos del régimen de prospección establecidos en el artículo 11 del MAR se configurarían como una opción para la entidad que comunica la información sobre la colocación prevista; si esta entidad elige cumplir con el régimen, la prospección de mercado se beneficiará de un puerto seguro.

- **Reforma del régimen de listas de iniciados para todos los emisores** en línea con el objetivo de reducción de cargas administrativas del Reglamento (EU) 2019/2115.

La propuesta implicaría modificar el artículo 18 del MAR, de tal forma que se requeriría a todos los emisores crear y mantener solamente una lista de iniciados permanentes; es decir, que incluyera a todas las personas con acceso regular a información privilegiada debido a sus funciones o posición en el emisor. Sin embargo, los terceros que actúan por

cuenta del emisor como auditores, abogados, agencias de calificación, etc., deberían crear, actualizar y aportar a las autoridades competentes (bajo su requerimiento) sus propias listas de iniciados siguiendo las pautas del actual artículo 18 del MAR.

No obstante lo anterior, para los emisores cuyos instrumentos financieros hubieran estado admitidos a negociación en un mercado regulado durante al menos cinco años, los Estados miembros tendrían la posibilidad de requerir la elaboración de una lista de iniciados específica para cada evento u operación que se califique como información privilegiada (sistema actual).

— **Elevación del umbral de notificaciones de operaciones de las personas con responsabilidades de dirección (PRD) y de sus vínculos estrechos y ampliación de las excepciones a la prohibición de operar en periodo restringido.**

Se propone modificar el artículo 19 del MAR, incrementando el umbral de efectivo de las transacciones a partir del cual es aplicable la obligación de notificación (pasaría de 5.000 a 20.000 euros). Se faculta a los Estados miembros a incrementar dicho umbral, de 20.000 a 50.000 euros. Finalmente, se propone incluir en las excepciones a la prohibición de negociación de los PDMR¹¹ en los periodos cerrados los paquetes retributivos de instrumentos financieros distintos a las acciones y las transacciones en las que el PDMR no toma la decisión de inversión.

Reforma del régimen de pymes

Dentro de la iniciativa *Listing Act* también se proponen una serie de medidas dirigidas a pymes, que se articulan a través de modificaciones de MiFID II. Entre las que resultan más importantes estarían las que tienen que ver con la posibilidad de agrupar costes (*re-bundling*) de ejecución y análisis financiero (*research*) respecto a la actividad sobre emisores cuya capitalización no supere los 10.000 millones de euros (frente al actual de 1.000 millones de euros) y la regulación del análisis patrocinado por los propios emisores.

Estado del proceso legislativo

A finales de enero de 2023 empezaron las reuniones del grupo del Consejo de la UE para preparar sus propuestas. Los objetivos de esta reforma estarían alineados con las líneas estratégicas de la CNMV, una de las cuales es el impulso de los mercados de valores españoles. No obstante, la CNMV comparte la preocupación de ESMA (expresada a los legisladores en una carta pública en marzo de 2023) sobre la reforma de las listas de iniciados, que podría generar riesgos muy relevantes. Como es habitual, a lo largo del proceso de elaboración de las normas referidas, la CNMV colaborará de forma activa, ofreciendo su asistencia técnica a la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional.

- 1 *Targeted consultation on the listing act: making public capital markets more attractive for EU companies and facilitating access to capital for SMEs.*
- 2 Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE.
- 3 Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el 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.
- 4 Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.
- 5 Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores.
- 6 *Special purpose acquisition companies.*
- 7 Como el Informe final del Grupo de Expertos Técnicos Interesados sobre Pymes (Technical Expert Stakeholder Group on SMEs, TESG) de mayo de 2021: *Empowering EU capital markets for SMEs - Making listing cool again.*
- 8 Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifican los Reglamentos (UE) 2017/1129, (UE) n.º 596/2014 y (UE) n.º 600/2014 para hacer que los mercados de capitales públicos de la Unión resulten más atractivos para las empresas y para facilitar el acceso al capital a las pequeñas y medianas empresas.
- 9 Reglamento relativo a los mercados de instrumentos financieros o MiFIR, Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.
- 10 Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE para hacer que los mercados de capitales públicos de la Unión resulten más atractivos para las sociedades y para facilitar el acceso al capital a las pequeñas y medianas empresas y se deroga la Directiva 2001/34/CE.
- 11 *Person discharging managerial responsibilities.*

Durante 2022, la CNMV participó en una **actuación conjunta de supervisión (*common supervisory action*)** coordinada por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) sobre las **obligaciones de divulgación de información *ex post* sobre costes y gastos a los clientes de una muestra de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión**, en el contexto de la regulación MiFID. Este tipo de actuaciones conjuntas de supervisión, que se realizan periódicamente desde hace varios años, promueven la convergencia supervisora y la protección de los inversores en la Unión. En esta ocasión el objetivo del trabajo consistió en la revisión de los informes anuales de costes enviados a los clientes y se analizó tanto el diseño del informe como la existencia de procedimientos que permitan la identificación de los costes incurridos por los clientes en el año. Las principales conclusiones del trabajo para las entidades españolas analizadas fueron las siguientes:

- No se han observado retrasos relevantes en el envío del informe anual.
- Los informes incluyen, en términos generales, los datos mínimos indicados en la norma (coste total, costes agregados de productos y de servicios, y pagos percibidos de terceros, todo ello en euros y porcentaje). Solo en un caso el informe era claramente deficiente por incluir solo los costes del servicio, pero no los costes del producto ni todos los incentivos. En algunos casos se requirió a las entidades ajustes en los modelos de los informes por incidencias como no realizar un sumatorio o cifra total de costes, no incluir todos los conceptos en el total o no agregar los costes de productos y de servicios por separado.
- En relación con el grado de desgloses y detalles adicionales, la mayor parte de las entidades optaron por aportar algún desglose adicional en los modelos enviados de forma general a los clientes (detalles por conceptos de coste, por familias, o incluso por instrumentos). Si bien la norma deja a las entidades flexibilidad para diseñar sus modelos, destaca la importancia de facilitar datos agregados para que el cliente pueda comprender el coste total. Facilitar un volumen elevado de datos, sin que lo demande el cliente, puede dar lugar a una sobrecarga de información para muchos de ellos. En este caso, para mejorar la claridad de los informes, se recuerda que se debe priorizar la información agregada, situándola al principio del documento y presentándola de forma destacada.
- Sobre pagos percibidos de terceros (incentivos), en general, los informes desglosan por separado estos pagos, tal como exige la norma, pero la forma de presentarlos puede resultar confusa en algunos casos. Así, mientras que algunas entidades descuentan los importes que perciben de las gestoras de los costes cargados al fondo, para mostrarlos como un concepto diferenciado, otras entidades han optado por presentarlos como parte del coste del producto y, además, de forma separada como pago percibido de terceros.

Dado que la norma no prescribe un formato específico, las entidades pueden optar por varios modelos de presentación, pero deben asegurarse de cumplir el requisito de informar por separado de los costes que corresponden al producto y de los que corresponden al servicio que prestan. Por tanto, en los casos en que las entidades opten por mostrar los incentivos como parte del coste de producto, debe incluirse una indicación al cliente de que esta cifra incluye importes percibidos por la entidad en remuneración por los servicios que le presta de forma suficientemente clara y visible en el lugar correspondiente (no basta con una nota de texto al final del documento). Asimismo, debe asegurarse que los incentivos percibidos se incluyan, en todo caso, en la cifra total de costes.

