



**RECUADROS**  
**Informe anual CNMV**  
**2020**





## Índice de recuadros

1	Papel del Banco Central Europeo en el contexto de la crisis del COVID-19	4
2	Influencia de la línea de avales del Estado en la financiación a las pymes	8
3	Actuaciones de la CNMV ante la crisis del COVID-19	12
4	Análisis del efecto de las restricciones a la operativa en corto sobre acciones españolas entre marzo y mayo de 2020	17
5	Evolución de la calificación crediticia de las emisiones de deuda españolas desde el inicio de la crisis del COVID-19	21
6	Entrada en vigor de EMIR 2.2 y creación del comité de supervisión de ECC de ESMA	25
7	Test de estrés sobre los fondos de inversión mobiliarios	27
8	Formato electrónico único europeo	32
9	Revisión parcial del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas	34
10	Cambio de control en las infraestructuras de negociación de BME	37
11	Aplicación del Reglamento 2019/2088 sobre divulgación de información relativa a sostenibilidad en el sector financiero	39
12	Revisión de la Guía de la evaluación de la conveniencia y experiencia supervisora	43
13	Guía técnica 3/2020 sobre asesores no profesionales de instituciones de inversión colectiva	46
14	Supervisión a nivel nacional y europeo sobre la gestión de la liquidez de las instituciones de inversión colectiva durante la crisis del COVID-19	48
15	Revisión automatizada de la publicidad e información difundida en las webs de las sociedades gestoras de IIC y entidades comercializadoras de IIC	51
16	Estado de las reformas en los tipos de interés de referencia	53
17	Educación financiera y decisiones de ahorro e inversión: un análisis de la Encuesta de Competencias Financieras (ECF)	56
18	Nuevos recursos formativos para los inversores	60
19	Guía de competencias básicas del inversor	62
20	Sostenibilidad financiera: ESMA, IOSCO y el papel de la CNMV en ambos organismos	63
21	Programa de trabajo de ESMA para 2021	66
22	La CNMV y el <i>brexit</i>	68
23	Nuevo plan de la Comisión Europea sobre la Unión de los Mercados de Capitales	70
24	Nueva regulación europea y Guía del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) sobre recuperación y resolución de entidades de contrapartida central	74
25	Encuesta entre los participantes del mercado sobre la CNMV	78
26	El paquete de recuperación de los mercados de capitales	83
27	La transformación digital de Europa: el paquete de finanzas digitales presentado por la Comisión Europea	86
28	Espacio controlado de pruebas: el <i>sandbox</i> español	88

## Papel del Banco Central Europeo en el contexto de la crisis del COVID-19

RECUADRO 1

La irrupción de la pandemia de coronavirus obligó al Banco Central Europeo (BCE) a adoptar una serie de medidas extraordinarias en materia de política monetaria —adicionales a las que estaban ya en vigor<sup>1</sup>— para hacer frente al enorme impacto que provocó la crisis sanitaria en la economía y los mercados.

Estas medidas se adoptaron en dos etapas: una primera, en los albores de la crisis, orientada a reducir las tensiones en los mercados financieros, sobre todo en los de deuda, además de garantizar el correcto funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria; y una segunda, a partir del verano de 2020, enfocada en mayor medida a combatir los efectos de la crisis económica y apoyar la recuperación de la economía de la zona euro. Estas medidas se sustentaron en el marco de una política monetaria de carácter muy expansivo que incluyó un nuevo programa de compras de deuda —tanto pública como privada— adicional a los que ya estaban en curso (con dos ampliaciones sucesivas de la cuantía de su dotación); el mantenimiento de los tipos de interés oficiales en niveles muy reducidos, los más bajos de su historia, con el objetivo de que los costes de financiación se mantuvieran bajos, y nuevas medidas no convencionales orientadas a favorecer la financiación del sector financiero para que este a su vez facilite créditos al sector privado y, en último término, incentive la inversión y el consumo.

En un primer momento, el 12 de marzo de 2020, el BCE aprobó un primer paquete de medidas que incluyó inyecciones de liquidez a los bancos<sup>2</sup> a un tipo de interés más favorable y compras extraordinarias de activos por importe de 120.000 millones de euros hasta finales de 2020 —adicionales a los 20.000 millones de euros mensuales del programa APP (Asset Purchase Programme) vigentes en aquel momento— con el objetivo de apoyar unas condiciones de financiación más favorables para la economía real. También flexibilizó las normas de capital y liquidez para los bancos<sup>3</sup>.

Posteriormente, el BCE puso en marcha, durante la segunda mitad de marzo, un paquete de medidas de mayor magnitud y alcance, el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP). Este programa, dotado con 750.000 millones de euros, tenía como principal objetivo garantizar los mecanismos de transmisión de la política monetaria y acabar con las tensiones en los mercados de deuda, para evitar su fragmentación y asegurar que todos los países y sectores económicos pudieran beneficiarse de condiciones financieras favorables para hacer frente a este *shock*. Las principales medidas del programa incluían compras de deuda pública y privada por importe de 750.000 millones de euros hasta el final de 2020, con un enfoque flexible<sup>4</sup> en cuanto a su distribución tanto temporal como por tipo de activo y país de origen.

La gravedad de la crisis sanitaria y su extensión en el tiempo provocaron un intenso retroceso de la actividad económica en toda la zona euro, lo que llevó al BCE a adoptar medidas adicionales al objeto de estimular la recuperación económica y apoyar el crédito a la economía real. La primera fue el establecimiento en abril de un programa de operaciones de refinanciación a largo plazo no orientadas<sup>5</sup> (Pandemic Emergency Longer Term Refinancing Operations, PELTRO) consistente en siete operaciones de refinanciación a los bancos con el fin de facilitarles

abundante liquidez a coste reducido para procurar la concesión de crédito a empresas y familias en condiciones más favorables. A esta medida la siguió a comienzos de junio una ampliación en 600.000 millones de euros del importe de las compras del programa PEPP (hasta un total de 1,35 billones de euros) y su extensión hasta junio de 2021 o más allá si fuese necesario, así como la creación de una línea de liquidez denominada EUREP, dirigida a los bancos centrales de la zona euro para facilitar la correcta transmisión de la política monetaria.

A finales de año (en diciembre), el BCE recalibró de nuevo sus herramientas de política monetaria, incrementando por segunda vez la cuantía de la dotación del programa de compras PEPP hasta 500.000 millones adicionales (hasta un total de 1,85 billones), así como su extensión hasta marzo de 2022, además de mejorar las condiciones de financiación a los bancos a través de las TLTRO<sup>6</sup> y anunciar 4 nuevas operaciones de financiación a largo plazo PELTRO en 2021.

Todas las medidas adoptadas por el BCE siguen vigentes en la fecha de cierre de este informe y se mantiene el compromiso con la recuperación de la economía europea y el euro. Aunque la pandemia aún perdura y sus efectos continúan afectando gravemente tanto a la economía europea como a la mundial, cabe poner en valor algunos de los resultados obtenidos como consecuencia de la adopción de estas medidas, destacando los siguientes:

- i) Los tipos de interés de la deuda pública se han mantenido en niveles reducidos en todos los plazos de la curva en todas las economías de la zona euro, alcanzándose valores negativos en plazos cercanos o superiores a los 10 años en muchas de ellas. Esta circunstancia ha permitido relajar la presión sobre los costes del servicio de la deuda que han de afrontar los Estados, especialmente en un momento en el que han tenido que asumir un importante incremento del gasto público y, en consecuencia, del endeudamiento para hacer frente a los efectos de la pandemia. Asimismo, este efecto también se ha extendido a los tipos corporativos, que se han situado en niveles muy bajos para la mayoría de las emisiones y plazos, incluso los de aquellos emisores con peores calificaciones crediticias, lo que ha permitido también el mantenimiento de sus costes financieros en niveles reducidos, así como el acceso a la financiación de aquellas compañías con una estructura financiera más débil.
- ii) Las condiciones de financiación a los diferentes sectores (Administraciones públicas, sociedades no financieras y hogares) han continuado siendo favorables. Estas condiciones, especialmente relevantes en estos momentos, se derivan tanto de la evolución de los tipos de interés ya comentada como de la relajación de las condiciones de acceso al crédito para las entidades financieras. La mejora de la financiación de las entidades financieras bancarias se ha producido por varias vías, entre las que destacan las diferentes operaciones de financiación con la autoridad monetaria y la flexibilización temporal de los criterios de exigencias de capital, todas ellas dirigidas a incrementar los recursos de los bancos para que puedan aumentar el volumen de crédito.

Aunque la duración inicialmente prevista de los programas anteriores a la pandemia era inferior, y alguno debería haber concluido hace tiempo, las

circunstancias y la evolución de los datos económicos obligaron a extender su duración. Así, al programa de compras de activos (APP), que estaba vigente al inicio del ejercicio, se unió el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP), aunque el importe de sus compras y su composición han variado a lo largo del tiempo en función de las necesidades de la política monetaria según se ha comentado (véanse cuadros R1.1 y R1.2).

### Evolución compras netas de los programas de compras de activos del BCE<sup>1</sup>

CUADRO R1.1

Importes en miles de millones

	ABSPP <sup>2</sup>	CBPP3 <sup>3</sup>	PSPP <sup>4</sup>	CSPP <sup>5</sup>	APP <sup>6</sup>
	Total	Total	Total	España <sup>7</sup>	Total
Inicio del programa	nov.-14	oct.-14	mar.-15		jun.-16
Vol. adquirido a 31 dic. 2019	28,4	263,6	2.102,9	260,8	184,5
Vol. adquirido a 31 dic. 2020	29,3	287,5	2.341,6	292,8	250,4

Fuente: BCE. (1) Los datos corresponden a las compras netas, incluidos los ajustes por amortizaciones. (2) ABSPP (Asset-Backed Securities Purchase Programme): programa de compras de titulizaciones. (3) CBPP3 (Third Covered Bond Purchase Programme): tercer programa de compras de cédulas (*covered bonds*). (4) PSPP (Public Sector Purchase Programme): Programa de compras de deuda pública. (5) CSPP (Corporate Sector Purchase Programme): programa de compras de deuda corporativa. (6) APP (Asset Purchase Programme): programa de compras de activos. (7) En el caso de España, el dato corresponde a compras sin descontar los ajustes por amortizaciones.

### Evolución compras netas del programa de compras PEPP del BCE<sup>1</sup>

CUADRO R1.2

Importes en miles de millones

	Pagarés	Cédulas	Deuda pública		Deuda corporativa	PEPP (total)
	Total	Total	Total	España <sup>2</sup>	Total	Total
Vol. adquirido a 31 jul. 2020	34,8	3,1	384,5	46,1	17,6	440,0
Vol. adquirido a 31 ene. 2021	16,6	3,1	764,7	89,8	22,3	806,7

Fuente: BCE. (1) Los datos corresponden a las compras netas, incluidos los ajustes por amortizaciones. (2) En el caso de España, el dato corresponde a compras sin descontar los ajustes por amortizaciones.

- Las últimas medidas de flexibilidad monetaria adoptadas por el BCE a lo largo de 2019 incluían la rebaja del tipo de la facilidad marginal de depósito hasta el -0,5 %, la tercera ronda de financiación a la banca (TLTRO III) extendiendo su plazo de 2 a 3 años y el inicio de las compras netas de deuda por importe de 20.000 millones de euros mensuales desde noviembre de ese año, en el marco de su programa APP, que ya se encontraba vigente.
- Vigentes desde junio de 2020 hasta junio de 2021 y a un tipo que podría llegar a ser 25 puntos básicos (p.b.) inferior a la facilidad marginal de depósito si los fondos estaban destinados a ofrecer financiación a la economía real.
- Incluida la suspensión de los test de estrés que estaban previstos para julio de 2020.
- El objetivo de las compras incluía la adquisición de valores de renta fija pública y privada negociables con un vencimiento residual mínimo de 28 días y máximo de 30 años —lo que permitía la adquisición de pagarés de empresa, que hasta ese momento no estaban incluidos en las compras— y una exención de los requisitos de elegibilidad para poder adquirir deuda pública emitida por Grecia.
- El programa PELTRO consiste en siete operaciones de refinanciación que comenzaron en mayo de 2020 y que vencerán, en una secuencia escalonada, entre julio y septiembre de 2021. Su eje-

cución consiste en subastas a tipo fijo con asignación plena y con un tipo de interés 25 p.b. inferior al de las operaciones principales de financiación (del 0 %).

- 6 Entre junio y diciembre de 2021 tendrán lugar 3 operaciones adicionales de financiación, ampliándose hasta junio de 2022 el periodo en que se aplican condiciones más favorables y el importe total de financiación que pueden obtener (que pasa del 50 % al 55 % del *stock* de préstamos elegibles).

## Influencia de la línea de avales del Estado en la financiación a las pymes

RECUADRO 2

La crisis sanitaria causada por el COVID-19 ha afectado profundamente a la actividad económica. El establecimiento de limitaciones a la movilidad, así como las restricciones a las actividades de ocio y restauración impuestas para frenar la tasa de contagios, han tenido un gran impacto en la actividad productiva de nuestro país y han provocado una reducción muy significativa de los ingresos percibidos por muchas empresas y autónomos, en especial de aquellas pertenecientes a los sectores más afectados por dichas medidas. La disminución de los ingresos unida a la necesidad de seguir haciendo frente a los costes fijos provocó un incremento de las necesidades de liquidez y, en consecuencia, de la demanda de financiación por parte de aquellos.

El Gobierno de España aprobó en los primeros días de la crisis una línea de avales dirigida a empresas y autónomos con la finalidad de estimular la oferta de financiación a las empresas y evitar un estrangulamiento en el crédito al sector productivo. La primera línea de avales fue aprobada por el Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, por un importe máximo de 100.000 millones de euros, de los cuales 67.500 millones iban destinados a pymes y autónomos. Estos avales, cuya gestión recae en el Instituto de Crédito Oficial (ICO), cubren hasta el 80 % de las posibles pérdidas en la financiación bancaria concedida a estos, y entre el 60 % y el 70 % de la financiación concedida a las empresas de mayor tamaño.

El Real Decreto-ley 25/2020, de 3 de julio, extendió su importe mediante la aprobación de una nueva línea de avales de 40.000 millones de euros adicionales orientada principalmente a financiar inversiones productivas, a diferencia de la línea inicial, más encaminada a hacer frente a necesidades de liquidez. De esta segunda línea, 5.000 millones de euros iban destinados a pymes y autónomos. Finalmente, el Real Decreto-ley 34/2020, de 17 de noviembre, extendió hasta junio de 2021 el horizonte temporal en el que podrían ser solicitados los avales, además de ampliar el vencimiento máximo de los préstamos de 5 a 8 años.

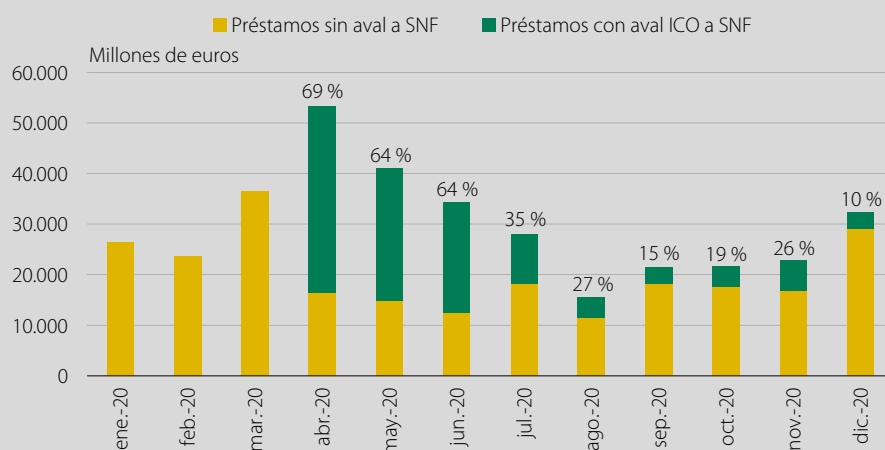
El gráfico R2.1 ilustra la evolución del volumen de nuevas operaciones de préstamo a sociedades no financieras (SNF) —que incluyen pymes<sup>1</sup> y empresas de gran tamaño— a lo largo del año 2020, distinguiendo las operaciones con avales públicos. Se observa que las nuevas operaciones de préstamos a sociedades no financieras aumentaron de forma notable durante los tres primeros meses de la crisis, desde finales de marzo hasta junio. Según la encuesta del Banco de España sobre préstamos bancarios, en dicho periodo se produjo un aumento importante de la demanda de crédito por parte de las empresas como consecuencia tanto del incremento de sus necesidades de liquidez, dada la abrupta caída en su facturación, como del deseo de contar con un colchón de liquidez en un entorno de alta incertidumbre. Las líneas de avales públicos contribuyeron al aumento de la oferta de crédito para atender esta demanda creciente. Según se desprende de esta encuesta, las entidades financieras relajaron los criterios de concesión y las condiciones aplicadas a los préstamos concedidos a las empresas y a los autónomos dentro del programa de avales del Estado, especialmente en el caso de los



destinados a pymes y a empresarios individuales (autónomos) durante el segundo trimestre del año. En cambio, en las operaciones sin avales se habría producido un endurecimiento de los criterios de concesión. Todo ello explicaría que el peso de los préstamos con aval superase el 60 % del crédito nuevo concedido a las sociedades no financieras durante el segundo trimestre de 2020.