- En relación con la ilustración del impacto de los costes en la rentabilidad, la mayoría de las entidades incluye algún tipo de información al respecto, pero se observaron algunos casos en los que no cumplía con este requisito y ciertas incidencias en las cifras mostradas que afectaban a la comparabilidad de los datos de costes y rentabilidad. Por ejemplo, periodos no comparables (al mostrar la rentabilidad del año natural de un instrumento cuando los costes se refieren a un periodo menor) o datos no referidos al mismo conjunto de instrumentos (incluyendo la rentabilidad de instrumentos no MiFID que tenga el cliente, por ejemplo), así como algunos errores en la forma de calcular la rentabilidad. Además, para permitir la comparación con la cifra total de costes, es necesario que la rentabilidad se presente de forma agregada para el conjunto de posiciones del cliente.

En relación con la identificación de los costes incurridos, se encontraron errores en algunas entidades por no incluir ciertos costes: por ejemplo, no incluir los costes de los productos sin saldo a final del año, no incluir ciertos costes de los fondos de inversión (costes de transacción, comisión de resultados o costes de producto en ETF), o un defecto especialmente destacable, como es no incluir el coste de conversión de divisa en algunos tipos de operaciones (por ejemplo, en operaciones con IIC en divisa o en clientes con cuentas en divisa).

Se encontraron también, en algunos casos, deficiencias en los procedimientos de identificación de costes implícitos, por informar solo de los márgenes cobrados por la entidad, con un impacto relevante en el caso de los bonos estructurados en algunas entidades. Esta deficiencia también podría afectar a instrumentos de renta fija no estructurada, para los que generalmente las entidades no consideran la posibilidad de que existan costes incluidos en el precio ofertado por las contrapartidas o en el precio de ejecución en mercado. Se ha observado que las entidades han realizado esfuerzos en los últimos años para determinar el valor razonable del instrumento financiero que permite calcular los costes implícitos. No obstante, a estos efectos, debe recordarse que la subcontratación de esta tarea no asegura por sí sola el debido cumplimiento de las obligaciones y que la entidad debe asumir la responsabilidad de los resultados de la tarea delegada, así como realizar las comprobaciones pertinentes de la metodología empleada.

Otros errores observados incluyen no sumar el IVA en el coste de los servicios o errores en los cálculos de datos en porcentaje.

A la vista de las incidencias observadas, la CNMV ha instado a las entidades a reforzar los controles definidos para verificar la calidad de los datos, considerándose recomendable, en particular, realizar una revisión en profundidad de una muestra de informes antes del envío general para descartar errores¹.

1 Esta actuación no ha concluido en ESMA. Se encuentra pendiente la valoración de la información remitida por las distintas autoridades nacionales y la decisión sobre las actuaciones a llevar a cabo.

Revisión de la primera fase de la implementación en las IIC de la normativa sobre sostenibilidad

RECUADRO 12

En marzo de 2021 entró en vigor el Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (en adelante, SFDR), que obliga a los participantes en los mercados financieros (entre ellos, las gestoras de fondos de inversión) y a los asesores financieros a difundir determinada información relativa a riesgos y factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) al adoptar sus decisiones de inversión y asesoramiento. Para los participantes en los mercados, dicho reglamento establece obligaciones de transparencia tanto a nivel de entidad como a nivel de producto financiero (entre otros, los fondos de inversión).

En línea con lo previsto en el Plan de actividades para el año 2022, la CNMV ha llevado a cabo una revisión de los fondos que promueven características ASG (conocidos como fondos del artículo 8 de SFDR) y de los fondos con un objetivo de inversión sostenible (conocidos como fondos del artículo 9 de SFDR), lo que constituye una primera fase del análisis supervisor sobre esta materia en el ámbito de los fondos de inversión.

Para los productos financieros, SFDR recoge obligaciones de transparencia en relación con la información precontractual y periódica que deben facilitar, así como la que debe figurar en la página web de las entidades. En este contexto, el análisis de la CNMV se ha centrado en revisar el contenido de las páginas web de todas las gestoras de fondos de los artículos 8 y 9, así como el contenido de su informe de gestión referido a 2021 (publicado en abril de 2022), evaluándose también la congruencia entre las carteras de los fondos analizados y la información de su folleto y web. El análisis se ha realizado para una muestra de fondos de los artículos 8 y 9 registrados en marzo de 2022.

Características de los fondos del artículo 8. En general, se observa que las características ASG promovidas, así como los criterios valorativos para la selección de inversiones, están descritos de manera demasiado genérica y poco precisa (lucha contra el cambio climático, respeto de los derechos humanos, diversidad de género, seguridad y salud de los empleados, etc.), salvo en determinados fondos considerados *temáticos*, por lo que es deseable por parte de las gestoras un mayor nivel de precisión, claridad y concreción de las características ASG que promoverá el fondo, al ser relevante a efectos de poder medir su consecución. De hecho, el anexo sobre sostenibilidad del folleto (obligatorio desde el 1 de enero de 2023, fecha de la entrada en vigor del Reglamento Delegado 2022/1288 de SFDR) debe detallar los indicadores de sostenibilidad empleados para medir la consecución de cada una de las características ASG promovidas.

Por lo que se refiere a la selección de inversiones, además de los criterios financieros, las gestoras establecen criterios de selección extrafinancieros, tanto excluyentes como valorativos. Respecto de los criterios excluyentes, en general se suelen aplicar políticas de exclusión, con diferentes matices y concreción, con el objetivo de eliminar o reducir el universo de inversión de uno o más sectores controvertidos como el tabaco, las armas, el alcohol, el juego, etc., si bien en numerosas ocasiones se complementa con exclusiones de sectores relacionados con los combustibles fósiles que pueden afectar negativamente al medioambiente, con diferentes niveles de ambición según la gestora.

Respecto de las **metodologías e indicadores de sostenibilidad para medir la consecución de las características ASG promovidas**, además de los criterios de exclusión, para la **renta variable**, un 93 % de las gestoras se ha decantado por las calificaciones ASG (*ratings* ASG) otorgados por terceras entidades, de las cuales un 69 % establece un *rating* mínimo exigible para la selección de activos (estrategia *best in class*). Por lo que se refiere a la **inversión en renta fija privada**, una parte se corresponde con deuda *verde* o *social* y el resto se ha regido por los mismos criterios que la renta variable. **La inversión en deuda pública** se realiza, en unos casos, con base en *ratings* ASG para Estados de distintas agencias y, en otros, teniendo en cuenta las puntuaciones obtenidas en determinados índices (como el índice de desarrollo humano de Naciones Unidas) o *ratings* internos elaborados por las gestoras a partir de indicadores del Banco Mundial, la Organización de las Naciones Unidas (ONU) y otros organismos internacionales.

Las estrategias anteriores se encuentran en línea con las señaladas por la Comisión Europea en su documento de preguntas y respuestas de 14 de julio de 2021, en el que subraya que SFDR no establece criterios o umbrales mínimos de aplicación ni tampoco estrategias o metodologías aptas. Adicionalmente, si bien la norma no exige un porcentaje mínimo de inversiones para alcanzar las características ASG, cuatro quintas partes de la muestra de fondos analizada establecen un porcentaje del 50 %, y una quinta parte establece porcentajes entre el 70 % y el 90 %.

Características de los fondos del artículo 9. El 86 % de los fondos españoles registrados conforme al artículo 9 establecía los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de la ONU como criterio de selección de inversiones y solo un 25 % seleccionaba los ODS concretos en los que deseaba tener un impacto positivo, refiriéndose el resto de los fondos a los 17 ODS de manera genérica. En este sentido, **sería deseable un mayor nivel de concreción que identificara los ODS y las metas de estos más relevantes en los que se desee repercutir, y a través de qué indicadores o métricas, a la hora de seleccionar las inversiones**, teniendo en cuenta que, en general, los emisores reportan con métricas y parámetros sobre los ODS concretos en los que impactan en mayor medida, sin cuantificar el resto.

La transparencia en la web. De acuerdo con el artículo 10 de SFDR, para cada uno de los fondos de los artículos 8 y 9, sus gestoras deben facilitar en la web una descripción de las características ASG (fondos del artículo 8) y objetivo de inversión sostenible (fondos del artículo 9), las metodologías para evaluar

y medir dichas características ASG o el impacto de las inversiones sostenibles, así como los criterios de selección de los activos, indicadores de sostenibilidad y proveedores de datos.

En el análisis realizado se observó que la información publicada en la web es mejorable, dado que solo un 30 % de las gestoras incluía toda la información. En la mayoría de las gestoras con incidencias faltaba información sobre la metodología utilizada y los proveedores de datos y, en ocasiones, no facilitaban información sobre el resto de los aspectos, si bien estos se encuentran en el folleto publicado en la web de la gestora.

En este sentido, debe clarificarse que **las entidades deben publicar de manera separada todos los apartados de la web que recoge el Reglamento Delegado de SFDR**, incluso las eventuales duplicidades con el anexo del folleto. Asimismo, **se considera recomendable identificar a los proveedores en los supuestos en que la gestora utilice de forma relevante las métricas, puntuaciones, scores o ratings** ofrecidos por un determinado proveedor de datos. Asimismo, **las gestoras que empleen metodologías propias** para evaluar y medir las características medioambientales y sociales promovidas o los objetivos de inversión sostenibles **deberán detallar los aspectos fundamentales de dichas metodologías**.

Respecto de los fondos que empleen como criterio de selección de inversiones los ODS, se recomienda un nivel de detalle suficiente sobre su metodología que permita comprender su implementación y posterior reporte en el informe anual, incluyendo algún ejemplo que facilite su comprensión.

La transparencia del informe anual. La información revisada estaba referida al ejercicio 2021, momento en el que la única norma aplicable era SFDR, que incluye poca concreción al respecto, ya que para los fondos del artículo 8 únicamente señala que debe informarse acerca del grado en que se han cumplido las características ASG y para los del artículo 9, del impacto global en relación con la sostenibilidad mediante indicadores de sostenibilidad.

A este respecto hay que destacar que con la entrada en vigor el 1 de enero de 2023 del Reglamento Delegado de SFDR, la información sobre sostenibilidad referida al ejercicio 2022, que se publicará en abril de 2023, pasa a ser más detallada, debiendo facilitarse en el anexo sobre sostenibilidad del informe anual (que acompañará a las cuentas anuales). En este sentido, se ha remitido a las gestoras un escrito para comunicarles el especial interés supervisor en relación con determinados aspectos de dicho anexo.

En el análisis realizado, se ha observado que los *ratings* emitidos por algunas agencias están diseñados para comparar compañías dentro del mismo sector, mientras que otros permiten una comparación tanto intra como intersectorial. Lo anterior tiene implicaciones en la forma de presentar el comportamiento de los indicadores de sostenibilidad en el informe anual, dado que, en caso de emplear *ratings* intrasector, la CNMV **no considera adecuado ofrecer un rating medio a nivel cartera, sino que debería desagregarse por sectores/actividades económicas/industrias**. Adicionalmente, se considera ade-

cuando que la información sobre *ratings* ASG se presente también desglosada en los correspondientes pilares ambiental, social y de gobernanza. Por tanto, se resalta la importancia de que las entidades se aseguren de la forma idónea de mostrar el comportamiento de los *ratings* ASG cuando sean elegidos como indicadores de sostenibilidad, con el fin de que la información ofrecida al inversor sea significativa y coherente.

Análisis de la coherencia de las carteras con la información incluida en el folleto y la web. En la revisión realizada no se detectaron incoherencias relevantes entre la cartera real y la información en el folleto y la web de los fondos analizados, por lo que puede concluirse que la parte de la cartera que promueve características ASG o que realiza inversiones sostenibles cumple los criterios e «indicadores de sostenibilidad» (*ratings* ASG en su mayoría) previstos en el folleto y la web.

Próximas actuaciones supervisoras en el área de sostenibilidad. La CNMV participará en el diseño y realización de la acción supervisora común (*common supervisory action*) de ESMA sobre sostenibilidad en instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS) y fondos de inversión alternativa (FIA) tal y como figura en el Plan de actividades de 2023, sin perjuicio de la posibilidad de complementarlo con los análisis domésticos puntuales que procedan.

Ley Crea y Crece

RECUADRO 13

El capítulo VI de la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas (Ley Crea y Crece) introduce un conjunto de reformas que buscan impulsar y mejorar la inversión colectiva y el capital riesgo en España. Las principales novedades son las siguientes:

En la Ley de capital riesgo (Ley 22/2014) se crea un nuevo tipo de vehículo cerrado, las entidades de inversión colectiva cerrada de préstamos, cuyo objeto principal consiste en la inversión en facturas, préstamos, crédito y efectos comerciales de uso habitual en el ámbito del tráfico mercantil. Asimismo, se establecen requisitos adicionales para sus gestoras, orientadas a garantizar la adecuada gestión del riesgo de crédito. También se introduce la posibilidad de que las entidades de capital riesgo (ECR) puedan invertir en dichos activos hasta el 20 % del total del activo computable.

Por otro lado, se flexibiliza el régimen de comercialización de las ECR a inversores minoristas. Así, como alternativa a la exigencia de 100.000 euros de inversión inicial, se permite la comercialización de las ECR a este tipo de inversores, siempre que accedan a la inversión a través de la recomendación de una entidad autorizada para la prestación del servicio de asesoramiento y que, en el caso de que su patrimonio financiero no supere los 500.000 euros, la inversión mínima sea de 10.000 euros y se mantenga y, además, no suponga más del 10 % de su patrimonio.

La reforma también añade, dentro del objeto principal del capital riesgo, la inversión en entidades financieras cuya actividad se encuentre sustentada principalmente en la aplicación de tecnología a nuevos modelos de negocio, aplicaciones, procesos o productos (las empresas conocidas como *fintech*). Además, se homogeneizan las ECR-pyme con los fondos de capital riesgo europeos (FCRE), de manera que se flexibiliza el requisito que exige que las empresas objeto de actividad tengan como máximo 250 empleados para elevar esa cifra a 499. También se reduce el desembolso inicial de las sociedades de capital riesgo (SCR) del 50 % al 25 % del capital comprometido.

Adicionalmente, se flexibiliza el régimen de diversificación de las ECR, se define el concepto de *activo invertible* como denominador de los coeficientes de diversificación y se recoge en la norma española, de forma explícita, la figura de los fondos de inversión a largo plazo europeos (FILPE), regulados por el Reglamento (UE) 2015/760. También se permite constituir sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC) bajo la forma de SRL, lo que se traslada también a la Ley de IIC para las sociedades gestoras de este tipo de instituciones.

Por otra parte, la Ley 28/2022, de 21 de diciembre, de fomento del ecosistema de las empresas emergentes¹ regula la calificación fiscal (como rendimientos de trabajo) de la retribución obtenida por la gestión exitosa de entidades de capital riesgo (conocida como *carried interest*), al tiempo que establece el tratamiento fiscal de tales retribuciones, en línea con la regulación de los países de nuestro entorno (integración en la base imponible en un 50 % de su importe, cuando se cumplan determinados requisitos). Todo ello con el objetivo de fomentar el desarrollo del capital riesgo como elemento canalizador de financiación empresarial de especial relevancia, con la finalidad de impulsar el emprendimiento, la innovación y la actividad económica.