En el segundo semestre del año se observa una moderación en el volumen total de nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras, debido tanto a una ligera contracción de la demanda de crédito como a un cierto endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos por parte de las entidades financieras<sup>2</sup>. Las solicitudes de préstamos con aval descendieron durante la segunda mitad del año, a medida que se iba alcanzando el importe máximo de la línea de avales públicos.

**Volumen total de nuevas operaciones de préstamos<sup>1</sup> a sociedades no financieras (con el desglose de las operaciones con aval público)** GRÁFICO R2.1

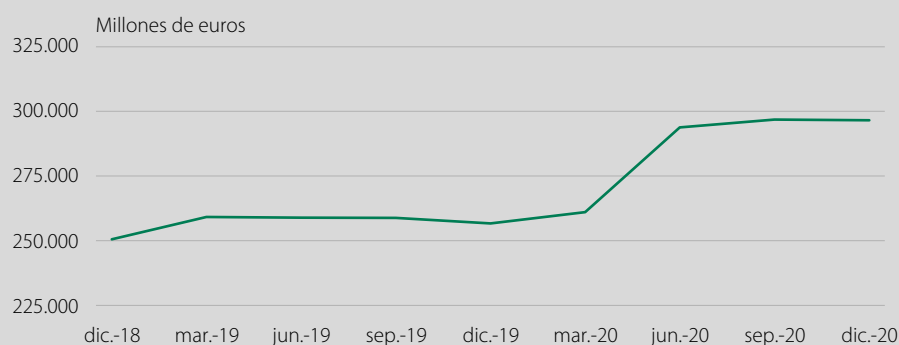


Fuente: Banco de España e ICO. (1) Los préstamos con avales ICO incluyen tanto los préstamos dispuestos (alrededor del 80 % del total) como el importe de las líneas de crédito (dispuesto y disponible). Los préstamos sin aval se refieren exclusivamente a los volúmenes dispuestos de las nuevas operaciones.

Durante los primeros meses de la crisis, de forma paralela al aumento del crédito nuevo, se produjo un incremento de alrededor de 50.000 millones de euros en la tenencia de depósitos por parte de las sociedades no financieras. El saldo vivo de depósitos a la vista y a plazo de estas sociedades, que se había mantenido sin apenas variaciones desde marzo de 2019 hasta marzo de 2020, experimentó un incremento notable, próximo al 20 %, durante los primeros meses de la crisis y escaló desde poco más de 250.000 millones a finales de febrero de 2020 hasta una cifra cercana a los 300.000 millones de euros a finales de junio de 2020, nivel en el que permaneció hasta final de año (véase gráfico R2.2). El motivo de precaución apuntado anteriormente justificaría la decisión de las empresas de aumentar la liquidez mantenida en depósitos, un 90 % de la cual se encontraba en depósitos disponibles a la vista. Es posible que la expectativa de un posible endurecimiento de las condiciones de financiación futuras hubiese llevado a las empresas a solicitar financiación de forma anticipada acogiéndose a las ventajosas condiciones ofrecidas por las lí-

neas ICO para hacer frente a posibles necesidades de liquidez más adelante, dado el entorno de incertidumbre sobre la evolución y duración de la crisis.

**Sociedades no financieras: saldo de depósitos en entidades financieras** GRÁFICO R2.2



Fuente: Banco de España.

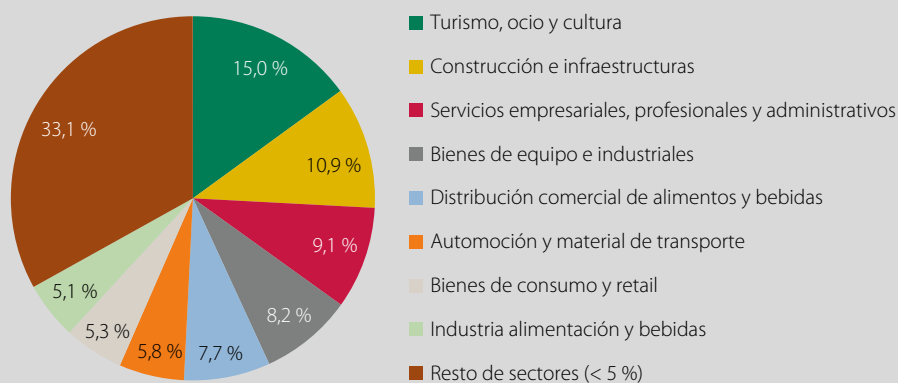
Las condiciones de los préstamos con aval público fueron más ventajosas que las del resto de préstamos concedidos a empresas en el mismo periodo, tanto en lo que respecta plazo, pues la mayoría se concentró en los plazos de 4 o 5 años<sup>3</sup> frente a los plazos predominantes de 1 y 2 años en el resto de préstamos sin aval, como a tipo de interés, el 2,1 % y el 2,3 % en la financiación con aval concedida hasta junio a pymes y empresas grandes respectivamente, cifras significativamente inferiores a las observadas en operaciones crediticias efectuadas durante el mismo periodo al margen de la línea ICO<sup>4</sup>.

A 31 de diciembre de 2020 un total de 626.807 empresas habían obtenido préstamos con aval público por un importe total de 114.648 millones de euros. Los avales asociados a esta financiación ascendían a 87.086 millones de euros. El 70 % de la financiación avalada se dirigió a pymes y autónomos, y el resto a empresas de mayor tamaño. Por sectores de actividad, el de turismo, ocio y cultura, cuya actividad se vio muy afectada por las restricciones a la movilidad, concentró el mayor porcentaje de la financiación avalada, un 15 % del total. Los sectores de la construcción y de las infraestructuras, con un 11 %, y el de servicios empresariales, profesionales y administrativos, con un 9 %, lo siguen en importancia (véase gráfico R2.3). Estos sectores fueron los que experimentaron una caída más intensa en la tasa de afiliación a la seguridad social en los primeros momentos de la crisis<sup>5</sup>. Las compañías vinculadas con el transporte también hicieron un uso intenso de las líneas de avales, si bien estas compañías se encuentran distribuidas entre todos los sectores productivos.

En resumen, las líneas de avales públicos han jugado un papel muy relevante en la financiación del sector productivo español durante la crisis del COVID-19, favoreciendo la continuidad del flujo de crédito, en especial a pymes y a aquellos sectores más afectados por la crisis. Las ventajosas condiciones de los préstamos asociados a la línea de avales habrían propiciado una demanda de crédito no solo para hacer frente a necesidades inmediatas de liquidez, sino también para eventuales dificultades en el futuro. La incertidumbre en torno a la intensidad y dura-

ción de la crisis ha acentuado la acumulación de efectivo por un motivo de precaución y, probablemente, ha retrasado ciertas decisiones de inversión.

**Distribución de la financiación avalada por sectores productivos** GRÁFICO R2.3



Fuente: ICO.

- 1 La serie «préstamos con aval ICO a SNF» incorpora los préstamos concedidos a los autónomos (micropymes), mientras que la serie «préstamos sin aval a SNF» no incorpora la totalidad del préstamo concedido a autónomos, puesto que parte de este puede ser clasificado como préstamo a hogares.
- 2 Según los datos de la encuesta sobre préstamos bancarios en España, publicada trimestralmente por el Banco de España.
- 3 El Real Decreto-ley 34/2020, de 17 de noviembre, permitió ampliar el plazo de los préstamos inicialmente concedidos con aval, desde el plazo máximo inicial de 5 años al nuevo plazo máximo de 8 años.
- 4 Referido al periodo de marzo a junio de 2020, según se desprende del siguiente artículo: Alves, P., Blanco, R., Mayordomo, S., Arrizabalaga, F., Delgado, J., Jiménez, G., Pérez, E., Pérez, C. y Trucharte, C. (2020). «Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero». Banco de España, *Boletín Económico*, n.º 4/2020, Artículos analíticos.
- 5 Gráfico R2.2. Impacto del confinamiento sobre el empleo. Banco de España (2020). «Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el COVID-19». *Boletín Económico*, n.º 2/2020, Artículos analíticos.

La crisis desencadenada a raíz de la propagación del COVID-19 y su intensificación durante el mes de marzo de 2020 supuso y sigue suponiendo un gran reto para la sociedad española y para el conjunto de instituciones que forman parte de ella. En este contexto la CNMV ha adoptado múltiples decisiones de diferente naturaleza con el fin de asegurar que la institución funcionara con normalidad en todo momento y, al mismo tiempo, responder a los retos que se derivaban de la gestión de la propia crisis, realizando un esfuerzo significativo en las tareas de supervisión de los mercados y de sus participantes. La reorientación y el cambio de algunas prioridades hizo necesaria una revisión del Plan de actividades que se había publicado a principios de febrero del año pasado, en la que se mantuvieron 33 de los 44 objetivos inicialmente planteados, se pospusieron 11 y se añadieron 2 nuevos. Este recuadro describe las principales actuaciones, decisiones o medidas adoptadas por la CNMV desde los primeros días de marzo de 2020 ante la crisis originada por el COVID-19<sup>1</sup>.

#### i) Organización

- *Recursos humanos.* Las primeras medidas relevantes que se pusieron en marcha, siguiendo las directrices sanitarias, estuvieron dirigidas a procurar que los empleados de la CNMV pudieran seguir desarrollando su trabajo con normalidad desde su domicilio. El proceso comenzó el 11 de marzo, cuando aproximadamente la mitad de la plantilla comenzó a teletrabajar, duplicándose los equipos en relación con las actividades consideradas especialmente relevantes para el funcionamiento de la CNMV. El día en que entró en vigor el Real Decreto del estado de alarma, que se publicó el 14 de marzo, prácticamente todos los empleados estaban ya desarrollando su actividad desde sus domicilios. La experiencia ha reforzado la percepción sobre la relevancia que la tecnología y las comunicaciones tienen en el trabajo de la CNMV y ha implicado la utilización de nuevas herramientas, servidores y equipos.

A mediados de marzo se anunció el aplazamiento temporal de los procesos de selección de personal en marcha de la CNMV (un total de cinco procesos). Estos procesos se reanudaron el 28 de julio.

- *Registro.* El 16 de marzo la CNMV comunicó el cierre de su registro general en lo que respecta a la presentación física de documentos. Para garantizar la continuidad en la presentación y el registro de documentos, se habilitaron varios canales: la zona abierta y la zona de inversores de la sede electrónica de la CNMV y la sede electrónica de los registros de las distintas Administraciones públicas. La reanudación de la actividad presencial del Registro tuvo lugar el 8 de junio.

Por otra parte, el 20 de marzo se dio a conocer la aprobación de una resolución sobre la suspensión de plazos administrativos prevista en el Real Decreto 463/2020, relativo al estado de alarma, publicada en el *Boletín Oficial del Estado (BOE)* el 25 de marzo. Como se indicó en la resolución, la suspensión de plazos prevista en dicho real decreto no afectaba a la actividad de supervisión en general (requerimientos y otras actuaciones de supervisión) de la

CNMV ni tampoco a las autorizaciones tramitadas por las Direcciones Generales de Entidades y Mercados susceptibles de producir efectos favorables al interesado ni a cualesquiera otros procedimientos que estableciese motivadamente el Comité Ejecutivo de la institución.

## ii) Supervisión de mercados

El contexto de extrema volatilidad en los mercados financieros generó la necesidad de intensificar la actividad de supervisión de los mercados, sus infraestructuras y los agentes participantes en ellos. En este ámbito destacaron las decisiones de **restricción de la operativa en corto sobre valores cotizados en mercados de valores españoles**. La primera decisión, acordada el 12 de marzo, implicó la prohibición de las ventas en corto durante 1 día y afectó a 69 valores. La segunda decisión, de prohibición de constitución o incremento de posiciones cortas netas, se acordó el 16 de marzo por un periodo de 1 mes, afectó a la totalidad de los valores de renta variable y fue prorrogada posteriormente otro mes más. Decisiones similares fueron adoptadas en los días subsiguientes por otros supervisores de valores europeos, en concreto por los de Francia, Italia, Bélgica, Austria y Grecia. Al finalizar la prohibición, la CNMV realizó un estudio para valorar su impacto en los mercados financieros, cuyas conclusiones se describen en el recuadro 4. Por otra parte, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) decidía, en paralelo, rebajar el umbral que desencadena la comunicación de posiciones cortas (desde el 0,2 % hasta el 0,1 % del capital) a los supervisores. Esta decisión se prorrogó 3 veces, la última de ellas en diciembre de 2020, finalizando el 19 de mayo de 2021. Con todo, la utilidad de la información recibida en estos meses hizo que en mayo de 2021 ESMA solicitara a la Comisión Europa una rebaja permanente de este umbral hasta el 0,1 % del capital.

En el ámbito de las **infraestructuras de los mercados**, aparte de comprobar que los sistemas de negociación funcionaron con normalidad a pesar del severo episodio de volatilidad y caídas en los precios, se prestó una atención especial a la cámara de contrapartida central (ECC), BME Clearing. Esta entidad, además de activar el plan de contingencia para pandemias, realizó solicitudes de garantías extraordinarias en número e importes superiores a los habituales, como consecuencia de la superación de los parámetros de variación de precio y de la aplicación de la normativa de la ECC para cubrir excesos de riesgo puntuales. No se detectó ninguna incidencia en la transferencia de fondos a la ECC. Además, se llevaron a cabo con frecuencia ejercicios de *back-testing* para comprobar hasta qué punto esta puede afrontar la hipotética quiebra de los miembros más relevantes con los recursos financieros a disposición de la entidad y se adelantó por parte de la ECC la revisión de los parámetros para requerir garantías. Asimismo, se prestó una atención especial a la actividad de liquidación, observándose un cierto aumento de la ineficiencia (fallidos en las entregas de valores en la fecha pactada) como consecuencia, según señalan las entidades, del aumento de actividad unido a su menor capacidad de respuesta y resolución de incidentes, al encontrarse el personal en régimen de teletrabajo. Esta tendencia, que también se observó en menor medida en otros países europeos, tendió a revertirse de forma parcial con posterioridad.

En el ámbito de las sociedades, se publicaron algunas consideraciones tanto en relación con la celebración de las **juntas generales** como con la formulación de

las **cuentas anuales** y la propuesta de aplicación del resultado de las compañías. Con respecto a la celebración de las juntas generales, la CNMV indicó en un primer comunicado en marzo que consideraba razonable estimular la asistencia por representación, así como maximizar la utilización de los mecanismos de asistencia remota y voto a distancia de los accionistas. También expuso que entendía que en las circunstancias concurrentes debía reconocerse el máximo margen de flexibilidad a los consejos de administración de las compañías cotizadas para adoptar medidas y soluciones que contribuyeran a preservar la salud de las personas y a evitar la propagación del virus, aunque no estuvieran expresamente contempladas en los estatutos, en el reglamento de la junta o en las convocatorias realizadas, siempre que se garantizara de modo efectivo el ejercicio de los derechos de información, asistencia y voto de los accionistas, y la igualdad de trato entre aquellos que se hallaran en la misma posición. En abril un comunicado conjunto de la CNMV y del Colegio de Registradores de España vino a refrendar las indicaciones anteriores mientras estuvieran presentes las restricciones o recomendaciones de las autoridades públicas en relación con la movilidad de las personas o con respecto a reuniones de más de un cierto número de personas.