Finalmente, en la Ley de IIC (Ley 35/2003) se han previsto otras medidas para mejorar la competitividad del sector, como la eliminación de la obligatoriedad del informe trimestral, que pasa a ser potestativo, o el establecimiento de los medios telemáticos como forma de comunicación por defecto con partícipes y accionistas, salvo que no faciliten los datos necesarios para ello o manifiesten por escrito su preferencia por recibirlos físicamente.

1 <https://www.boe.es/eli/es/l/2022/12/21/28>

Circular 3/2022, de 21 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el folleto de las instituciones de inversión colectiva y el registro del documento con los datos fundamentales para el inversor

RECUADRO 14

La Circular 3/2022¹ sustituye a la Circular 2/2013, de 9 de mayo, sobre el documento con los datos fundamentales para el inversor y el folleto de las instituciones de inversión colectiva, aunque gran parte de sus contenidos coinciden. La nueva circular resulta necesaria como consecuencia de la aplicación a las instituciones de inversión colectiva (IIC), a partir del 1 de enero de 2023, del Reglamento (UE) n.º 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros² (Reglamento PRIIP).

Los objetivos principales de la circular son:

- Alinear la regulación nacional de IIC relativa al contenido, forma y supuestos de actualización del documento con los datos fundamentales para el inversor (DFI), con el Reglamento PRIIP, para lo que se eliminan las referencias a tales cuestiones de la circular, toda vez que dicho reglamento resulta de aplicación directa.
- Regular, entre otros aspectos, la forma, contenido y presentación del folleto de las IIC, las causas y formas de su actualización, y la forma de envío a la CNMV, para su registro, tanto del folleto como del DFI regulado en el mencionado reglamento.
- Simplificar el contenido del folleto de las IIC, evitando reiteraciones con otros documentos previstos en la normativa y alineándolo con el de otros países de nuestro entorno. Para ello, se elimina información que no exige la Directiva 2009/65/CE, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (Directiva UCITS) y que ya se recoge en el documento de datos fundamentales de PRIIP, como el indicador de gastos corrientes, los escenarios de rentabilidad de las IIC estructuradas o el indicador sintético de riesgo.

La Circular 3/2022 entró en vigor el 1 de enero de 2023; no obstante, se estableció un plazo adicional de un mes para que las entidades realizaran el envío a la CNMV del DFI para su registro. Los folletos de las IIC que ya estaban registradas en la fecha de entrada en vigor de la circular fueron actualizados de oficio por la CNMV, para ajustarse a lo previsto en dicha norma.

1 <https://www.boe.es/eli/es/cir/2022/07/21/3>

2 <https://www.boe.es/doue/2014/352/L00001-00023.pdf>

Desde el 12 de agosto de 2022 resulta de aplicación el Reglamento (UE) 2021/23 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2020, relativo a un **marco para la recuperación y la resolución de entidades de contrapartida central** (en adelante, el reglamento), que completa en la Unión Europea un marco de resolución ajustado a los principios del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) sobre resolución eficaz de instituciones financieras.

La CNMV ha sido designada como autoridad de resolución de entidades de contrapartida central (ECC). BME Clearing es la entidad autorizada por la CNMV para operar como ECC en España. La entidad está incluida en el registro de ECC autorizadas en la Unión Europea que mantiene la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y es una de las 13 ECC que, a nivel mundial, tienen la consideración de ECC sistémica en más de una jurisdicción.

La designación de la CNMV como autoridad de resolución implica la asunción de las competencias de resolución y sancionadoras que contiene el reglamento. A diferencia de la configuración institucional que se ha seguido en la Unión Bancaria, la competencia para decidir y gestionar la resolución de una ECC reside en las autoridades de los Estados miembros, no en la Junta Europea de Resolución.

Si bien las ECC están muy interrelacionadas con el sector bancario, son entidades con perfiles de riesgo, de gestión y de negocio muy diferentes. La regulación y supervisión de las ECC corresponde al ámbito de los mercados de valores, siendo también la CNMV la autoridad competente encargada de la autorización y el registro, así como de la supervisión de las ECC en España.

En los últimos años, la CNMV ha venido realizando una serie de tareas preparatorias para poder asumir las nuevas competencias como autoridad de resolución de ECC. Desde el punto de vista organizativo, la CNMV cuenta con una estructura que garantiza la independencia jerárquica y funcional de las áreas de supervisión y de resolución, así como con el conocimiento, la capacidad técnica y los recursos necesarios, tal y como exige la regulación.

Los trabajos sobre planificación de la resolución y evaluación de la resolubilidad de la ECC se iniciaron en 2017 y en 2018 se creó el grupo de gestión de crisis (CMG) de BME Clearing, cumpliendo con los principios del FSB, para garantizar la coordinación y cooperación con las autoridades de supervisión y de resolución de los miembros de la ECC, tanto a nivel nacional como internacional.

La aplicación del Reglamento (UE) 2021/23 exige la adopción de una serie de actuaciones que afectan a la CNMV como autoridad de resolución, entre las que cabe destacar las siguientes:

- La elaboración de normativa interna para evitar conflictos de intereses entre las áreas funcionales de resolución y de supervisión, así como de las normas relativas al secreto profesional y al intercambio de información entre las diferentes áreas funcionales.

- La constitución de un colegio de autoridades de resolución, que presidirá la CNMV, encargado de decidir sobre el plan de resolución preparado por la CNMV y de garantizar la cooperación y coordinación con las autoridades que sean miembros del colegio y, en su caso, con las autoridades de terceros países.
- La definición de una lista de potenciales valoradores que cumplan los requisitos de independencia establecidos. Esta lista se revisará periódicamente. Esta medida tiene por finalidad garantizar la disponibilidad de un número suficiente de personas o entidades capacitadas para realizar las valoraciones necesarias en caso de resolución y facilitar su disposición y contratación en momentos de tensión.
- La elaboración de un plan de resolución que establezca las medidas que la autoridad de resolución podrá adoptar en caso de que la ECC llega a una situación de inviabilidad o posible inviabilidad. La planificación de la resolución es un proceso continuado de revisión y evaluación de la situación de la entidad y de las condiciones que puedan afectar a su eficacia. Una vez elaborado el primer plan, este debe revisarse y actualizarse al menos anualmente. El plan debe ser consultado con la autoridad de supervisión y elaborado en coordinación con el colegio de autoridades de resolución.

El plan de resolución debe contener, al menos:

- Una descripción de cómo podrían separarse jurídica y económicamente las funciones críticas de la ECC.
- Una estimación del plazo para la aplicación de cada aspecto importante del plan.
- Una descripción detallada de la evaluación de la resolubilidad y una descripción de las medidas necesarias para abordar o eliminar los obstáculos a la resolubilidad identificados.
- Una descripción de los procesos para determinar el valor y la comerciability de las funciones y activos críticos de la ECC.
- Una descripción detallada de las diferentes estrategias de resolución que podrían aplicarse en función de los diferentes escenarios posibles y sus plazos conexos.

En su función de autoridad de resolución, la CNMV también debe examinar el plan de recuperación de la ECC a fin de determinar si contiene medidas que pudieran afectar negativamente a su resolubilidad y, en su caso, formular a la autoridad de supervisión las correspondientes recomendaciones.

Finalmente, a nivel de la Unión Europea, ESMA ha creado ya en 2023 un comité de resolución (ESMA CCP-ResCo) compuesto por las autoridades de resolución designadas en cada uno de los Estados miembros. Este comité se encargará, entre otras cosas, de preparar las decisiones encomendadas a ESMA y de promover la elaboración y coordinación de los planes de resolución y de diseñar métodos para la resolución de ECC inviables¹.