Respecto de las cuentas anuales y la propuesta de aplicación del resultado de las sociedades mercantiles, también se emitió un comunicado conjunto de la CNMV y del Colegio de Registradores aclarando que, en la medida en que la situación derivada de la crisis sanitaria del COVID-19 constituía una circunstancia absolutamente extraordinaria, las entidades podían, entre otras medidas, optar por sustituir la propuesta de aplicación de resultados contenida en la memoria de cuentas anuales por otra alternativa y ajustada a la situación. Tratándose de juntas ya convocadas, podía optarse por diferir la decisión sobre la propuesta de aplicación del resultado a una junta posterior, convocada dentro del plazo previsto para la celebración de la junta ordinaria. Por otra parte y con posterioridad, también se hizo público un comunicado en el que se aclaraban algunas dudas relacionadas con la formulación y el depósito de las cuentas anuales de los emisores de valores en formato electrónico único europeo (FEUE), que estos deben realizar a partir del ejercicio anual 2020.

### iii) Supervisión de entidades

En el ámbito de la supervisión de entidades cabe destacar los esfuerzos específicos que se realizaron respecto de las instituciones de inversión colectiva (IIC) y, en particular, de los **fondos de inversión**. Los trabajos principales estuvieron relacionados con la atención a las condiciones de liquidez de los activos de las carteras de los fondos y con la evolución de los reembolsos por entidad, todo ello en contacto permanente con las sociedades gestoras y con el fin de seguir la situación y recordarles sus obligaciones, así como las herramientas de gestión de la liquidez que tienen disponibles. En este sentido, la CNMV dio indicaciones sobre la conveniencia en ciertos casos de valorar al precio *bid* o de aplicar esquemas de *swing pricing*.

Las **condiciones de liquidez** de los fondos se evaluaron en función de diferentes indicadores como los volúmenes de negociación, el tiempo para deshacer una posición o la disponibilidad de precios para poder realizar compraventas. También se prestó atención a las calificaciones crediticias de los activos de deuda de estas instituciones y, en particular, a los activos calificados con BBB,

al ser el último escalón que pertenece a la deuda de alta calidad (*investment grade*), que podría verse afectado si se percibiese un empeoramiento del riesgo de crédito de las compañías emisoras. Con el resultado de estos análisis la CNMV realiza de forma continua un seguimiento especial de una serie de sociedades gestoras que gestionan al menos un fondo con una exposición más elevada a los activos considerados como menos líquidos o a la deuda con peor calificación crediticia.

En relación con el **seguimiento de los reembolsos**, se estima que su volumen neto acumulado desde que se recrudeció la crisis a primeros de marzo hasta finales de dicho mes ascendió a aproximadamente 5.500 millones de euros, una cifra que las gestoras afrontaron sin incidencias. En un número reducido de fondos los reembolsos superaron el 20 % del patrimonio, porcentaje que obliga a una comunicación de información relevante (a estos efectos se tienen en cuenta los reembolsos realizados en un solo acto; no obstante, cuando los límites se alcanzan a través de sucesivos reembolsos solicitados por un mismo partícipe o por varios partícipes pertenecientes al mismo grupo en un periodo de dos meses, también se considera como hecho relevante). La única incidencia reseñable que se produjo afectó a un fondo de fondos que tenía en su cartera participaciones de una SICAV luxemburguesa que había suspendido el cálculo del valor liquidativo. En consecuencia, el fondo realizó suscripciones y reembolsos parciales con normalidad sin tener en cuenta esa inversión, que representaba un 7,1 % de su cartera. Finalmente, cabe señalar la introducción, en virtud del Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes complementarias en el ámbito social y económico para hacer frente al COVID-19, de una **nueva herramienta macroprudencial** consistente en la posibilidad de establecer plazos de preaviso para los reembolsos sin sujeción a los requisitos de plazo, importe mínimo y constancia previa en el reglamento de gestión, aplicables con carácter ordinario. Estos plazos pueden ser establecidos por la gestora o por la propia CNMV.

Al margen de estas actuaciones, la CNMV también adoptó una serie de medidas relacionadas con determinadas obligaciones de información de las sociedades gestoras de IIC y de las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo y, de forma excepcional, permitió la evaluación a distancia en el ámbito de aplicación de la Guía técnica 4/2017 para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y asesora.

#### iv) **Coordinación e interacción con otras instituciones**

En la gestión de esta crisis la coordinación con otras instituciones, tanto nacionales como foráneas, ha sido esencial. A nivel nacional cabe destacar las reuniones —cuya frecuencia aumentó sensiblemente— que se celebraron en el seno de la Autoridad Macropudencial Comité de Estabilidad Financiera (AMCESFI), que reúne a representantes del Ministerio de Economía, del Banco de España, de la CNMV y de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones para analizar la situación del sistema financiero español desde el punto de vista de la estabilidad financiera. En momentos de turbulencias en los mercados es importante que los supervisores financieros intercambien información para conocer el alcance de los riesgos y, si procede, adoptar las medidas necesarias.

A nivel internacional, la CNMV intensificó el intercambio de información con las distintas instituciones de las que forma parte o con las que mantiene contacto habitualmente como, por ejemplo, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), ESMA o la Junta Europeo de Riesgo Sistémico (ESRB). Además, colaboró en varios grupos de trabajos específicos creados en el seno de estas instituciones para analizar y abordar algunas posibles vulnerabilidades puestas de manifiesto durante la crisis y evaluar las medidas adoptadas por las diferentes autoridades. Algunos ejemplos de estos trabajos están relacionados con el riesgo de liquidez de los fondos en momentos de turbulencias y la idoneidad de las herramientas de gestión de la liquidez o con la evaluación de las calificaciones crediticias.

---

1 La mayor parte de las actuaciones adoptadas por la CNMV están publicadas en CNMV - Informaciones relacionadas con la situación creada por el COVID-19.



## Análisis del efecto de las restricciones a la operativa en corto sobre acciones españolas entre marzo y mayo de 2020

RECUADRO 4

RECUADROS  
Informe anual CNMV  
2020

La evolución de los precios de la renta variable estuvo condicionada en 2020, a nivel global, por la expansión del COVID-19. El rápido avance de esta pandemia obligó a muchos países a implantar medidas de confinamiento sobre sus poblaciones, que causaron una interrupción notable de su actividad productiva y económica en general. En este contexto los índices bursátiles más importantes registraron fuertes descensos durante el primer trimestre del año y, en especial, durante el mes de marzo.

Concretamente, el 12 de marzo de 2020 los índices bursátiles europeos experimentaron caídas extraordinariamente elevadas. La del Ibex 35 fue del 14,1 %, la mayor en una sola jornada en sus 28 años de historia. Ante esta situación, la CNMV acordó prohibir las ventas en corto durante la jornada del 13 de marzo sobre todas las acciones líquidas admitidas a negociación en las bolsas de valores españolas cuyo precio hubiese caído más de un 10 % en la sesión anterior (12 de marzo) y sobre todas las acciones ilíquidas<sup>1</sup>, cuando dicha caída hubiese superado el 20 %. La prohibición afectó a 69 valores en total y se realizó al amparo de lo previsto en el artículo 23 del Reglamento (UE) n.º 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012.

Tras una nueva sesión de fuertes caídas el 16 de marzo, conforme al artículo 20 del citado reglamento, la CNMV prohibió, durante un mes que posteriormente se prorrogó a dos<sup>2</sup>, la constitución o el incremento de posiciones cortas netas sobre acciones admitidas a cotización en centros de negociación españoles respecto de las que la CNMV es la autoridad competente. En esa fecha, el Ibex 35 cayó un 7,9 %, que se acumulaba a los descensos anteriores. La prohibición se realizó en atención a la excepcionalidad de la situación y a la incertidumbre existente en el mercado, que podía estar reforzando la tendencia vendedora y alentando una espiral bajista. Al día siguiente, las autoridades supervisoras equivalentes a la CNMV de Francia, Italia, Bélgica, Austria y Grecia adoptaron medidas similares.

La norma permite adoptar esta medida para preservar la estabilidad financiera y la confianza de los inversores en momentos en los que hay turbulencias que se pueden traducir en movimientos de precios desordenados. Pero esta actuación también puede afectar a la eficiencia de los mercados, es decir, una prohibición de este tipo puede reducir la velocidad a la que se ajustan los precios a la información disponible y deteriorar algunas medidas de liquidez, como la horquilla *bid-ask* o el propio volumen de negociación. Por ello, la CNMV decidió realizar un estudio<sup>3</sup> para determinar cuál había sido el impacto, en términos de eficiencia de mercado, de las restricciones sobre la operativa en corto descritas anteriormente. En concreto, se examinó su repercusión en algunas medidas de liquidez (como la horquilla *bid-ask*, el volumen de contratación o la ratio de Amihud<sup>4</sup>) y también en la evolución y la volatilidad intradía de los precios. Además, el estudio analizó si la prohibición pudo influir en el riesgo de crédito de los emisores financieros y no financieros cuyos valores cotizan en los mercados de renta variable.

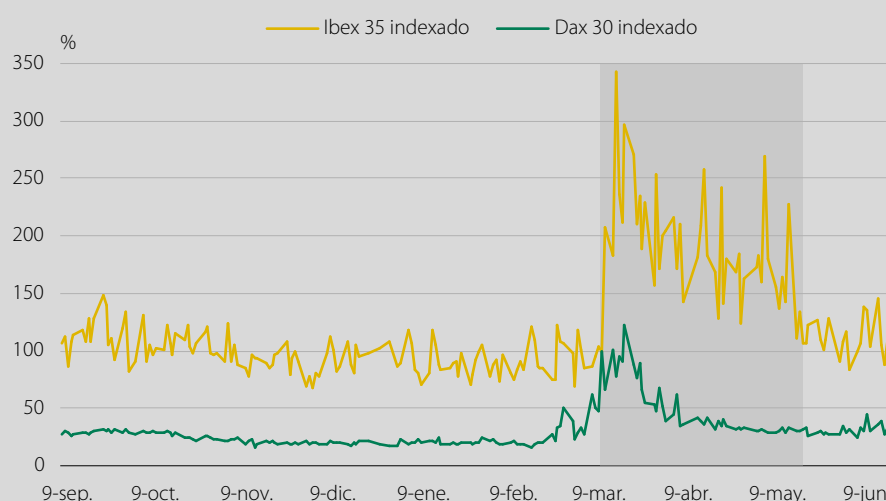
La primera parte del análisis se basó en establecer una comparativa entre lo sucedido durante el periodo de las prohibiciones y los componentes del Ibex 35 y los de otro índice comparable en un mercado sin restricciones, en este caso el Dax 30 alemán. Se estudiaron variables relacionadas con las rentabilidades, volatilidades y medidas de liquidez de las acciones cotizadas que integran el Ibex 35 y el Dax 30 entre el 9 de septiembre de 2019 y el 19 de junio de 2020. Por tanto, se recogieron datos suficientes de sesiones previas y posteriores a la adopción de la prohibición de aumentar o constituir posiciones cortas netas por parte de la CNMV. En una segunda parte del análisis y utilizando el mismo periodo de tiempo, se observó cómo pudieron influir estas restricciones en el riesgo de crédito de los emisores de los valores sujetos a ellas, en comparación con los valores del mercado sin restricciones.

De los análisis descriptivos y econométricos que se realizaron en el estudio se obtuvieron las siguientes conclusiones:

- Los diferenciales *bid-ask* de las acciones del Ibex 35 y del Dax 30 se incrementaron en los primeros días tras el establecimiento de la prohibición y después tendieron a reducirse. El incremento inicial en términos relativos fue más intenso en el caso de los valores españoles, por lo que, a pesar de la disminución posterior, solo se alcanzaron los valores precrisis una vez se levantó la prohibición. En cambio, en los valores alemanes la recuperación fue más rápida. El análisis econométrico revela que los valores sujetos a la prohibición habrían experimentado un deterioro de la liquidez en relación con la situación de no prohibición, efecto que, aunque atenuado, persiste una vez levantadas las restricciones.

**Bid-ask diarios de los mercados español y alemán  
(índice 100 corresponde a 12/03/2020)**

GRÁFICO R4.1



Fuente: Datastream y elaboración propia. El área sombreada indica el periodo en el que la CNMV prohibió la constitución o el incremento de posiciones cortas sobre acciones admitidas a cotización en centros de negociación españoles.

- La contratación de las acciones del Ibex 35 disminuyó una vez se adoptó la prohibición hasta alcanzar cotas inferiores a la de la contratación registrada en el periodo anterior a la crisis. Una vez que la prohibición concluyó, se produjo un nuevo aumento de esta. Por su parte, la contratación de los componentes del Dax 30 durante la prohibición disminuyó de forma notable en las fechas posteriores a dicho anuncio y su tendencia fue similar a la de los del Ibex 35. Una vez levantada la prohibición, la contratación de ambos mercados siguió comportándose de manera similar. En este caso, del análisis econométrico se concluye que la prohibición no tuvo un impacto significativo en la contratación de los valores sujetos a ella.
- La media de la ratio de Amihud aumentó durante el periodo de prohibición tanto para los valores integrantes del Ibex 35 como para los del Dax 30. Esto sugiere que ambos mercados perdieron profundidad durante ese lapso, lo que cabría atribuir al entorno generalizado de turbulencias. Si se atiende a la evolución temporal durante la prohibición, se observa que los componentes del Ibex 35 perdieron más profundidad que los del Dax 30. Sin embargo, una vez la prohibición dejó de estar en vigor, ambos mercados ganaron en profundidad y alcanzaron cotas similares a las registradas antes de esta. Por su parte, el análisis econométrico no encontró evidencia de que la prohibición tuviera un efecto negativo en la ratio de Amihud de los valores sujetos a ella. La mayor pérdida de profundidad de los valores españoles podría explicarse en gran medida por el mayor riesgo-país de estos valores más que por las restricciones.
- Para ambos índices de renta variable se observa que la volatilidad fue mayor durante la prohibición que en el periodo inmediatamente anterior. Solo en las últimas sesiones, una vez que esta ya no estaba en vigor, los niveles de volatilidad fueron similares a los valores previos a las turbulencias. No se observó que la volatilidad tuviera un comportamiento diferente durante la prohibición con respecto al que hubiera tenido sin ella.
- Tampoco se encontró evidencia de que la prohibición tuviera ningún efecto diferencial en la evolución de los precios de las acciones que componen el Ibex 35 en relación con la evolución de los precios de las acciones del Dax 30, ni tampoco con respecto a la situación anterior a ella.
- Finalmente, se pudo comprobar cómo los diferenciales de crédito aumentaron de forma notable en torno a los días previos a la puesta en marcha de la prohibición. Estos diferenciales se fueron reduciendo a medida que la pandemia en Europa se fue moderando, si bien se encontraban todavía por encima de su nivel precrisis. En este sentido, los valores alemanes se recuperaron en mayor medida que los españoles. En cuanto al análisis econométrico, no se encontró evidencia de que la prohibición tuviera ningún tipo de influencia en los diferenciales de riesgo de crédito de los emisores de renta variable españoles durante su vigencia ni después de que se levantara.

En definitiva, el análisis realizado no encontró evidencia reseñable de efectos imputables a la prohibición de constituir o incrementar las posiciones cortas netas en variables relevantes como los volúmenes de contratación, los precios,

la volatilidad o el riesgo de crédito de los emisores afectados, identificando únicamente un aumento mayor en los diferenciales *bid-ask* (es decir, un cierto deterioro de su liquidez), que después ha persistido en cierta medida.

- 1 Según el Reglamento Delegado (UE) n.º 918/2012 de la Comisión, de 5 de julio de 2012.
- 2 La prohibición se realizó en un principio hasta el 17 de abril, prorrogable por periodos adicionales no superiores a tres meses si fuese necesario. En la práctica, las prórrogas se realizan cada mes. En este caso la prohibición estuvo en vigor hasta el 18 de mayo, después de una prórroga que comenzó el 18 de abril.
- 3 El estudio completo está disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/OTROS/Informe\\_ventas\\_en\\_corto\\_23072020.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/OTROS/Informe_ventas_en_corto_23072020.pdf)
- 4 La ratio de iliquidez de Amihud se define para cada uno de los valores considerados como:  $\frac{1}{T} \sum_{i=1}^T \frac{|r_i|}{\epsilon V_i}$ , donde  $|r_i|$  es la rentabilidad diaria en valor absoluto y  $\epsilon V_i$  la contratación diaria en euros. La ratio se ha calculado teniendo en cuenta 5 sesiones, por tanto  $t$  es igual a 5. Al ser una ratio de iliquidez, cuanto mayor sea su valor, menos liquidez existe para ese valor. Cuando se ha calculado la ratio para todo un mercado, se ha calculado como la media simple de la ratio individual de los valores que cotizan en ese mercado.