1 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-03/ESMA91-372-2226_Terms_of_Reference_CCPRC.pdf

El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) publicó en 2017 unas recomendaciones encaminadas a mitigar posibles riesgos originados en la actividad de gestión de activos (*FSB's Policy Recommendations to Address Structured Vulnerabilities from Asset Management Activities*¹). Entre otras, estas recomendaciones abordan los riesgos derivados del desajuste de liquidez entre los activos en los que invierten los fondos de inversión y la frecuencia con la que permiten reembolsos.

A lo largo de 2022 se llevó a cabo, por parte de un grupo de trabajo conjunto integrado por miembros del Comité de Cooperación en materia de Supervisión y Regulación (SRC) del FSB, y del Comité 5 de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) sobre gestión de inversiones, una evaluación del grado de efectividad de las recomendaciones del FSB. Fueron evaluadas 16 jurisdicciones². España fue una de ellas. Asimismo, la CNMV participó en el grupo de trabajo evaluador.

Las recomendaciones evaluadas se agruparon, según la finalidad perseguida, en cuatro grupos:

- i) Las encaminadas a reducir el riesgo estructural de desajuste de liquidez en las instituciones de inversión colectiva (IIC) abiertas
- ii) Las que impulsaban el uso de herramientas de gestión del riesgo de liquidez.
- iii) Las que pretendían reforzar el envío periódico a los reguladores de datos que permitan llevar un correcto seguimiento del riesgo de liquidez de las IIC.
- iv) Las orientadas a extender los ejercicios de pruebas de estrés tanto a nivel individual de IIC como a nivel macro, teniendo en cuenta las interrelaciones de las IIC con el resto de las entidades del sistema financiero.

La conclusión principal del trabajo de evaluación fue que, a pesar de haberse hecho avances en las jurisdicciones analizadas desde la publicación de las recomendaciones del FSB en 2017, todavía persisten ciertas vulnerabilidades que deben ser abordadas reforzando algunas de las recomendaciones. España cumple ya en gran medida con las recomendaciones del FSB, incluso con aquellos aspectos que se pretende reforzar.

El informe final del FSB propone mejoras en las cuatro áreas analizadas:

i) **Desajuste de liquidez.** Con el objetivo de reducir este desajuste, se plantea adoptar un enfoque de *bucketing*, que parte de clasificar los fondos de inversión abiertos en tres categorías (o *buckets*) en función del perfil de liquidez de su cartera. Las condiciones de reembolsos (frecuencia, aplicación de preavisos y plazos largos de liquidación) fijadas para cada grupo deben estar alineadas con el grado de liquidez de los activos de cada categoría. Así, para los fondos que invierten principalmente en activos líquidos, la frecuencia de

reembolsos diaria se considera adecuada. Para aquellos fondos que invierten un porcentaje significativo en activos ilíquidos, la frecuencia de reembolsos diaria no se considera adecuada a no ser que se establezcan periodos largos de preaviso o de liquidación en los reembolsos. Por último, para la tercera categoría, constituida por los fondos que invierten principalmente en activos menos líquidos, la frecuencia de reembolsos diaria solamente será adecuada si se aplican medidas antidilutivas o, alternativamente, si se establecen periodos de preaviso o liquidación.

ii) Herramientas de gestión de liquidez. Se propone que las autoridades supervisoras impulsen su uso dentro de su jurisdicción, especialmente de aquellas con efecto antidilutivo, es decir, las que desactivan las ventajas que obtienen los inversores que son los primeros en reembolsar en un escenario de crisis, ventaja que se conoce en inglés como *first mover advantage*. Todas estas medidas van orientadas a imponer el coste de transacción derivado de las suscripciones y los reembolsos a los inversores que los originan. El *swing pricing* es una de las medidas más conocidas y consiste en ajustar el valor liquidativo al alza (en suscripciones) y a la baja (en reembolsos) aplicando un factor de ajuste que recoge el efecto de los costes de transacción que asumirá el fondo como consecuencia de las operaciones de compra y venta de valores ocasionadas por estas suscripciones y reembolsos. Se considera apropiado que los reguladores emitan directrices con criterios claros para una aplicación adecuada y consistente de este tipo de herramientas.

iii) Disponibilidad de datos sobre fondos de inversión. Se propone mejorar los datos disponibles sobre desajuste de liquidez y el uso de herramientas de gestión de la liquidez, así como reforzar la información proporcionada a los inversores sobre los efectos de la aplicación de las herramientas.

iv) Test de estrés. Se propone fomentar la realización de este tipo de ejercicios y el intercambio de información entre jurisdicciones sobre su diseño y uso.

Con el objetivo de revisar las recomendaciones del FSB en línea con las mejoras propuestas, se constituyó un nuevo grupo de trabajo conjunto FSB/IOSCO. Los trabajos de revisión se llevarán a cabo a lo largo de 2023 y serán complementados por unas directrices elaboradas por IOSCO sobre el uso de herramientas antidilutivas. En una segunda fase se trabajará en identificar aquellos datos que deben incluirse en el reporte de información al supervisor con el fin de monitorizar el riesgo de liquidez en los fondos de inversión.

Como se ha comentado anteriormente, España cumple ya en gran medida con las recomendaciones del FSB, incluso con aquellos aspectos que se pretende reforzar. En este sentido, la CNMV recibe mensualmente desde hace años datos sobre las carteras de los fondos. Estos le permiten realizar un continuo seguimiento de los riesgos de liquidez asumidos por los fondos de inversión. Además, y por lo que se refiere a las políticas y herramientas de gestión de la liquidez, la recientemente publicada *Guía técnica 1/2022 sobre la gestión y el control de la liquidez de las instituciones de inversión colectiva*³ concreta y desarrolla los principios establecidos en la Circular 6/2009, de 9 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de control interno

de las sociedades gestoras de IIC. En particular, especifica los criterios que se han de tener en cuenta para una adecuada política de gestión de la liquidez, tanto en la fase de diseño de la IIC como en el día a día de su actividad y, por último, determina los criterios para una correcta aplicación de las herramientas de gestión de la liquidez, entre otras de las antidilutivas.

-
- 1 <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/FSB-Policy-Recommendations-on-Asset-Management-Structural-Vulnerabilities.pdf>
 - 2 Alemania, Australia, Brasil, Canadá, China, España, Estados Unidos, Francia, Hong Kong, India, Irlanda, Italia, Japón, Luxemburgo, Suiza y Reino Unido.
 - 3 http://cnmv.es/DocPortal/Legislacion/Guias-Tecnicas/GT_1_2022_Liquidez_IIC.pdf

Programa de Voluntariado: la dimensión social de la actividad de la CNMV

RECUADRO 17

El Programa de Voluntariado de educación financiera de la CNMV surge en 2017 con el doble propósito de contribuir a la mejora del entorno social más inmediato y dar la oportunidad a los profesionales de la institución de realizar una labor de difusión de la educación financiera y, en último término, favorecer una de las finalidades de la CNMV, que es la protección del inversor.

Asimismo, con este programa se desea dar continuidad al compromiso asumido por la CNMV, el Banco de España y el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, en el marco del Plan de Educación Financiera, para contribuir a la mejora de la cultura financiera de la sociedad española.

El Programa de Voluntariado, en el que participan 114 empleados —una cuarta parte de la plantilla—, está centrado en la realización de actividades de difusión de la educación financiera y de formación en esta materia. Dichas actividades abarcan, entre otras: charlas destinadas a estudiantes, consumidores o colectivos vulnerables; intervenciones en jornadas sectoriales, o intervenciones en medios de comunicación.

La implementación de este Programa de Voluntariado ha supuesto además la apertura de un nuevo canal de comunicación con el público y una forma de detectar nuevos retos a los que enfrentarse en un futuro, en aras de una mejor protección del inversor.