## Evolución de la calificación crediticia de las emisiones de deuda españolas desde el inicio de la crisis del COVID-19

RECUADRO 5

La crisis del coronavirus originada a principios de 2020 ha deteriorado la actividad económica, suscitando ciertas dudas en torno a la evolución de la solvencia de las compañías más afectadas y, por tanto, de su riesgo de crédito. La CNMV elabora informes trimestrales con el objetivo de analizar las calificaciones crediticias de los activos de deuda españoles desde el principio de la crisis. El primero de estos informes<sup>1</sup>, además, comparaba estas con las calificaciones de una muestra de emisores privados de otros países europeos. Un aumento del riesgo de crédito, de observarse y persistir, podría reflejarse en rebajas en los *ratings* de las diferentes compañías, que, de ser significativas, podrían producir efectos perjudiciales en muchos de los agentes que participan en los mercados y, en última instancia, podrían tener implicaciones negativas para la estabilidad financiera. Entre otras, podrían producirse ventas significativas de activos, espirales bajistas de precios, diferentes fenómenos de contagio entre entidades, encarecimiento de la financiación, etc.

El análisis efectuado sobre la deuda española<sup>2</sup> se lleva a cabo con las emisiones vivas de renta fija al cierre de cada trimestre. El número de emisiones de las que se disponía de información con ISIN se ha situado en torno a 3.350 cada trimestre y de ellas se analizan regularmente las emisiones de las que se dispone de calificación crediticia (aproximadamente un 95 % del total de deuda con ISIN). Tal y como se observa en el cuadro R5.1, se produjo un aumento considerable del saldo vivo de deuda con calificación entre marzo y junio, de 1.685.262 millones de euros a 1.777.151 millones de euros, como respuesta a las necesidades de liquidez en el contexto de la crisis y aprovechando los bajos tipos de interés. También se registró un aumento en septiembre, hasta 1.795.355 millones de euros, seguido de una ligera disminución hasta 1.769.732 millones de euros en diciembre, sobre todo debido a la amortización de algunos activos de deuda de alta calidad crediticia.

Este análisis pone de manifiesto que las emisiones de renta fija española analizadas tienen en su mayoría la consideración de grado de inversión —*investment grade*— (con calificación BBB o superior), pues las que gozan de esta calificación suponen como promedio para el periodo de análisis un 96,5 % del total de las emisiones para las que se ha obtenido *rating*. Este porcentaje se ha mantenido bastante estable durante el año, aunque en el último trimestre disminuyó ligeramente y se situó en el 96,3 %. Este retroceso se explica casi en su totalidad por la reducción de los valores con calificación A y AA (debido a la amortización de deuda de la Administración central en el primer caso y a la de instituciones financieras monetarias y no monetarias en el segundo).

**Saldo en circulación de valores de renta fija española con rating obtenido**

CUADRO R5.1

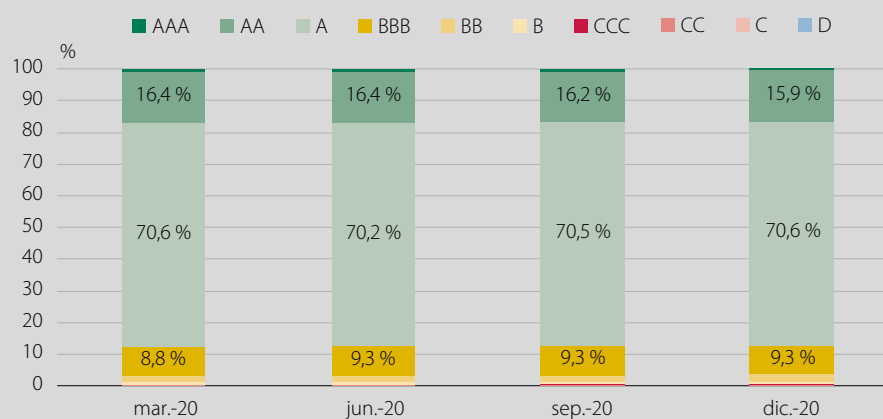
	31-mar.	30-jun.	30-sep.	31-dic.
<i>Rating</i>	1.685.262	1.777.151	1.795.335	1.769.732
AAA	12.179	11.685	11.145	9.353
AA	276.236	292.270	290.104	281.901
A	1.189.536	1.248.205	1.264.816	1.248.997
BBB	148.936	164.487	167.247	163.751
BB	35.107	36.240	35.990	39.849
B	11.383	11.691	12.819	12.660
CCC	4.897	4.988	5.081	5.063
CC	3.011	3.129	3.107	3.082
C	2.338	2.229	2.807	2.863
D	1.637	2.227	2.220	2.213
<b>Pro memoria</b>				
BBB	148.936	164.487	167.247	163.751
BBB+	28.245	40.088	37.664	37.454
BBB	65.942	45.720	48.097	47.652
BBB-	54.749	78.679	81.486	78.646
Sin dato de rating	92.994	93.148	90.947	114.035

Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV. Datos de nominales en millones de euros.

Cabe destacar que la calificación con un mayor volumen de saldo en circulación es el *rating* A (70,5 % de media en el año sobre el total en circulación con *rating*), puesto que engloba las emisiones de deuda del Estado, tanto a corto como a largo plazo (véase gráfico R5.1). De marzo a junio se produjo un ligero aumento de la importancia del saldo de deuda BBB, desde el 8,8 % hasta el 9,3 %, valor en el que se mantuvo hasta finalizar el ejercicio. Por tanto, aunque la mayor parte de la deuda española continúa siendo de alta calidad, se registró una leve recomposición dentro de este grupo hacia activos de menor calidad crediticia, que se mantiene desde entonces.

**Rating valores de renta fija española (% sobre el saldo vivo)**

GRÁFICO R5.1



Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV.

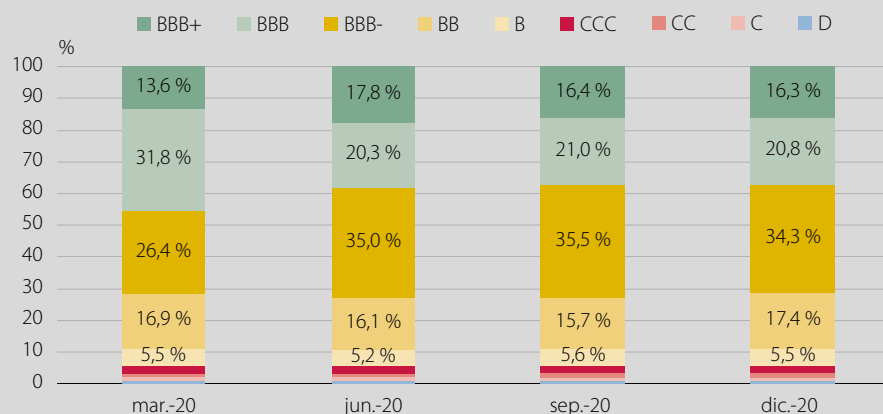
Como consecuencia de esta evolución es importante analizar el grupo de deuda BBB y, específicamente dentro de este, aquellas emisiones que teniendo grado de inversión se sitúan en el escalón previo a ser consideradas como *high yield* (nivel BBB- para Fitch y S&P o Baa3 para Moody's). Pues bien, como se observa en el cuadro R5.1, el importe de la deuda BBB- aumentó de marzo a junio desde los 54.749 millones de euros hasta los 78.679 millones (casi 24.000 millones de euros más), debido, sobre todo, a las rebajas en los *ratings* de bonos de la Comunidad de Madrid, así como en los de distintas emisiones de instituciones financieras monetarias y de sociedades no financieras. Con posterioridad, las variaciones del saldo vivo de deuda BBB- fueron mucho menos acusadas: entre junio y septiembre fue algo superior a los 2.807 millones de euros y se debió a la rebaja de la calificación crediticia de distintos activos emitidos por la comunidad autónoma de Canarias y por entidades del sector financiero, así como por las nuevas emisiones a las que se les asignó esta calificación. En el último trimestre del año, este saldo incluso disminuyó (2.840 millones de euros), fruto del gran volumen de amortizaciones experimentado y de un menor ritmo de emisiones con *rating* BBB-, ya que en este periodo de tiempo no hubo rebajas de la calificación crediticia de este tipo de emisiones. En relación con el total de deuda BBB (que incluye BBB+, BBB y BBB-), la deuda BBB- se incrementó desde el 37 % en marzo hasta el 48 % en junio, proporción en la que se mantuvo hasta finalizar el año. En relación con el total de deuda, el aumento fue desde el 3,2 % hasta el 4,4 %.

El incremento del saldo de deuda BBB- entre marzo y junio hizo que desde este último mes el tamaño de esta deuda fuera superior al de las emisiones *high yield*. A pesar de que esta diferencia se redujo levemente en el último trimestre del año es importante tener presente que, con esta evolución, en el caso de producirse una rebaja masiva de calificaciones crediticias, existiría la posibilidad de que el mercado de deuda *high yield* no pudiera absorber sin dificultades el importe de deuda BBB- rebajado. En cualquier caso, esta cuestión podría tener menos relevancia si se concibe el mercado de deuda de referencia a escala europea y no estrictamente doméstica.

Con respecto a la proporción de deuda *high yield*, cabe mencionar que tras permanecer estable durante la mayor parte del año (en torno al 3,5 % del total en circulación), se incrementó ligeramente hasta el 3,7 % en el último trimestre de 2020 debido a la emisión de nuevos activos con calificación BB (*high yield*), ya que no ha habido rebajas en las calificaciones de activos hacia este grupo de deuda. Estas emisiones fueron en su mayoría hechas por sociedades no financieras (el 80,5 %), concretamente dos emisiones de bonos de Cellnex Telecom (por un valor total de 2.500 millones de euros) y una emisión de bonos y otra de obligaciones de El Corte Inglés (1.200 millones de euros).

Valores de renta fija española con *rating* BBB o inferior  
(% sobre el saldo vivo)

GRÁFICO R5.2



Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV.

En conclusión, si bien el análisis identifica en los primeros meses de la crisis un cierto aumento de las rebajas de los *ratings* de la deuda española en determinados emisores y sectores, no se puede deducir que estas sean significativas ni generalizadas. Así lo muestra la estabilidad del elevado porcentaje de deuda de alta calidad (*investment grade*), aunque con una cierta recomposición dentro de este grupo hacia los niveles de *rating* más bajos. Por tanto, no se observa un deterioro destacable de la calidad crediticia de los emisores españoles en el contexto de la crisis, aunque cabe destacar que esta medida no contempla la evolución de muchas compañías de menor tamaño (que no disponen de calificación crediticia).

- 1 Véase Cambón Murcia, M.I. y Gordillo Santos, J.A. (2020). «Evolución de las calificaciones crediticias de los activos de deuda española desde el inicio de la crisis del COVID-19». *Boletín de la CNMV*, Trimestre III, pp. 93-121. Disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin\\_III\\_2020\\_web.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_III_2020_web.pdf)
- 2 A los efectos del estudio mencionado, se considera deuda española aquella emitida por un emisor de nacionalidad española o una entidad que pertenezca a un grupo cuya matriz sea española, aunque las emisiones se hayan realizado en el exterior.



El 1 de enero de 2020 entró en vigor el Reglamento (UE) 2019/2099 del Parlamento y del Consejo, que modifica el Reglamento (UE) 648/2012 en lo que respecta a los procedimientos de autorización de las entidades de contrapartida central (ECC), las autoridades que participan en la misma y los requisitos para el reconocimiento de las ECC de terceros países, conocido más familiarmente como EMIR 2.2. Con dicha modificación se trataba fundamentalmente de reforzar el sistema de supervisión existente de las ECC autorizadas a prestar servicios de compensación en la Unión Europea, tanto si están establecidas en la propia Unión como si lo están en terceros países.

Una de las piezas clave del nuevo marco institucional desarrollado en esta revisión del Reglamento EMIR es la creación de un comité permanente en ESMA en el que discutir y acordar entre las autoridades competentes de las ECC establecidas en la Unión, así como otras autoridades que pudieran tener también interés en su funcionamiento, los criterios de supervisión que se deben aplicar en la vigilancia de estas infraestructuras. En concreto, dicho comité, al que se le ha dado el nombre de Comité de Supervisión de ECC, tiene como funciones:

- Realizar, como mínimo una vez al año, una evaluación *inter pares* de las actividades de supervisión de todas las autoridades competentes de las ECC establecidas en la Unión.
- Iniciar y coordinar, como mínimo una vez al año, evaluaciones a escala de la Unión Europea, de la resiliencia de las ECC frente a evoluciones adversas de los mercados (*stress test*).
- Validar cambios significativos de los modelos de las ECC.
- Promover el intercambio de impresiones y debates periódicos entre las autoridades competentes de las ECC, en particular, en lo que respecta a:
  - Las actividades y decisiones de supervisión que hayan adoptado las autoridades competentes de las ECC de la Unión.
  - Los proyectos de decisión presentados a ESMA por una autoridad competente en diversos asuntos tales como: la prestación de nuevos servicios, la adquisición de participaciones significativas, los registros obligatorios de las ECC, la externalización de funciones críticas, etc.
  - Las novedades del mercado, incluidas las situaciones o acontecimientos que tengan o puedan tener una incidencia en la solidez o en la resiliencia de las ECC establecidas en la Unión.
- Debatir los dictámenes y recomendaciones adoptados por los colegios de ECC, con la finalidad de contribuir a un funcionamiento uniforme y

coherente de los colegios e impulsar la coherencia en la aplicación de EMIR.

Asimismo, se le otorgan a ESMA funciones específicas para promulgar directrices o recomendaciones cuando, a raíz de las discusiones en el Comité de Supervisión de ECC, se aprecie una falta de convergencia y coherencia en la aplicación de EMIR.

En lo que respecta a las ECC establecidas en terceros países, el Comité de Supervisión de ECC tiene la función de realizar las tareas asignadas a ESMA en EMIR 2.2 y que se refieren esencialmente a:

- El reconocimiento de ECC establecidas en terceros países.
- La determinación de la posibilidad de estas de acogerse a un régimen de cumplimiento equiparable, por el que podrán cumplir con las obligaciones establecidas en el Reglamento EMIR a partir del cumplimiento de obligaciones existentes en el país de origen de la ECC.
- La verificación de que las ECC establecidas en terceros países cuyas actividades resulten relevantes para la Unión desde un punto de vista sistémico cumplen de manera continuada con los requisitos establecidos en EMIR.

Por todo lo anterior, a principios de 2020 se constituyó el Comité de Supervisión de ECC, en el que participa activamente la CNMV junto con otras autoridades de la Unión Europea, habiéndose mantenido reuniones con periodicidad casi mensual y siendo destacado su papel de facilitador de la cooperación entre las autoridades competentes durante los meses de crisis más aguda en los mercados tras la irrupción del COVID-19.

## Test de estrés sobre los fondos de inversión mobiliarios

RECUADRO 7

El riesgo de liquidez y, en particular, el riesgo de que la proporción de activos líquidos de los fondos de inversión pueda no ser suficiente para atender un aumento potencial en el volumen de peticiones de reembolsos es una de las vulnerabilidades más relevantes que se identifican desde hace algunos años sobre el conjunto de estas instituciones en el ámbito internacional. De hecho, durante la crisis financiera global se produjeron varios casos de fondos monetarios que experimentaron dificultades para atender el incremento de los reembolsos. Desde el punto de vista de los supervisores de estas instituciones, la evaluación e identificación de este riesgo, junto con el desarrollo de herramientas que permitan gestionarlo adecuadamente, se han convertido en tareas esenciales. Así, en lo que respecta a los trabajos destinados a la identificación de este riesgo, se destacan en este recuadro las pruebas conocidas como *test de estrés*, que simulan un *shock* (o varios) en el mercado y evalúan el grado de fortaleza de las instituciones. Este recuadro resume los resultados más relevantes de un ejercicio de este tipo sobre los fondos de inversión mobiliarios españoles, aplicando una metodología que fue iniciada por la Autoridad Europea de Valores y Mercados —en el marco de trabajo de STRESI— (ESMA, 2019<sup>1</sup>) y posteriormente ampliada por la CNMV (véase Ojea, 2020<sup>2</sup>).

En concreto, la CNMV diseñó un test de estrés para el sector de fondos de inversión monetarios, instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS) y cuasi-UCITS<sup>3</sup>. La base de datos utilizada para realizar el test se ha extraído de los estados reservados que envían las gestoras de fondos de inversión españoles a la CNMV en su labor como supervisor. La granularidad de la información contenida en esa base de datos con respecto al tipo de partícipe, la composición de la cartera del fondo, la vocación y el volumen de activos permite clasificar los fondos en categorías detalladas y representativas. En este caso, las categorías en las que se han categorizado los fondos de inversión mobiliarios son, siguiendo la clasificación utilizada por ESMA: i) fondos de deuda pública mayorista, ii) fondos de deuda pública minorista, iii) fondos de renta fija corporativa con grado de inversión, iv) fondos de renta fija corporativa de alto rendimiento, v) fondos de renta fija mixta, vi) fondos de renta variable mayorista, vii) fondos de renta variable minorista y viii) otros fondos de inversión (globales y de retorno absoluto). A continuación se realiza un filtrado de fondos, detallado en Ojea (2020), mediante el que se eliminan de la muestra fondos que, por sus características, podrían introducir distorsiones en la simulación de escenarios. Entre otros, se eliminan aquellos fondos cuyas carteras tienen activos no identificables que suponen más del 40 % de su patrimonio (por ejemplo, fondos que principalmente invierten en otros fondos). También se omiten los fondos garantizados, por ser fondos que penalizan los reembolsos fuera de las ventanas de liquidez que se encuentran preestablecidas.

### Resultados del test del estrés con datos a 30 de diciembre de 2020

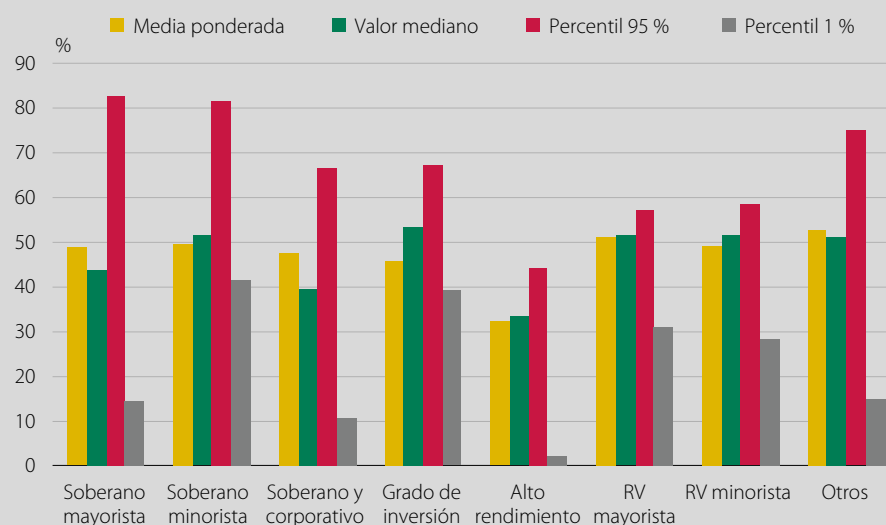
Mediante la metodología desarrollada por la CNMV, se ha llevado a cabo el ejercicio de test de estrés para los fondos de inversión mobiliarios con datos desde diciembre de 2008 hasta diciembre de 2020. A continuación se presentan los tres tipos de resultados más importantes obtenidos. En primer lugar, se cuantifica la proporción de activos líquidos en la cartera de los fondos de

inversión. A continuación, se identifican los fondos que podrían experimentar dificultades para atender las peticiones de reembolsos en diferentes escenarios adversos y, finalmente, se hace una estimación del impacto sobre los mercados financieros derivado de la venta de activos de los fondos.

En el gráfico R7.1 se representa la proporción de activos líquidos de los fondos medido a través del enfoque *High Quality Liquid Assets (HQLA<sup>4</sup>)* por categoría, que delimita los activos a disposición de los fondos para afrontar un *shock* negativo que pudiera suceder durante los siguientes seis meses. La media ponderada de activos líquidos (según este criterio) para la mayoría de categorías se sitúa en torno al 50 % del patrimonio de los fondos. Solo las categorías que incluyen bonos corporativos se encuentran claramente por debajo de esta proporción, en particular la que incluye fondos con un gran porcentaje de bonos corporativos de alto rendimiento en sus carteras. También es importante señalar que en todas las categorías existe un porcentaje de fondos que tienen una liquidez disponible muy por debajo de la media. Esto es especialmente relevante para las categorías de soberano mayorista, y soberano y corporativo.

Proporción de activos líquidos (HQLA) de los fondos de inversión por categoría

GRÁFICO R7.1



Fuente: CNMV.

El análisis, que contempla diferentes escenarios de *shocks* de reembolsos sobre las diferentes categorías de fondos, revela que el mercado de fondos de inversión mobiliarios es, en general, resistente a los escenarios planteados. Como se observa en el cuadro R7.1, que representa el porcentaje de fondos (o de patrimonio) dentro de cada categoría que podría experimentar dificultades a la hora de atender los reembolsos de diferentes escenarios, solo en la categoría de fondos de renta fija corporativa de alto rendimiento existen fondos que podrían atravesar problemas de liquidez en todos los escenarios contemplados. Además, únicamente otra categoría, la de otros fondos de inversión, presenta fondos que podrían atravesar problemas en el escenario más extremo, denominado *Conditional Expected Shortfall, CoES<sup>5</sup>* ( $\alpha = \beta = 2$  %). Para el caso de los fondos de renta fija de alto rendimiento, se identifican 2

fondos que podrían atravesar dificultades en los escenarios menos extremos: *Expected Shortfall*, *ES* ( $\alpha = 3\%$ ), *CoES* ( $\alpha = \beta = \sqrt{5}\%$ ) y *CoES* ( $\alpha = \beta = \sqrt{3}\%$ ). Este número es de 3 cuando se contempla el escenario algo más extremo *CoES* ( $\alpha = \beta = \sqrt{2}\%$ ) y de 9 en el escenario más extremo de todos. Estos fondos representan el 5,2 % (2 fondos), el 7,9 % (3 fondos) y el 23,7 % (9 fondos) de los fondos en esta categoría y suponen, de nuevo en términos de patrimonio, sobre el total de la categoría: el 3,9 %, el 4,0 % y el 8,2 % respectivamente. Por su parte, en concreto, son 2 los fondos que pertenecen a la categoría de otros fondos que podrían tener problemas de liquidez en el escenario más extremo. Estos fondos constituyen el 2,1 % de los fondos de la categoría y el 14,2 % del patrimonio.

### Resultados de los test de estrés (flujos agregados)

CUADRO R7.1

%

#### Número de fondos con $RCR^1 < 1$ en cada estilo/total de fondos en cada estilo

Escenarios	Soberano		Soberano y corporativo	Corporativo	Corporativo	Renta	Renta	Otros
	mayorista	minorista		grado de inversión	alto rendimiento	variable mayorista	variable minorista	
<i>ES</i> ( $\alpha = 3\%^2$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	5,3	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ( $\alpha = \beta = \sqrt{5}\%$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	5,3	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ( $\alpha = \beta = \sqrt{3}\%$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	5,3	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ( $\alpha = \beta = \sqrt{2}\%$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	7,9	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ( $\alpha = \beta = 2\%^3$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	23,7	0,0	0,0	2,1

#### Patrimonio de los fondos con $RCR^1 < 1$ en cada estilo/Total de fondos en cada estilo

Escenarios	Soberano		Soberano y corporativo	Corporativo	Corporativo	Renta	Renta	Otros
	mayorista	minorista		grado de inversión	alto rendimiento	variable mayorista	variable minorista	
<i>ES</i> ( $\alpha = 3\%^2$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	3,9	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ( $\alpha = \beta = \sqrt{5}\%$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	3,9	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ( $\alpha = \beta = \sqrt{3}\%$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	3,9	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ( $\alpha = \beta = \sqrt{2}\%$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	4,0	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ( $\alpha = \beta = 2\%^3$ )	0,0	0,0	0,5	0,0	8,2	0,0	0,0	14,2

Fuente: CNMV. (1) RCR es la ratio de cobertura de reembolsos y se define como el cociente entre el volumen de activos líquidos de cada fondo y el tamaño del reembolso. Por tanto, aquellos fondos con  $RCR < 1$  se identifican como los que pueden experimentar problemas de liquidez de forma directa. (2) Este es el escenario central contemplado en el test de estrés que se lleva a cabo en ESMA (2019). *ES* es el acrónimo de *Expected Shortfall*, una medida de riesgo que evalúa, en este caso, los reembolsos esperados cuando se consideran solo los mayores reembolsos que se pueden experimentar. En este ejercicio se considera el 3 % de mayores reembolsos. (3) El número de fondos que podrían presentar problemas de liquidez son 8: 1 corresponde a la categoría de soberano y corporativo, 6 a la de corporativo de alto rendimiento y 1 a la de otros.

El último paso de este ejercicio consiste en estimar el impacto en los precios de los mercados de deuda y renta variable cuando los fondos se enfrentan a escenarios de reembolsos adversos. Estos resultados, que se muestran en el cuadro R7.2, sugieren que el impacto es limitado. Como era de esperar, incluso en el escenario más adverso, *CoES* ( $\alpha = \beta = 2\%$ ), y con el método de liqui-

dación prorrateada<sup>6</sup>, se estima que los precios de los activos de renta variable caerían de media 6,95 puntos básicos (p.b.), los de la deuda privada *investment grade* (IG) lo harían 6,80 p.b., los de la deuda privada *high yield* (HY) 4,87 p.b. y los de la deuda pública 2,76 p.b.

**Impacto sobre los precios de los activos en los mercados de valores** CUADRO R7.2

**Liquidación prorrateada (p.b.)**

Escenarios	Deuda pública	Deuda privada IG	Deuda privada HY	Renta variable
ES ( $\alpha = 3\%$ <sup>1</sup> )	1,43	3,06	1,59	3,40
CoES ( $\alpha = \beta = \sqrt{5\%}$ )	1,17	2,44	1,15	2,67
CoES ( $\alpha = \beta = \sqrt{3\%}$ )	1,40	3,03	1,58	3,27
CoES ( $\alpha = \beta = \sqrt{2\%}$ )	1,60	3,47	1,86	3,82
CoES ( $\alpha = \beta = 2\%$ )	2,76	6,80	4,87	6,95

Fuente: CNMV. (1) Este es el escenario central contemplado para el test de estrés que se lleva a cabo en ESMA (2019). ES es el acrónimo de *Expected Shortfall*, una medida de riesgo que evalúa, en este caso, los reembolsos esperados cuando se consideran solo los mayores reembolsos que se pueden experimentar. En este ejercicio se considera el 3 % de mayores reembolsos.

- ESMA (2019). *Stress simulation for Investment funds*. ESMA Economic Report.
- Ojea, J. (2020). «Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión». *Boletín de la CNMV*, Trimestre II, pp. 25-47.
- Los fondos monetarios son aquellos regulados en el Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre fondos del mercado monetario. Los fondos UCITS son aquellos regulados en la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios. En España, tanto los fondos considerados UCITS como los cuasi-UCITS están regulados por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y su reglamento de aplicación, que traspone a la legislación española la Directiva 2009/65/CE. Es importante señalar que, según la normativa europea, la mayoría de los fondos cuasi-UCITS se consideran instituciones de inversión colectiva alternativa, que ESMA incluye en la categoría de «otros». Estos fondos alternativos se encuentran regulados a nivel europeo mediante la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010.
- El enfoque *High Quality Liquid Assets* mide la liquidez de la cartera del fondo mediante un índice que atribuye a cada clase de activo un grado de liquidez (un peso que puede tomar valores de 0 a 100) en función de sus características:  $HQLA_i = \sum_{k=1}^n (w_{i,k} * S_{i,k}) * 100$ . Donde  $w_{i,k}$  es el peso (grado de liquidez) que tiene el activo  $k$  del fondo  $i$  y  $S_{i,k}$  representa la proporción de ese activo en la cartera del fondo. Es decir, el índice *HQLA* es una media ponderada de la liquidez de los activos que componen la cartera del fondo. Los pesos atribuidos,  $w_{i,k}$ , se corresponden con los aplicados en Basilea III.
- El *CoES* se define formalmente como  $CoES_{ij}(\alpha, \beta) = \int_{F_i^{-1}(\beta)}^{F_i^{-1}(\alpha)} F_i^{-1}(v) dv$ , donde  $u = F_i^{-1}(CoVaR_{ij}(\alpha, \beta))$  y  $F_i^{-1}$  es la función de distribución inversa de la variable  $i$ . Por su parte, el *CoVaR* toma un valor que cumple en este contexto:  $Pr(\text{Flujo neto } \%_i < CoVaR_{ij}(\alpha, \beta) \mid \text{Flujo neto } \%_j < VaR_j(\alpha)) = \beta$ , donde  $VaR_j(\alpha)$  es el percentil  $\alpha$  de los flujos netos  $j$  que determina la severidad de los reembolsos condicionales, mientras que  $\beta$  es el percentil que determina la severidad de los reembolsos condicionados al escenario anterior. Por ejemplo, en un *CoES* ( $\alpha = \beta = 2\%$ ) para calcular el *shock* de reembolso al que se tienen que enfrentar los fondos de cada una de las categorías, se han tenido en cuenta el 2 % de los mayores reembolsos de cada categoría seleccionados en los momentos en los que para todo el sector de fondos se han producido el 2 % de mayores reembolsos.

- 6 El método de liquidación prorata consiste en liquidar los activos de un fondo de tal manera que siempre se mantienen las proporciones que cada activo representa en la cartera independientemente de su patrimonio. Este sería el método más apropiado desde el punto de vista de la protección del inversor y se distingue del método de liquidación en cascada, por el que se venden en primer lugar los activos más líquidos.

### Formato electrónico único europeo

RECUADRO 8

Con la entrada en vigor del Reglamento Delegado (UE) 2019/815 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2018, por el que se completa la Directiva de Transparencia en lo que respecta a la especificación de un formato electrónico único de presentación de información (FEUE), los informes financieros anuales de entidades cotizadas correspondientes a los ejercicios que comiencen a partir del 1 de enero de 2020 y que serán publicados a partir del 1 de enero de 2021 se presentarán en formato electrónico.

Sin embargo, el 26 de febrero se publicó el Reglamento (UE) 2021/337 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de febrero de 2021, por el que se ha modificado, entre otros, la Directiva de Transparencia en lo que respecta al uso del formato electrónico único de presentación de los informes financieros anuales, y que permite que los Estados miembros puedan posponer un año la aplicación del referido formato electrónico. El Estado español ha notificado a la Comisión Europea su intención de autorizar dicho aplazamiento.

Sin perjuicio de lo anterior, los emisores de valores cotizados en mercados regulados podrán remitir de manera voluntaria su informe financiero anual en formato FEUE, siempre y cuando se cumplan los requisitos establecidos en el mencionado reglamento delegado.

### Principales objetivos del Reglamento Delegado sobre el formato electrónico único europeo (FEUE)

Este nuevo formato supone que los emisores deben elaborar íntegramente sus informes financieros anuales utilizando el formato XHTML. Además, en el caso de presentar estados financieros consolidados elaborados de acuerdo con las normas internacionales de información financiera (NIIF) adoptadas, con el fin de facilitar en mayor medida la accesibilidad, el análisis y la comparabilidad, los estados financieros principales deberán etiquetarse conforme a la taxonomía NIIF utilizando el lenguaje XBRL (*Extensible Business Reporting Language*). El etiquetado será también obligatorio por bloques para las notas de la memoria consolidada a partir de 2022.

Cuando no sea adecuado utilizar los elementos incluidos en la taxonomía de base para marcar algún elemento de sus estados financieros consolidados, los emisores crearán una extensión a la referida taxonomía base.

El informe financiero anual individual se presentará en formato XHTML, mientras que el informe financiero anual consolidado consistirá en un paquete único de información, en el que deberá presentarse el documento Inline XBRL junto con los ficheros de su taxonomía de extensión.