Con este programa se contribuye también al cuarto de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la Agenda 2030, que es «garantizar una educación de calidad, inclusiva y equitativa, y promover las oportunidades de aprendizaje permanente para todos». Este objetivo parte del convencimiento de que la educación de calidad es clave para evitar la pobreza, reducir desigualdades sociales y dotar a las personas de mayores oportunidades. En el marco de este objetivo, se puede considerar que la educación financiera es básica para su implementación y un paso previo para las diferentes inclusiones, pues promueve la toma de decisiones informadas, la generación de buenos hábitos de ahorro y gasto, el consumo responsable y el interés por la inversión sostenible.

Desde 2017, se han realizado multitud de actividades que han supuesto un impulso a la educación financiera de un elevado número de personas. Tan solo en 2022 se realizaron 31 actividades de voluntariado, de las cuales un 38 % se dirigió a jóvenes de entre 12 y 25 años, un 13 % a personas en riesgo de exclusión, un 6 % a un público infantil de entre 3 y 12 años, y el 42 % restante a adultos de entre 25 y 65 años.

Entre las actividades orientadas a colectivos vulnerables, cabe destacar la colaboración que la CNMV mantiene con Cáritas desde noviembre de 2021, que consiste en la impartición mensual de una charla sobre educación financiera a sus colectivos objetivo y que le ha permitido llegar a alrededor de 700 personas. Con respecto al colectivo de los niños, además de la impartición de

charlas en diversos colegios, destaca la participación desde 2018 de la CNMV en el programa de 4.º ESO + **empresa**, en el que, cada año, alumnos de distintos centros escolares de Madrid disfrutaban de una estancia de tres días en la CNMV para conocer de la mano de sus profesionales el funcionamiento de la institución. En relación con el colectivo de los universitarios, la CNMV colabora con distintos centros universitarios como la Universidad Complutense o la Universidad Carlos III en la organización de sesiones sobre los mercados de valores dirigidas a sus alumnos.

Adicionalmente, en el marco del Programa de Voluntariado, se han llevado a cabo iniciativas específicas para explicar qué es la CNMV, sus principales funciones y los servicios que presta, de modo que se perciba en mayor medida su actividad de seguimiento y vigilancia de los mercados como mecanismo de protección de los inversores.

En los próximos años, se seguirá promoviendo el Programa de Voluntariado de la CNMV como instrumento para involucrar a sus empleados en la mejora de la educación financiera de la población española y en el desarrollo sostenible de la institución. Por ello, el programa adquirirá más envergadura y se ampliará su alcance, siendo sus colectivos prioritarios principalmente la población vulnerable o en riesgo de exclusión social, los mayores y los más jóvenes.

El mercado de criptoactivos, desarrollo regulatorio y actuación de las autoridades

RECUADRO 18

El precio de los principales criptoactivos cerró el año 2022 con descensos relevantes, tras alcanzar máximos en noviembre de 2021. En concreto, *bitcoin* y Ether disminuyeron más del 60 %, con un impacto mucho mayor en otros *tokens* nativos, como es el caso de Solana, que llegó a perder más del 90 % de su valor. Más allá de posibles correcciones de los precios tras alcanzar máximos, durante 2022 acontecieron varios hechos con un fuerte impacto negativo en el ecosistema de los criptoactivos, como fueron el desplome de Terra, un criptoactivo que pretendía ser estable respecto al dólar sin disponer de reservas de esta divisa, la falta de liquidez del protocolo de préstamos Celsius y, principalmente, la quiebra de la plataforma de negociación de criptoactivos FTX, que no contaba con el saldo de criptoactivos adquiridos por sus clientes. Al no figurar dichos criptoactivos separados jurídicamente de los activos de FTX en determinadas jurisdicciones, pasaron a formar parte del proceso de bancarrota que se está llevando a cabo. Este caso ha hecho aún más evidente la necesidad de que exista una normativa que proteja a los inversores y que obligue a estos proveedores de servicios a la segregación de los criptoactivos de sus clientes y su protección en situaciones de crisis de la entidad.

Estos acontecimientos han puesto de manifiesto, aún más, los significativos riesgos de la provisión de servicios sobre criptoactivos sin la existencia de un marco regulatorio sólido. En Europa, el Reglamento sobre los mercados de criptoactivos, conocido como MiCA, y sobre cuyo texto se llegó a un acuerdo entre el Consejo y el Parlamento Europeo en el mes de octubre, regulará la emisión, oferta y negociación de los criptoactivos, así como la provisión de servicios sobre estos y las normas relativas a la prevención del abuso de mercado. Lo acontecido en FTX, donde se pudo incurrir en diferentes irregularidades y malas prácticas, debe ser analizado y tenerse en cuenta en la aplicación que las autoridades supervisoras deberán hacer de MiCA, que, en esta materia, no será de aplicación hasta que hayan transcurrido 18 meses desde su publicación, periodo en el que se desarrollará la normativa de segundo y tercer nivel a la que hace referencia este reglamento.

En España, durante el año 2022 se dio un paso relevante en materia de protección al inversor en los criptoactivos, al regularse la actividad publicitaria que promueva la inversión en estos. En enero de 2022, la CNMV publicó una Circular relativa a la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión¹. Esta iniciativa regulatoria será complementaria a MiCA, cuando esta sea de aplicación, ya que el reglamento no incide de forma específica en esta materia.

En concreto, la circular establece las normas, principios y criterios a los que debe sujetarse la actividad publicitaria sobre criptoactivos como objeto de inversión, no regulando en ningún caso su emisión o la provisión de servicios en este ámbito. Introduce la obligación de advertir sobre los riesgos y la notificación previa de aquellas campañas publicitarias que tengan la consideración de masivas. La aplicación de esta circular, a finales de febrero, tuvo un impacto relevante en el sector, en el que ya había en marcha numerosas campañas con gran capacidad de difusión y repercusión.

En aplicación de esta circular, entre febrero y diciembre de 2022 la CNMV gestionó 116 expedientes informativos y analizó 957 piezas publicitarias. En la mayoría de los casos se procedió al cese de actuaciones administrativas, principalmente tras la corrección por parte de las entidades de los desajustes detectados en las piezas de las campañas publicitarias. La duración media de las campañas publicitarias ha sido de 150 días.

Los medios publicitarios más utilizados han sido las redes sociales, las páginas web y los buscadores de Internet. Al margen de las páginas web de las entidades, las piezas publicitarias más utilizadas han sido los *banners*, los vídeos y los anuncios. Por el impacto mediático, se debe destacar la celebración de eventos centrados en el entorno de los criptoactivos; la inclusión de publicidad en competiciones deportivas, como la colocación de vallas en acontecimientos de fórmula 1, o el patrocinio de equipos de fútbol.

De forma complementaria a las actuaciones de supervisión de la publicidad, la CNMV desempeñó durante el año 2022 una importante función de asesoramiento, como demuestran las 41 consultas contestadas en relación con la Circular 1/2022.

Adicionalmente, la CNMV consideró relevante monitorizar y hacer un seguimiento del grado de conocimiento y utilización de las criptomonedas en nuestro país. Para ello, llevó a cabo en mayo de 2022 una encuesta entre personas de entre 16 y 70 años para cuantificar el nivel de inversión en estos activos, el conocimiento existente en torno a ellos, las motivaciones, las barreras a la inversión y la percepción de los riesgos. El informe con los resultados de esta encuesta está disponible en la página web² y en el *Boletín de la CNMV*³. Entre los aspectos más relevantes, cabe destacar que cerca del 60 % de los encuestados manifestó haber oído hablar algo de las criptomonedas, pero apenas conocer este mundo, que un 6,8 % ha invertido alguna vez y que un 10,2 % indica su intención de hacerlo en un futuro, siendo sobre todo la población más joven la que muestra un mayor interés. Además, una buena parte (68 %) desconoce o tiene una idea errónea sobre el hecho de que las criptomonedas —salvo pequeñas excepciones, como es el caso de la publicidad— no están sujetas a un marco regulatorio. No obstante, la percepción de que este tipo de productos tiene más riesgo que otras inversiones está ampliamente extendido (60,3 %) y supone una barrera de entrada a su adquisición.