### Difusión de los requisitos para elaborar y presentar el FEUE

La CNMV celebró en octubre de 2019 una jornada de difusión del FEUE, en la que se explicaron los principales aspectos a tener en cuenta por parte de los emisores de cara a su adaptación a los nuevos requisitos de elaboración y remisión del informe financiero anual.



Por otro lado, cabe destacar el contenido de la comunicación de la Comisión Europea de 10 de noviembre de 2020, en la que se aclaran algunas de las disposiciones previstas en el derecho de la Unión sobre la preparación, auditoría y publicación de los estados financieros redactados de conformidad con el Reglamento Delegado (UE) 2019/815, que, entre otras cuestiones, indica que la responsabilidad en la elaboración y publicación del informe financiero anual en formato FEUE recae en el órgano de administración, gestión o control del emisor, y que la conclusión de verificación por el auditor del cumplimiento de los requisitos legales establecidos en el Reglamento sobre el FEUE debe incluirse en el propio informe de auditoría.

El contenido de la referida comunicación interpretativa está alineado con el comunicado conjunto del Colegio de Registradores de España, el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de 30 de abril de 2020<sup>1</sup>, en relación con la formulación y depósito de las cuentas anuales de los emisores de valores en formato electrónico único europeo.

En la sección de la página web de ESMA relativa al FEUE<sup>2</sup> se encuentran disponibles diversos documentos, vídeos tutoriales, ficheros que permiten probar el *software* utilizado para elaborar los paquetes de reporte financiero y un manual de reporte dirigido a proporcionar orientación en la implementación de los requisitos establecidos en el reglamento delegado y, en particular, en la preparación por primera vez de los estados financieros consolidados NIIF en Inline XBRL.

---

1 Comunicado conjunto del Colegio de Registradores de España, el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de 30 de abril de 2020. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={a461e0f4-4a3d-4a35-a41b-77f46173ba17}>.

2 Enlace a la página web de ESMA relativa al FEUE: <https://www.esma.europa.eu/policy-activities/corporate-disclosure/european-single-electronic-format>.

## Revisión parcial del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas

RECUADRO 9

Con fecha 26 de junio de 2020, el Consejo de la CNMV aprobó la revisión parcial del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas a partir de cuatro grandes ejes: fomento de la presencia de mujeres en los consejos de administración; mayor relevancia de la información no financiera y la sostenibilidad; más atención a los riesgos reputacionales y, en general, no financieros, y clarificación de aspectos relativos a la remuneración de consejeros.

El proceso de revisión modificó, con distinto grado de intensidad, la redacción de 20 recomendaciones de las 64 que integran el Código<sup>1</sup>.

Las modificaciones más destacadas son:

### Recomendación 2. Cotización de sociedades integradas en grupos

Se amplía el ámbito de aplicación de la recomendación y en el nuevo texto se contempla no solo el supuesto de que las dos sociedades del grupo coticen, sino que incluyen todos los casos en los que la sociedad cotizada esté bajo el control de otra entidad.

### Recomendación 4. Política general de comunicación

Las sociedades deberán contar, como novedad, con una política general de comunicación de información económico-financiera y corporativa.

### Recomendación 7. Voto y asistencia telemáticos

Se añade que las entidades tengan previstos sistemas para que los accionistas puedan ejercer su derecho de voto por medios telemáticos e incluso que —al menos las entidades de elevada capitalización— prevean mecanismos que permitan la asistencia y la participación telemáticas en la junta.

### Recomendación 14 y 15. Diversidad de género

Se han reforzado las recomendaciones sobre diversidad de género. Se señala que antes de que finalice 2022 los consejos de administración deberían contar con, al menos, un 40 % de consejeras. También se propone que las sociedades fomenten el aumento del número de altas directivas.

### Recomendaciones 22 y 24. Cese de consejeros

Se modifica la recomendación al objeto de que el consejo tenga que analizar la situación cuando un consejero se vea afectado por circunstancias que puedan dañar el crédito y la reputación de la sociedad y, en su caso, tomar medidas, sin esperar a que se produzcan ciertas decisiones formales de los tribunales (como el auto de procesamiento o el de apertura de juicio oral).

### **Recomendación 37. Composición de la comisión ejecutiva**

En el nuevo texto se recomienda la presencia de, al menos, dos consejeros no ejecutivos, siendo, al menos, uno de ellos un consejero independiente.

### **Recomendaciones 39, 41, 42 y 45. Riesgos e información no financiera**

Se realizan ajustes técnicos en la redacción para incluir también los riesgos no financieros. Se ha ampliado el ámbito de aplicación del canal para comunicar irregularidades y se recomienda que dicho mecanismo garantice la confidencialidad.

### **Recomendaciones 53, 54 y 55. Sostenibilidad**

Se realizan algunos ajustes técnicos y se sustituye el término *responsabilidad social corporativa* por el más amplio y utilizado actualmente de *sostenibilidad en relación con aspectos medioambientales, sociales y de gobernanza* (ESG).

### **Recomendación 59. Retribución variable**

Se modifica el texto para aclarar que la retribución variable de los consejeros solo debe abonarse cuando se ha comprobado suficientemente que se han cumplido las condiciones de rendimiento o de otro tipo previamente establecidas.

Asimismo, se recomienda que las sociedades valoren el establecimiento de cláusulas de reducción (*malus*) por las que se difiera parte de la retribución variable y que impliquen su pérdida total o parcial en el caso de que se produjera algún evento que lo hiciera aconsejable.

### **Recomendación 62. Retribución en acciones**

En el nuevo texto se aclara el alcance de la regla según la cual una vez atribuidas las acciones, las opciones o los instrumentos financieros correspondientes a los sistemas retributivos, los consejeros ejecutivos no pueden transferir su titularidad o ejercerlos hasta transcurrido un plazo de al menos tres años.

También se modifica la redacción para aclarar que no es necesario respetar este requisito cuando el consejero mantenga una exposición económica a la variación del precio de las acciones por un valor de mercado que sea equivalente a un importe de al menos dos veces su remuneración fija anual.

### **Recomendación 64. Indemnización**

En la modificación se precisa que entre los pagos por resolución o extinción contractual, que en conjunto no deberían superar la retribución de dos años, se incluyen cualesquiera abonos cuyo devengo u obligación de pago surja como consecuencia o con ocasión de la extinción de la relación contractual que vinculaba al consejero con la sociedad, incluidos los importes no previamente consolidados de sistemas de ahorro a largo plazo y los derivados de pactos de no competencia poscontractual.

## RECUADROS

Informe anual CNMV  
2020

- 1 En concreto, han sido objeto de modificación las recomendaciones 2, 4, 6, 7, 8, 14, 15, 22, 24, 37, 39, 41, 42, 45, 53, 54, 55, 59, 62 y 64.

El 17 de noviembre de 2019 SIX Group AG (SIX) decidió formular una oferta pública voluntaria de adquisición (OPA) sobre la totalidad de las acciones de Bolsas y Mercados Españoles Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S. A. (BME).

SIX presentó el 23 de diciembre de ese mismo año solicitud para la autorización por parte del Gobierno de España de la adquisición y del cambio de control de las sociedades rectoras de mercados secundarios oficiales, Iberclear y BME Clearing, de conformidad con lo dispuesto en el segundo apartado de la disposición adicional sexta del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores y en el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012. El Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital declaró completa dicha solicitud el 10 de febrero de 2020, fecha en la cual solicitó el informe correspondiente a la CNMV.

La CNMV procedió en ese momento con el análisis de la documentación aportada por SIX de conformidad con las Directrices conjuntas sobre evaluación cautelar de las adquisiciones y de los incrementos de participaciones cualificadas en el sector financiero adoptadas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados, la Autoridad Bancaria Europea y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación. Ese análisis cubrió aspectos tales como la nueva estructura del grupo propuesto y los efectos sobre la supervisión; la reputación, capacidad profesional y experiencia de los directivos; la reputación y solvencia financiera del adquirente; los requisitos prudenciales; la prevención del blanqueo de capitales; la financiación de la adquisición, y otras consideraciones.

Asimismo, la CNMV solicitó a BME el informe previsto en los artículos 2 y 4 del Real Decreto 361/2007, de 16 de marzo, para que se pronunciara respecto de las consecuencias que la pérdida de su participación tendría en el desenvolvimiento de los mercados secundarios y de los sistemas gestionados por la sociedad de sistemas y la entidad de contrapartida central, y se analizó el previsible impacto de la operación en cada una de las infraestructuras de BME, así como los compromisos asumidos por SIX, que se mencionan más adelante. Se valoraron también los informes remitidos al Ministerio por los gobiernos autonómicos catalán, valenciano y vasco.

Considerando la importancia que la integración del Grupo SIX y del Grupo BME podría tener para el funcionamiento de los mercados financieros español y suizo, y que en dichos grupos se incluyen entidades sujetas a supervisión, para facilitar la colaboración entre FINMA (autoridad competente de Suiza) y la CNMV, ambas autoridades se comprometieron a negociar un acuerdo de colaboración para la cooperación en la supervisión de BME y SIX.

La CNMV, tras analizar la documentación recibida, informó favorablemente sobre la adquisición propuesta el 18 de marzo de 2020, haciendo constar que para llegar a dicha conclusión habían sido especialmente relevantes los compromisos voluntariamente asumidos por SIX. Dichos compromisos se hicieron constar en el Acuerdo del Consejo de Ministros, de 24 de marzo de 2020,

por el que el Gobierno autorizaba bajo condición la adquisición y se referían a los siguientes aspectos: i) el tratamiento igualitario de los usuarios de las infraestructuras españolas y suizas; ii) la potencial admisión a negociación de SIX, tanto en la bolsa de valores suiza como en la española, en caso de que SIX decida convertirse en una sociedad cotizada; iii) compromisos concretos para las tres infraestructuras clave (bolsa de valores, BME Clearing e Iberclear); iv) el mantenimiento de una oferta suficiente de servicios de negociación, compensación y liquidación, y servicios para que las infraestructuras clave antes mencionadas continúen operando con normalidad, y v) la sujeción a autorización de la CNMV, cuando exista un contrato de cooperación con la autoridad competente de dicho tercer país, de la delegación o externalización de funciones críticas por parte de las infraestructuras mencionadas anteriormente.

La CNMV autorizó con fecha 25 de marzo la OPA, de cuyo resultado positivo SIX informó el 11 de junio. Tras el ejercicio del derecho de compra forzosa (*sell out*) por parte de los accionistas de BME que no aceptaron la OPA y el derecho de venta forzosa (*squeeze out*) ejercitado por SIX, se completó la adquisición de la totalidad del capital social de BME, tras lo cual se procedió con la exclusión de negociación de BME el pasado 30 de septiembre.

Durante todo el proceso, la CNMV también prestó un especial interés a los aspectos socio-organizativos de las infraestructuras de mercado de BME. Así, por ejemplo, con base en las facultades de la CNMV al respecto, se realizó un seguimiento exhaustivo de las variaciones en las participaciones en el capital social de BME y de los cambios que se produjeron en sus órganos de gobierno y dirección tras el cambio de control.

Cabe destacar también que el pasado 3 de diciembre de 2020 la CNMV aprobó un folleto para la admisión a negociación en AIAF de una emisión de bonos sénior de SIX, realizada a través de su vehículo SIX Finance (Luxembourg) S. A., en el contexto de la refinanciación de la adquisición de BME, por un importe de 650 millones de euros y vencimiento en diciembre de 2025.

La CNMV seguirá monitorizando el proceso de integración del Grupo BME en el Grupo SIX para asegurar que se lleva a cabo de conformidad con los requisitos legales aplicables y los compromisos adquiridos anteriormente referidos.

El pasado 10 de marzo de 2021 comenzó a resultar de aplicación el Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (en adelante, el reglamento). Este reglamento establece normas armonizadas de transparencia que deberán aplicar los participantes en los mercados financieros. En el ámbito de la CNMV afecta a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC), sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC) y entidades que presten el servicio de gestión discrecional de carteras, así como a los asesores financieros (entidades que presten el servicio de asesoramiento en materia de inversión).

Tales normas se refieren a información sobre la integración de los riesgos de sostenibilidad, transparencia de las incidencias adversas en materia de sostenibilidad e información en materia de sostenibilidad respecto de los productos financieros. Las obligaciones de transparencia que impone el reglamento afectan a la información contenida en la página web, a la información precontractual —en el caso de las instituciones de inversión colectiva (IIC) y las entidades de capital riesgo (ECR), el folleto— y a los informes periódicos anuales.

De forma muy resumida, las obligaciones de transparencia son las siguientes:

- Información sobre la política de integración de los riesgos de sostenibilidad en el proceso de toma de decisiones: se incluirá en la página web (artículo 3) y en la información precontractual (artículo 6).
- Declaración sobre la política en relación con las incidencias adversas de las decisiones de inversión o de asesoramiento sobre los factores de sostenibilidad: se incluirá en la web (artículo 4) y en la información precontractual (artículo 7).
- Transparencia en la web de las políticas de remuneración en relación con la integración de los riesgos de sostenibilidad (artículo 5).
- Información cuando un producto promocione características medioambientales o sociales (ASG) —siempre y cuando las empresas en las que se invierta observen buenas prácticas de gobernanza—: se incluirá en la web (artículo 10), en la información precontractual (artículo 8) y en la información periódica correspondiente —el informe anual en el caso de IIC o de fondos de inversión alternativos (AIF por sus siglas en inglés)— (artículo 11).
- Información cuando un producto tenga como objetivo inversiones sostenibles: se incluirá en la web (artículo 10), en la información precontractual (artículo 9) y en la información periódica correspondiente —el informe anual en el caso de IIC o AIF— (artículo 11).

Salvo algunas excepciones contenidas en el artículo 7, así como en el propio artículo 20 (entrada en vigor y aplicación), que pospone al 1 de enero de 2022 la aplicación de la obligación para los informes periódicos, el reglamento es aplicable desde el 10 de marzo de 2021.

A los efectos de especificar los pormenores de la presentación y el contenido de la información, el artículo 4 (transparencia de incidencias adversas en materia de sostenibilidad en la web), los artículos 8 y 9 (información precontractual) y el artículo 10 (información en la web) prevén que las autoridades europeas de supervisión (AES)— es decir, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) en cuestiones relativas a valores, la Autoridad Bancaria Europea (EBA) para la banca y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA) en materia de seguros y fondos de pensiones— elaboren proyectos de normas técnicas de regulación que aún no se han aprobado. A pesar de la ausencia de estos y otros desarrollos normativos, la Comisión Europea ha ratificado la obligación de cumplir desde el 10 de marzo de este año con las obligaciones relativas a información sobre el riesgo de sostenibilidad y los principales aspectos adversos, así como con los principios que establecen los artículos 8 y 9, ya que su aplicación no está condicionada al desarrollo previo de las normas técnicas. Por su parte, las AES publicaron el pasado 4 de febrero el borrador de normas técnicas de regulación e informaron de que han propuesto que su fecha de aplicación sea el 1 de enero de 2022. Además destacaron que tenían previsto emitir una comunicación antes de la fecha de aplicación del reglamento para conseguir una aplicación y supervisión coherentes de este.

Sin perjuicio del contenido de la comunicación que puedan emitir las AES, la CNMV emitió el 18 de febrero un comunicado<sup>1</sup> en el que animó a las entidades a utilizar el tiempo que resta hasta la aplicación de las normas técnicas para prepararse adecuadamente. Asimismo, durante el periodo de aplicación del reglamento sin que resulten exigibles las normas técnicas, indicó que las entidades pueden utilizar como referencia voluntariamente los borradores de tales normas remitidos por las AES a la Comisión Europea.

Considerando lo anterior, las entidades deberán incluir en sus páginas web y en la documentación precontractual correspondiente la información sobre la política de integración de los riesgos de sostenibilidad en el proceso de toma de decisiones y sobre las incidencias adversas de sus decisiones respecto a los factores de sostenibilidad (en este segundo caso, y por lo que respecta a la información precontractual a nivel de producto, el plazo solo es aplicable si no se tienen en cuenta las incidencias adversas, pues en caso contrario la obligación se pospone hasta el 30 de diciembre de 2022 como máximo).

Asimismo, las IIC o carteras gestionadas que, de acuerdo con lo señalado por los artículos 8 y 9, promuevan características medioambientales o sociales (siempre y cuando las empresas en las que se invierta observen buenas prácticas de gobernanza), o tengan como objetivo inversiones sostenibles, deben incluir a partir del 10 de marzo de 2021 en la web y en la documentación contractual la información prevista en el reglamento.