1 Circular 1/2022, de 10 de enero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. <https://www.cnmv.es/portal/inversor/Publicidad-Criptoactivos.aspx>

2 <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7B714e1e4c-b334-4252-b1f5-677cf438bc5%7D>

3 Véase el artículo De Miguel, D. y Palomar, M.J. (2022). «Resultados de la encuesta sobre criptomonedas y efectividad de las medidas impulsadas por la CNMV». *Boletín de la CNMV*, Trimestre III, pp. 119-154. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_3T_22.pdf

El *sandbox* se ha convertido en una buena herramienta para la implementación del nuevo Reglamento de Régimen Piloto para infraestructuras basadas en tecnologías de registros distribuidos (DLT) y preparar la entrada en funcionamiento de la nueva normativa. Se trata de un reglamento que no establece límites al uso de las tecnologías de registro distribuido y que, además, al no remitirse a normas de desarrollo (de segundo nivel), ha permitido que entrara en aplicación de forma rápida, con el reto que esto supone tanto para los supervisores como para las entidades que quieran operar una de estas infraestructuras.

El *sandbox* ha permitido probar una infraestructura que cumpliera con el reglamento. De forma paralela, se ha mantenido la participación y una estrecha colaboración con las autoridades europeas (ESMA, la Comisión Europea o el BCE), que están trabajando en la aclaración de la aplicación de determinados aspectos de este reglamento y en la creación de guías que permitan interpretar de forma adecuada y homogénea las principales cuestiones que los supervisores han ido planteando.

Adicionalmente, también en el contexto del *sandbox*, se ha guiado a los promotores que no disponen de la licencia necesaria para ser autorizados para operar una de estas infraestructuras, de modo que puedan iniciar, en paralelo a las pruebas, el proceso de autorización, lo cual resulta muy eficiente en términos de reducir recursos y tiempo para el promotor.

En la tercera cohorte del *sandbox* se presentó un proyecto relacionado con el reglamento y en la cuarta cohorte se han presentado otros tres. Cada uno de estos proyectos incluye modelos de negocio y propuestas tecnológicas diferentes, lo que anticipa que este régimen piloto permitirá contar con infraestructuras muy diferentes entre sí. Estas infraestructuras pueden optar por utilizar redes públicas o privadas, pueden permitir o no el acceso directo de los inversores a la negociación, pueden estar dirigidas a determinados sectores o tipo de emisores y pueden emitir unos instrumentos financieros u otros.

Otro aspecto destacable es que se ha observado que los promotores que optan por incorporarse a este régimen piloto tienen diferentes perfiles, siendo algunos de ellos entidades financieras muy consolidadas, mientras que otros son entidades especializadas del sector tecnológico. La convergencia de estos diferentes participantes podrá ayudar a que en un futuro se concreten propuestas sólidas que ofrezcan soluciones tecnológicas innovadoras.

Adicionalmente, la nueva Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de inversión, cuya aprobación se produjo el 9 de marzo de 2023 (véase recuadro 20), introduce cambios significativos para permitir el uso efectivo de las tecnologías de registros distribuidos en los mercados de valores. Previsiblemente, el *sandbox* podrá ayudar a que se desarrolle la utilización de esta tercera forma de representación de los valores negociables, facilitando una aplicación controlada de las nuevas alternativas y dando al supervisor la posibilidad de entender y valorar adecuadamente el registro de los valores negociables utilizando esta tecnología, su transmisión y el cumplimiento de los requerimientos y funcionalidades que la entidad responsable de este registro deberá implementar.

El 9 de marzo de 2023 el pleno del Congreso de los Diputados aprobó el nuevo texto de la Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (LMVSI). El texto, que entra en vigor a los 20 días de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado (BOE)*, incorpora una serie de medidas que son necesarias para facilitar el desarrollo de los mercados de valores españoles en el entorno competitivo actual. Con la nueva ley se quiere mejorar sustancialmente la técnica normativa y sistemática de este sector del ordenamiento jurídico, simplificando y reordenando las materias reguladas a nivel legal, siguiendo las observaciones realizadas por el Consejo de Estado en diversos dictámenes. Al mismo tiempo, la nueva norma sirve, entre otros aspectos, para adaptar la normativa nacional a las recientes novedades del derecho europeo, con lo que se evita la inseguridad jurídica derivada de la falta de incorporación de normativa europea cuyo plazo de trasposición ha vencido.

La nueva LMVSI necesita de desarrollos reglamentarios que, a la fecha de elaboración del Informe anual, se encuentran todavía en fase de tramitación. En concreto, se van a publicar tres normas de desarrollo: el Real Decreto de potestades de supervisión de la CNMV, el Real Decreto de empresas de servicios de inversión y el Real Decreto sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado.

La LMVSI incorpora al ordenamiento jurídico diversas normas europeas pendientes de trasposición, entre las que destacan:

- Directiva 2019/2177 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de diciembre de 2019, que transfiere la autorización y la supervisión de determinados proveedores de servicios de suministro de datos, distintos de los relativos a los sistemas de información autorizados y agentes de publicación autorizados, a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA).
- Directiva 2020/1504 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, que excluye del ámbito de aplicación de la Directiva 2014/65/UE a las personas jurídicas autorizadas como proveedores de servicios de financiación participativa en virtud del Reglamento sobre *crowdfunding*.
- Directiva 2021/338 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de febrero de 2021, que forma parte de un conjunto de medidas encaminadas a facilitar la recuperación económica tras la pandemia de COVID-19.
- Directiva que acompaña a las propuestas de Reglamentos de la Unión Europea relativos a los mercados de criptoactivos, al régimen temporal para las infraestructuras del mercado basadas en tecnologías de registros distribuidos y a la resiliencia operativa digital.

- Directiva 2019/2034 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativa a la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión.
- Directiva (UE) 2021/2261 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2021, por la que se modifica la Directiva 2009/65/CE en lo que respecta a la utilización de los documentos de datos fundamentales por las sociedades de gestión de organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios.

Adicionalmente, se introducen una serie de medidas tendentes a hacer del mercado de valores español una plaza más competitiva. A este respecto, se simplifican los requisitos para la admisión a negociación de valores de renta fija, se ajustan las obligaciones de información de los participantes en las infraestructuras de poscontratación españolas, se elimina la obligación de los depositarios centrales de valores de contar con un sistema de información para la supervisión de la negociación, compensación, liquidación y registro de valores (PTI), se extiende a los sistemas multilaterales de negociación la regulación aplicable a los mercados regulados en materia de ofertas públicas de adquisición (sujeto a desarrollo reglamentario) y se desarrolla el régimen de las sociedades cotizadas con propósito para la adquisición (SPAC). Asimismo, se incorporan ciertas medidas para mejorar la competitividad del sector de la inversión colectiva español.