La CNMV ha trasladado a las entidades sujetas la importancia de la adecuada transparencia de la información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros y el correcto cumplimiento de las obligaciones y principios establecidos en el reglamento. Asimismo, de cara a su implementación tiene intención de:

- Buscar una aplicación armonizada a nivel europeo, a cuyos efectos asumirá las pautas que vayan determinando las AES y en particular ESMA.
- Difundir criterios al sector sobre la aplicación del reglamento en ausencia de normas técnicas de desarrollo, a través de la publicación de un documento de preguntas y respuestas sobre las consultas recibidas y su experiencia supervisora.
- Aplicar el principio de proporcionalidad a la hora de supervisar el cumplimiento del reglamento por parte de las entidades obligadas.
- Tener en cuenta, tanto en los procesos de registro de las modificaciones de los folletos de IIC como en las labores de supervisión, la incertidumbre que ha rodeado la fecha de entrada en vigor de las obligaciones establecidas en el reglamento.

En el caso particular de la actualización de los folletos de los fondos de inversión para adaptarlos a las exigencias de los artículos 6 y 7 del reglamento (riesgo de sostenibilidad e incidencias adversas), la CNMV ha desarrollado un procedimiento simplificado para permitir una ágil incorporación de la información a los folletos registrados<sup>2</sup>.

En cuanto a las obligaciones que imponen los artículos 8 y 9 del reglamento, las gestoras deberán revisar los folletos de los fondos inscritos como inversión socialmente sostenible y analizar si la información incluida en estos cumple con las exigencias que establece el reglamento. En este sentido, y teniendo en cuenta las circunstancias antes señaladas, la CNMV considera que, en general y sin perjuicio de la revisión que debe hacer cada entidad gestora, la información contenida en el folleto de estos fondos de acuerdo a los criterios hasta la fecha aplicados en su registro podría resultar suficiente para considerar cumplidas las exigencias del reglamento. No obstante, las gestoras que voluntariamente lo deseen pueden adaptar el contenido del folleto de estas IIC conforme a los borradores de normas técnicas de regulación enviados por las AES a la Comisión Europea. Las gestoras que decidan actualizar estos folletos deberán asimismo seguir el procedimiento simplificado aludido anteriormente.

La CNMV considera esencial la credibilidad de la información relativa a las inversiones sostenibles y la concienciación sobre los riesgos de sostenibilidad, por lo que insta a las distintas entidades afectadas a dotarse de medios y procedimientos adecuados para el correcto cumplimiento de la nueva normativa en este ámbito. Asimismo, a fin de facilitar la consecución de los objetivos perseguidos por el reglamento, la CNMV ofrece su colaboración a los sectores afectados para resolver las dudas que surjan y coordinar su aplicación.

Como complemento al comunicado del 18 de febrero y de acuerdo con lo previsto en su Plan de actividades 2021, la CNMV publicó el 1 de junio de 2021 los criterios interpretativos que guiarán sus actuaciones de autorización y supervisión en la aplicación del citado reglamento.

El documento se publicó en formato de preguntas y respuestas atendiendo a las dudas planteadas por las principales asociaciones sectoriales y ha tenido en cuenta el carácter novedoso del reglamento, así como que gran parte de sus contenidos están pendientes de desarrollo o de aclaración por parte de la Comisión Europea. Por ello, los criterios recogidos podrán ser objeto de revisión o de ampliación en el futuro a medida que se disponga de más información o se dicten pautas a nivel europeo (por parte de la Comisión o las AES).

Entre los criterios publicados, la CNMV aclara que las IIC que quieran calificarse a partir de ahora como producto financiero ASG, solo podrán incluir en su denominación comercial referencias a elementos ASG si el porcentaje de inversiones que promueven características medioambientales o sociales supera el 50 % de la inversión. En el caso de las comunicaciones comerciales en general de dichos productos (fuera del ámbito de su denominación), se podrán usar referencias a términos ASG siempre que el mensaje publicitario esté alineado con la información del folleto.

Asimismo, el documento recoge criterios sobre la información mínima que debe contener el folleto de las IIC que promuevan características medioambientales o sociales, o una combinación de ellas, o que tengan como objetivo inversiones sostenibles (IIC del artículo 8 o 9 del reglamento, respectivamente), o diversas consideraciones sobre las principales incidencias adversas (PIA) y su impacto material en las inversiones.

---

1 <http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={c5c9ca9b-d492-42ab-9f02-c369d26ec35d}>

2 <http://www.cnmv.es/portal/Gpage.aspx?id=ProcFolletolIC>

En los últimos años la CNMV ha destacado en sus actuaciones de supervisión la importancia que tiene que las entidades se aseguren de que la información que emplean para evaluar la conveniencia de las operaciones de su clientela minorista, especialmente cuando estas se refieran a instrumentos complejos, resulte adecuada, coherente y exacta y que esté actualizada.

Igualmente, se ha destacado la importancia de que, en la valoración de la información obtenida de los clientes, se empleen criterios prudentes, que eviten sobrevalorar los conocimientos y experiencia de estos, en particular su nivel real de cultura financiera.

En los últimos años se han realizado actuaciones de supervisión con el objetivo específico de analizar la calidad y coherencia de la información sobre los conocimientos y experiencia inversora de los clientes de la que disponen las entidades y que emplean al evaluar la conveniencia o idoneidad.

La CNMV también ha participado, junto con otros supervisores europeos, en la actuación conjunta coordinada por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) dedicada a la evaluación de la conveniencia. Las conclusiones de esta revisión, junto con otras fuentes de datos, han sido empleadas por ESMA para elaborar las nuevas directrices sobre esta materia, que actualmente se encuentran en fase de consulta pública<sup>1</sup>.

### **Experiencia supervisora**

Algunos de los aspectos que pueden destacarse de los resultados obtenidos en las actuaciones de supervisión realizadas y que deberían tener en cuenta las entidades son los siguientes:

La información obtenida de los clientes debe considerarse globalmente, de forma que el resultado de la evaluación resulte coherente y pondere con prudencia el nivel real de conocimientos financieros del cliente.

Por ejemplo, en instrumentos con elevada complejidad, si los propios clientes manifiestan que su nivel general de conocimientos financieros no es elevado o expresan dudas respecto a su adecuada comprensión de características o riesgos clave de los productos, no resultaría adecuado ni prudente presumir la conveniencia, aun cuando el cliente pueda contar con un nivel de formación académica elevado o con experiencia inversora previa en instrumentos similares.

También se han identificado deficiencias en la evaluación global cuando los clientes manifiestan un elevado nivel de conocimientos financieros o de familiaridad con instrumentos de elevada complejidad y ello es poco coherente con su nivel de formación académica relativamente bajo, sobre todo si el cliente reconoce carecer de experiencia inversora en instrumentos financieros con ese grado de complejidad. En estas situaciones conviene prevenir el riesgo de sobrevalorar el nivel real de conocimientos financieros del cliente y debería con-

trastarse su respuesta para asegurarse de que cuenta con conocimientos suficientes, antes de asignar un resultado de conveniente a la operación.

Los mecanismos empleados para obtener la información relacionada con el nivel de conocimientos financieros o familiaridad del cliente sobre las características y riesgos de los instrumentos financieros deben ser siempre robustos y estar orientados a prevenir el riesgo de sobrevalorar su nivel real de cultura financiera.

Por ejemplo, en el caso de instrumentos de elevada complejidad, se ha observado que resulta poco recomendable realizar preguntas cerradas respecto a una determinada característica o riesgo del instrumento, en las que resulta fácil para el inversor suponer la respuesta correcta a la cuestión planteada, o en la que dicha respuesta se facilita en la propia pregunta, especialmente cuando se pide a los clientes respuestas de tipo binario, normalmente SÍ/NO (por ejemplo, preguntas del tipo: «¿Entiende usted que este producto podría conllevar la pérdida de parte de la inversión?». A lo que se responde SÍ/NO). La experiencia supervisora indica que estos planteamientos no son aconsejables, ya que, con frecuencia, no permiten una evaluación adecuada del nivel real de conocimientos financieros de los clientes puesto que este puede no prestar una adecuada atención al responder o desear aparentar una cultura financiera elevada que en realidad no posee, de forma que se incrementan los riesgos de sobrevalorar su nivel real conocimientos financieros.

Es necesario que la evaluación se realice mediante preguntas referidas a los riesgos y características clave de los instrumentos, de forma que se presenten a los clientes opciones abiertas de respuesta en escalado (desde el desconocimiento de los riesgos a su total comprensión), y que el cliente pueda elegir libremente su nivel orientativo de conocimientos financieros relacionados con el producto analizado, en particular, cuando estos tengan una elevada complejidad. Igualmente, las preguntas no deberían ser cerradas, de manera que no pueda intuirse fácilmente la respuesta correcta simplemente por la forma en que se ha planteado la pregunta.

En todo caso, tratándose de instrumentos con un cierto nivel de complejidad, no debería presumirse la conveniencia sin haber confirmado antes que el cliente cuenta con un nivel de conocimientos financieros adecuado para ello (es decir, siempre debería preguntársele por este aspecto, considerando lo indicado previamente), y ello con independencia de que el cliente pueda contar con experiencia inversora previa.

Aunque las evaluaciones de conveniencia e idoneidad han de realizarse caso por caso, las entidades deben adoptar medidas y realizar actuaciones razonables para procurar que la información recogida sobre los clientes sea fiable en términos generales. A este respecto, resulta de interés analizar si se dan situaciones *a priori* atípicas, que cabría esperar que no se presentasen o que solo lo hicieran de un modo meramente ocasional o aislado. Las entidades deben evaluar periódicamente, de forma crítica, la razonabilidad global de la información empleada al evaluar la conveniencia, considerando, al menos: i) si resultan razonables los datos globales sobre el grado de formación académica de la clientela minorista en su conjunto, teniendo en cuenta sus característi-

cas sociológicas; ii) si son razonables los datos globales correspondientes a clientes con un elevado grado de conocimientos financieros, en particular cuando se trate de colectivos de clientes que no dispongan de experiencia profesional o inversora previa o que no cuenten con un nivel de formación académica congruente con esos elevados conocimientos financieros, o iii) si resulta razonable el dato global de clientes minoristas que declaren tener experiencia inversora previa en instrumentos complejos infrecuentemente distribuidos al público minorista, en particular cuando la experiencia manifestada por estos clientes no se corresponda con su operativa en la entidad.

Estas revisiones periódicas y globales deberían tener por objetivo identificar colectivos de clientes en los que la información disponible puede no reflejar adecuadamente su nivel general de formación académica, de conocimientos financieros o de experiencia, y ello con independencia de que dichos datos se desprendan de los cuestionarios de conveniencia o idoneidad formalizados.

Considerando todo ello, resulta necesario realizar una revisión de la guía pública de actuación de la CNMV para el análisis de la conveniencia, ya que algunos de sus contenidos han podido quedar desactualizados. Por ello, uno de los objetivos del Plan de actividades de la CNMV del año 2021 es el de elaborar una guía técnica para la evaluación de la conveniencia. En dicha guía técnica se concretarán los criterios que la CNMV considera que deben tenerse en cuenta al evaluar la conveniencia, de forma que se obtengan resultados prudentes, coherentes y robustos.

---

1 ESMA publicó el 29 de enero el *Consultation paper on the Guidelines on certain aspects of the MiFID II appropriateness and execution-only requirements*, que estará en fase de consulta hasta el 29 de abril de 2021.

### Guía técnica 3/2020 sobre asesores no profesionales de instituciones de inversión colectiva

RECUADRO 13

La CNMV aprobó el 3 de diciembre de 2020, tras someterla a consulta pública, la Guía técnica 3/2020 sobre asesores no profesionales de instituciones de inversión colectiva (IIC), dando cumplimiento a uno de los compromisos asumidos en el Plan de actividades para el ejercicio 2020.

La guía técnica recoge criterios que la CNMV considera deben aplicarse y que sigue al ejercer sus actividades de supervisión en relación con los requisitos para la actuación de personas o entidades no habilitadas para operar como asesores de inversión de IIC, así como sobre las obligaciones al respecto de la sociedad gestora o sociedad de inversión autogestionada.

En este sentido, la CNMV ha admitido que las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) puedan recibir asesoramiento por parte de personas físicas o jurídicas no autorizadas para prestar en España, con carácter profesional o habitual, la actividad de asesoramiento en materia de inversión, siempre y cuando realizaran la actividad de forma puntual, exclusiva y no profesional (tal como se define en la normativa del mercado de valores), cumpliendo para ello determinados requisitos.

Dado que el Reglamento de IIC aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, exige que el folleto de las IIC contenga información sobre los asesores, las SGIIC han venido incluyendo en dichos folletos, en su caso, una mención tanto a las entidades o personas habilitadas para la prestación, con carácter profesional o habitual, del servicio de asesoramiento en materia de inversión como a aquellas entidades o personas no habilitadas, advirtiendo en este último caso de que el asesor no está habilitado para asesorar con habitualidad y, por ello, no es objeto de autorización ni está supervisado.

En los últimos años se ha producido un importante aumento del número de asesores no habilitados para realizar la actividad de asesoramiento, en particular en fondos, compartimentos de fondos y sociedades de inversión de capital variable (SICAV), lo cual ha hecho aconsejable que se establecieran y difundieran públicamente algunos criterios a tener en cuenta, tanto en relación con los asesores no habilitados como con las sociedades gestoras (en lo que se refiere a estas, acerca de las actuaciones previas y los controles posteriores que han de realizar sobre el desarrollo de su función por parte de los asesores).

La Guía técnica 3/2020 recoge estos criterios, entre los que cabe destacar:

- Comprobación de que el asesor cuenta con la debida honorabilidad, con conocimientos y experiencia adecuados en materia de inversión, y con los medios técnicos necesarios para el correcto desempeño de su actividad.
- Establecimiento de procedimientos de control sobre la actividad de los asesores, encaminados a prevenir y gestionar los posibles conflictos de interés, así como a garantizar que las recomendaciones del asesor que se ejecuten cumplen la normativa vigente, la política establecida en el folle-

to de la IIC y los límites de riesgos aprobados por el consejo de administración de la SGIIC o SICAV autogestionada.

- Formalización de la relación con el asesor en un contrato documentado por escrito y adecuada acreditación documental de todos los aspectos exigidos por la guía técnica.

Al establecer criterios en este ámbito se ha tenido en cuenta que las sociedades gestoras mantienen en todo caso la responsabilidad por el seguimiento, en su caso, de las recomendaciones de las entidades que las asesoren, pues son entidades reguladas que realizan con carácter profesional la gestión de inversiones; esto es, tienen experiencia, conocimientos y cualificación para valorar las decisiones de inversión y los riesgos inherentes.

### Supervisión a nivel nacional y europeo sobre la gestión de la liquidez de las instituciones de inversión colectiva durante la crisis del COVID-19

RECUADRO 14

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

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

El objetivo de estos análisis de supervisión es garantizar que las entidades lleven a cabo una adecuada gestión de la liquidez en la que se respete el principio de equidad entre inversores (a través de lo que se conoce como *slicing approach* o venta proporcional de la cartera líquida e ilíquida para atender reembolsos), que se apliquen procedimientos de valoración que tengan en cuenta la situación de suscripciones y reembolsos netos de la institución, y que se eviten situaciones de ventas forzadas o aceleradas de activos a precios significativamente inferiores a los que estaban siendo valorados previamente.

Estas labores de supervisión se vieron reforzadas durante todo 2020, destacando en primer lugar la monitorización diaria de suscripciones y reembolsos experimentados por las IIC. En aquellos casos en los que se identificaban movimientos relevantes, se realizaba un análisis de las carteras y de las operaciones realizadas, con el objetivo de verificar que no se llevaban a cabo ventas forzadas de activos y que se estaba cumpliendo adecuadamente con el principio del *slicing approach*. Adicionalmente, cabe destacar las actuaciones de seguimiento sobre los procedimientos de valoración implementados por las gestoras, en concreto: que tuvieran en cuenta la situación de suscripción/reembolso neto de la IIC y, por tanto, que estuvieran aplicando valoraciones a precios de compra/venta sobre los activos, o la realización de ajustes en el valor liquidativo (a través del mecanismo conocido como *swing pricing*). Por último, se intensificaron las revisiones de las valoraciones en aquellos activos que presentaban menores niveles de liquidez.