En lo relativo a las empresas de servicios de inversión, se introduce una nueva categoría, la empresa de asesoramiento financiero nacional. Además, con la trasposición de la citada Directiva 2019/2034 se establecen unos requisitos más adecuados a la naturaleza económica y a los riesgos específicos que puedan entrañar las empresas de servicios de inversión de menor tamaño. Así, se plasma en la ley la separación de los requisitos prudenciales exigidos en función del tamaño de las empresas de servicios de inversión y otra serie de requisitos relacionados con los riesgos sistémicos y su importancia económica. Además, se adapta el marco de supervisión a nivel nacional.

Por otro lado, el nuevo texto refuerza la protección del inversor minorista, introduciendo medidas encaminadas a evitar que entidades no autorizadas para la prestación de servicios de inversión en la Unión Europea se anuncien como supuestamente legítimas en buscadores de Internet, redes sociales y medios de comunicación.

Adicionalmente, se adapta la ley a los desarrollos tecnológicos más recientes en los mercados de valores, introduciendo la posibilidad de que los instrumentos financieros estén representados mediante tecnología de registros distribuidos (DLT). Además, se designa a la CNMV como autoridad competente para la supervisión de los proveedores de servicios de criptoactivos, así como para la supervisión de la emisión, oferta y admisión a negociación de determinados criptoactivos que no sean instrumentos financieros y se introduce el régimen de infracciones y sancionador aplicable.

Por último, se introducen una serie de cambios en la gobernanza de la propia CNMV con el fin de mejorar el grado de independencia efectiva del supervisor como, por ejemplo, la fijación de mandatos de seis años para presidente, vicepresidente y consejeros no natos, sin posibilidad de renovación.

Encuesta entre inversores y otros usuarios de la información generada por la CNMV

RECUADRO 21

En 2020, en cumplimiento del objetivo del Plan de actividades de 2019, se llevó a cabo una encuesta entre más de 300 entidades supervisadas y profesionales del sector con el objetivo de conocer su opinión o percepción sobre el funcionamiento del supervisor. Al objeto de dar continuación a este ejercicio, en el Plan de actividades de 2021 se incorporó como objetivo la organización de un panel de percepción del funcionamiento de la CNMV entre inversores y otros usuarios de la información generada por la CNMV (académicos, analistas y periodistas) que no son entidades supervisadas pero que tienen especial relevancia para la actividad desarrollada por la institución.

El objetivo del estudio era identificar fortalezas de la CNMV y aspectos en los que hay margen de mejora. Para ello, por un lado se llevó a cabo un análisis general sobre la percepción y valoración de la CNMV por parte de estos colectivos y, por otro, sobre la información generada y utilizada por ellos. Este estudio se articuló a través de una empresa experta en esta materia, Punto de Fuga, que utilizó dos técnicas de análisis cualitativos diferenciadas que tenían en cuenta la disparidad de los colectivos (inversores y otros usuarios) objeto de estudio.

En primer lugar, se llevaron a cabo 10 *focus groups* (método de investigación cualitativo que se basa en reunir a un pequeño grupo de personas para responder a preguntas formuladas por una persona externa) entre inversores, agrupando a un total de 50 inversores con características heterogéneas (distintos niveles de conocimiento del supervisor, tipo de gestión de sus inversiones, sexo, edad y lugar de residencia). En segundo lugar, se realizaron 21 entrevistas en profundidad entre otros usuarios de la información generada por la CNMV, en concreto: 8 entrevistas a analistas, 7 a académicos y 6 a periodistas.

El estudio puso de manifiesto que la CNMV goza de una reputación e imagen excelentes entre sus *stakeholders*. Los participantes consideran a la CNMV como una institución respetable y respetada, con una labor reconocida, necesaria y de gran valor. Sobre todo, destacan la imparcialidad en el ejercicio de su actividad, que desarrolla sus labores sin influencias políticas, y la profesionalidad de su personal. No obstante, se detecta una gran oportunidad para maximizar la conexión y capacidad de impacto con el público potencial.

En el caso de los inversores y de la sociedad en general, el reto es conseguir aumentar la notoriedad de la institución y hacer más tangibles las herramientas de protección y los materiales de educación financiera. La CNMV se plantea llevar a cabo mejoras en el acceso a los recursos de la web, así como potenciar la presencia de la institución en todo tipo de medios, con el objetivo de dar a conocer su labor y la información de la que dispone.

En el caso de los analistas, periodistas y académicos, el reto reside en conseguir impulsar la colaboración con estos colectivos. En concreto, sugieren que se deben organizar más encuentros y reuniones de trabajo, así como potenciar las herramientas que los ayudan en su día a día profesional. La CNMV tiene previsto avanzar en este ámbito durante 2023.

Actuaciones de educación y protección al inversor en el marco del Plan de Acción contra el Fraude Financiero

RECUADRO 22

En abril de 2022, 19 instituciones públicas y entidades privadas firmaron el protocolo general del Plan de Acción contra el Fraude Financiero (PAFF) impulsado por la CNMV. Entre estas instituciones se encuentran el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, la Fiscalía General del Estado, el Banco de España o la Policía Nacional. El Plan tiene el objetivo de potenciar y mejorar la prevención y la lucha contra las ofertas de productos y servicios financieros potencialmente fraudulentas, ante el aumento detectado de estas prácticas, que ocasionan graves perjuicios a inversores y a todo el sector financiero regulado.

Entre las finalidades de este Plan se encuentran las de cooperar en la detección de actividades irregulares y delictivas en materia de ofertas de productos y servicios financieros, limitar o eliminar la publicidad de entidades no registradas para la prestación de servicios financieros o establecer mecanismos de información para inversores sobre los riesgos y posibilidades de fraude. Asimismo, una de las actividades principales del Plan es fomentar la educación financiera necesaria para capacitar a los ciudadanos en la detección de productos y servicios financieros sospechosos.

En el marco de este último objetivo, la CNMV ha llevado a cabo diversas iniciativas. Hay que destacar la elaboración de la guía *Estafas y fraudes*, en la que se describen los principales fraudes y estafas financieros, se dan recomendaciones para detectarlos a tiempo y se facilitan unas indicaciones que deben seguirse en el caso de haber sido víctima de un fraude. Asimismo, se ha puesto a disposición del público un curso *on line* sobre estafas y fraudes en el que, de una manera didáctica y pedagógica, se realiza un recorrido por los diferentes tipos de estafas y fraudes y las recomendaciones a seguir para reconocerlos.

Además, la edición de 2022 del Día de la Educación Financiera se dedicó a las estafas y fraudes financieros. Bajo el lema «Educación financiera para unas finanzas más seguras» se realizaron multitud de actividades por toda España basadas en esta temática. En este contexto, y con ocasión de este evento, la CNMV elaboró un taller sobre estafas y fraudes financieros dirigido a jóvenes de los centros de enseñanza. Asimismo, se realizaron algunas intervenciones en radio y en Twitch destacando la importancia de la formación para prevenir los fraudes financieros.

En torno al Día de la Educación Financiera, la CNMV impulsó la realización de iniciativas por parte de los colaboradores del Plan de Educación Financiera; se desarrollaron así más de 200 talleres, conferencias, charlas y *webinars*, dedicados a la prevención de las estafas y fraudes. Por otro lado, y gracias a la participación de los colaboradores, la CNMV intensificó su actividad en redes sociales a través del perfil de Finanzas para Todos (Twitter, Instagram y Facebook), difundiendo, de manera intensiva, mensajes y advertencias con el objetivo de prevenir el fraude y emitir recomendaciones para lograrlo.

En este contexto y en colaboración con la Policía Nacional, se difundieron en redes sociales una serie de vídeos en los que esta institución explica conceptos y aclara dudas en relación con las estafas y fraudes financieros. Por último, se contó con la colaboración del *influencer* Nachter para la realización de un vídeo aclarando aspectos relacionados con el fraude financiero y la difusión de este en sus perfiles en redes sociales.