Dichas labores supervisoras fueron acompañadas también de la emisión de comunicados al sector y de cambios regulatorios. En concreto, en el mes de marzo (que fue el momento más agudo de la crisis) se remitió un comunicado a todas las entidades, en el que se recordaba la importancia de realizar un refuerzo de los controles de liquidez y valoración, y de adoptar medidas para evitar conflictos de interés entre inversores a través del cumplimiento del principio del *slicing approach* y aplicando procedimientos adecuados de valoración (por medio de los mecanismos señalados en el párrafo anterior). Adicionalmente, en el mes



de mayo se aprobó una modificación de la Ley de IIC para que las gestoras pudieran solicitar (por motivos de estabilidad) autorización a la CNMV para la aplicación de plazos de preaviso sin tener que cumplir con los requisitos establecidos en la normativa (dichos requisitos son: que el folleto del fondo lo establezca expresamente, que se trate de peticiones de reembolsos superiores a los 300.000 euros y que no se superen los 10 días de plazo).

Por otra parte, conviene destacar las tareas realizadas en el contexto de una actuación de supervisión coordinada por ESMA (denominada *Common Supervisory Action* o CSA) sobre la gestión del riesgo de liquidez de las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS). Dicha actuación se desarrolló durante todo 2020 en dos fases: una primera, en la que los países miembros debían recabar de las gestoras información detallada de sus UCITS, con el objetivo de realizar posteriormente en una segunda fase una selección de aquellas gestoras y fondos UCITS que, por sus características e inversiones realizadas, podrían presentar un mayor riesgo de liquidez y sobre las que se debía llevar a cabo un análisis exhaustivo de la gestión y de los procedimientos implementados para el control de la liquidez.

Para la primera fase, ESMA requirió una cobertura mínima del 80 % de gestoras registradas en cada país miembro (que en el caso de España fue del 100 % gracias a la monitorización recurrente de las carteras mencionada anteriormente), y para la segunda fase la cobertura debía ser al menos del 20 % de las gestoras con un patrimonio bajo gestión superior al 50 % del total de UCITS (en el caso de España, se realizó sobre el 28 % de gestoras autorizadas, con un patrimonio bajo gestión del 72,35 %).

De todas estas actuaciones supervisoras realizadas durante 2020 se ha podido concluir, en primer lugar, que las gestoras españolas realizan una gestión prudente, manteniendo porcentajes significativos del patrimonio en activos de elevada liquidez. En segundo lugar, en el caso de fondos que invierten mayoritariamente en renta fija corporativa o financiera, sus carteras presentan unos elevados niveles de diversificación, lo que facilita también la gestión de la liquidez, y en su mayoría los emisores son compañías de tamaño medio/alto, siendo reducida la exposición a la deuda de alto rendimiento (o *high yield*).

También cabe señalar que desde el comienzo de la crisis la mayoría de las gestoras fueron anticipando medidas para evitar la generación de conflictos de interés por problemas de liquidez, entre otras: incremento de los niveles de liquidez (para anticipar situaciones de reembolsos significativos); refuerzo de sus controles de valoración y liquidez (a través de un seguimiento de la evolución de diferenciales de compra/venta y análisis de representatividad de los precios contribuidos en el mercado), y monitorización de la evolución de los reembolsos, procediendo, en su caso, a aplicar plazos de preaviso y a valorar los activos a precios de venta o utilizar mecanismos de *swing pricing*.

Por todo ello no se ha detectado durante la presente crisis ninguna incidencia de especial relevancia que haya supuesto la generación de conflictos de interés ni perjuicios a los partícipes. Sin embargo, sí se habrían puesto de manifiesto deficiencias puntuales en los procedimientos y controles implementa-

## RECUADROS

Informe anual CNMV  
2020

dos por algunas entidades, relacionados, por ejemplo, con la definición de los criterios para la aplicación de precios de compra/venta o *swing pricing*, con las metodologías para la estimación de los niveles de liquidez de los activos o con la ausencia de pruebas retrospectivas (*backtesting*). Actualmente, todas estas deficiencias han sido regularizadas.

### Revisión automatizada de la publicidad e información difundida en las webs de las sociedades gestoras de IIC y entidades comercializadoras de IIC RECUADRO 15

El análisis consistió en una extracción masiva de datos de las páginas web de más de 200 entidades, procediéndose a realizar una revisión automatizada de los requisitos establecidos por la normativa, utilizando para ello el lenguaje de programación Python, que incorpora librerías con algoritmos de *machine learning*.

A través de estos desarrollos se implementaron controles que posibilitaron una supervisión altamente automatizada, permitiendo centrar la intervención humana en las cuestiones de criterio, y que se enfocó a: i) comprobar la puesta a disposición en la página web de la gestora de la última versión del folleto, del documento de datos fundamentales para el inversor (DFI) y de la información pública periódica (IPP); ii) analizar la publicidad a través de la búsqueda de expresiones o elementos que pudieran destacar los beneficios o las rentabilidades que se pudieran alcanzar sin advertencia alguna de los riesgos, o de información que pudiera resultar engañosa o que no se basara en datos objetivos, o iii) verificar que se estuvieran aportando los datos de rentabilidades legalmente requeridos, en concreto, la anual de los últimos cinco años, y que junto con dicha información, figurara la advertencia de «rendimientos pasados no son un indicador fiable de resultados futuros», con un tamaño de fuente igual al del resto de la información ofrecida.

La realización de este análisis permitió detectar incidencias de las que una cuarta parte estaría relacionada con la puesta a disposición de los inversores de la última versión de la información pública legalmente requerida (folleto, DFI o IPP, según el caso).

Otro 30 % de las incidencias correspondería a la identificación de mensajes o expresiones en los que: i) se destacaba la aplicación de comisiones más bajas que las de mercado o la obtención de las mejores rentabilidades (sin que en ninguno de estos casos se aportaran datos o fuentes que permitieran acreditarlo de manera objetiva); ii) se incorporaban términos poco claros (por ejemplo, incluir el término de *rentabilidad garantizada* cuando en sentido estricto no se trata de un fondo garantizado), o iii) se destacaban aspectos positivos o ventajas (empleando en algunos casos expresiones maximalistas), sin incluir ningún tipo de advertencia sobre los riesgos.

Por último, el 45 % de incidencias restante estaba relacionado con la información de las rentabilidades, en concreto: i) que no se aportaban los datos de rentabilidades legalmente requeridos (las anuales de los últimos cinco años); ii) que los datos legalmente requeridos figuraban en otros apartados de la página web que eran menos visibles respecto a otros datos de rentabilidades (como serían, por ejemplo, la del año en curso o las acumuladas), o iii) que o bien no se estaba incluyendo la advertencia requerida por la normativa («rendimientos pasados no son un indicador fiable de resultados futuros»), o bien se aportaba pero con un tamaño de letra significativamente inferior al del resto de información ofrecida.

Finalmente, conviene señalar que todas las entidades se han comprometido a ir realizando las necesarias modificaciones en sus respectivas páginas web para regularizar todas estas incidencias.

Ante la eficacia conseguida mediante esta revisión automatizada, a lo largo de 2021 se continuarán las tareas de supervisión en este ámbito, extendiéndose también a la publicidad que pudiera existir sobre entidades de capital riesgo y de otras instituciones de inversión de carácter cerrado que pudieran estar siendo objeto de comercialización entre inversores minoristas.

Casi una década después de la cumbre de jefes de Estado y de Gobierno del G-20 celebrada en San Petersburgo y de la publicación de los Principios de IOSCO sobre índices de referencia<sup>1</sup>, que marcaron el inicio de la reforma de dichos índices, la transición afronta sus últimos y decisivos pasos<sup>2</sup>.

Durante 2020 la reforma ha progresado de acuerdo con el plan previsto, sin que la crisis provocada por el COVID-19 haya supuesto una ralentización relevante, habiendo únicamente provocado retrasos técnicos en algunos de los hitos parciales.

### Cese del Libor

La desaparición del Libor continúa siendo una prioridad y se espera que las entidades estén preparadas para afrontarla a finales de 2021. El administrador del índice realizó una consulta pública a finales de 2020 sobre su intención de cesar la publicación del índice más allá del fin de 2021 en todos los vencimientos disponibles en las siguientes divisas: euro, franco suizo, yen japonés y libra esterlina, así como los vencimientos a 1 semana y 2 meses correspondientes al dólar estadounidense. Los restantes vencimientos (1 día y 1, 3, 6 y 12 meses) en esta última divisa se dejarían de publicar a partir del 30 de junio de 2023, siempre que el índice, en dichos vencimientos y divisa, siga cumpliendo con la normativa aplicable, incluida su representatividad.

Las autoridades competentes del Reino Unido y de Estados Unidos han realizado sendas comunicaciones sobre el cese en la publicación del Libor a partir de estas fechas, instando a las entidades a dejar de celebrar nuevos contratos que utilicen el índice tan pronto como sea posible y, en todo caso, antes del 31 de diciembre de 2021.

En España son numerosas las empresas no financieras, Administraciones públicas y entidades financieras que tienen suscritos contratos de financiación o cobertura referenciados al índice Libor. Con el fin de trasladar a estas entidades información sobre los avances en la transición, la CNMV realizó a primeros de 2021 una comunicación reiterando las recomendaciones formuladas en julio de 2019:

- Conveniencia de realizar un seguimiento de los desarrollos y actuaciones de los grupos de trabajo y de los principales avances en el proceso de reforma.
- Identificación y evaluación de los riesgos y posibles impactos derivados de su exposición.
- Diseño de una estrategia global para planificar las acciones de implementación correspondientes.
- Necesidad de contar con una estructura organizativa adecuada para coordinar el diseño e implementación de los trabajos de transición.

El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), que coordina a nivel global el seguimiento de la transición del Libor, ha publicado también una hoja de ruta de transición global destinada a concienciar sobre los pasos que las empresas financieras y no financieras deben seguir durante el periodo que resta hasta finales de 2021 para lograr con éxito la transición y el abandono del Libor.

Una de las acciones esenciales que las entidades han de completar durante 2021 es la modificación de los contratos e instrumentos vinculados al índice para sustituirlo por las tasas alternativas recomendadas por los grupos de trabajo de la industria auspiciados por los bancos centrales. En el ámbito de los contratos derivados extrabursátiles, la International Swaps and Derivatives Association (ISDA) ha diseñado un suplemento y un protocolo sobre cláusulas de respaldo en contratos de derivados referenciados a índices como el Libor, que facilitan la adaptación de los contratos para hacer frente a la desaparición del índice y, en su caso, su ajuste a los requisitos previstos en el artículo 28.2 del Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2016, sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión.

La CNMV, al igual que otras autoridades e instituciones europeas e internacionales, ha aconsejado a las entidades españolas que consideren la conveniencia de adherirse a estos documentos de la ISDA, teniendo en cuenta su situación particular y sus propias necesidades.

Debido a la existencia de contratos e instrumentos que no cuentan con cláusulas de respaldo adecuadas para hacer frente a la desaparición del Libor y cuya modificación no resulta posible en el corto periodo restante hasta su supresión al final de 2021, la Unión Europea ha aprobado un mecanismo (mediante la modificación del Reglamento (UE) 2016/1011) que permitirá a la Comisión Europea designar un tipo sustitutivo legal para todos los contratos que no contengan un índice sustituto aplicable con carácter permanente y estén sujetos a la legislación de un Estado miembro de la Unión. En otras jurisdicciones como el Reino Unido y Estados Unidos se está considerando una solución legislativa similar.

### **Continuidad del Euribor y transición de Eonia a €STR**

En la zona euro también se han producido avances importantes con la consolidación del proceso de adaptación de la metodología del Euribor a las recomendaciones del FSB y a las exigencias del mencionado reglamento, y con la transición del Eonia al nuevo índice €STR (*euro short-term rate*) calculado y publicado por el Banco Central Europeo desde octubre de 2019.

Desde que se anunció la desaparición del Eonia, tanto su administrador, el European Money Markets Institute (EMMI), como las autoridades europeas han advertido de que para mitigar al máximo cualquier riesgo legal y económico, los usuarios del índice deberían utilizar el €STR en los nuevos contratos, especialmente si vencen más allá del 3 de enero de 2022.

La adaptación de la metodología de cálculo del Euribor a un sistema asentado en transacciones de mercado, que prima la existencia de operaciones frente al juicio experto, ha posibilitado la continuidad del Euribor, a diferencia de la situación del Libor. La solidez y representatividad del Euribor en su nueva configuración ha quedado demostrada durante la crisis generada por el brote de COVID-19. En todo momento durante la crisis, el Euribor ha continuado publicándose regularmente y su evolución ha seguido reflejando las decisiones de política monetaria y la percepción del mercado sobre las condiciones de financiación de las entidades de crédito en el mercado monetario mayorista no garantizado.

Para reforzar la solidez de los contratos e instrumentos financieros que hacen referencia al Euribor, es preciso incorporar cláusulas de respaldo (*fallback clauses*), tal y como exige el Reglamento (UE) 2016/1011, que garanticen la continuidad de los contratos en el improbable escenario de interrupción del Euribor, aumentando la seguridad jurídica y minimizando el riesgo de litigiosidad.

Por ello, el grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo en la zona euro emitirá próximamente una recomendación, a partir de la consulta pública realizada durante 2020, sobre las tasas de respaldo más adecuadas para diferentes tipos de productos de contado como préstamos, depósitos, instrumentos de deuda, titulizaciones y fondos de inversión. Estas tasas se determinan a partir de la tasa libre de riesgo de la zona euro, el €STR, aplicando metodologías retrospectivas basadas en el cálculo de tasas a plazo compuestas a partir de datos pasados, así como metodologías prospectivas, según el tipo de producto al que se apliquen.

Las tasas a plazo prospectivas requieren un mercado de derivados profundo y líquido que sirva como base de cálculo. Pero los derivados basados en tasas libres de riesgo están todavía lejos de ser lo suficientemente líquidos. La utilización por los participantes del mercado del €STR en lugar del Eonia en sus nuevos contratos y la sustitución por las cámaras de contrapartida central europeas de la curva de descuento del Eonia por la curva de descuento del €STR a finales de julio de 2020 han facilitado la transición. Se espera que con este cambio la alta liquidez de los mercados de derivados sobre el Eonia se mueva gradualmente a los mercados de derivados referenciados al €STR en los próximos meses.

1 IOSCO (2013). *IOSCO Principles for Financial Benchmarks*, julio.

2 Véase el recuadro 17 (Avances en la reforma de los índices de tipos de interés) publicado en el *Informe anual de la CNMV* de 2019.

### Educación financiera y decisiones de ahorro e inversión: un análisis de la Encuesta de Competencias Financieras (ECF)

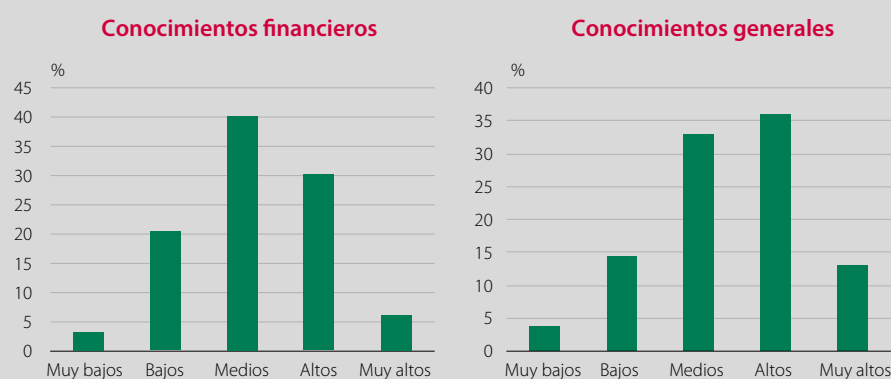
RECUADRO 17

Entre 2016 y 2017, dentro del Plan de Educación Financiera, la CNMV y el Banco de España, con la colaboración del Instituto Nacional de Estadística, llevaron a cabo la Encuesta de Competencias Financieras (ECF). El principal objetivo de esta encuesta, que se compone de unas 200 preguntas realizadas a 8.554 individuos, es medir el conocimiento de la población española sobre conceptos económicos y financieros, así como su capacidad de ahorro y tenencia de productos financieros. Para analizar y explotar esta información, la CNMV ha realizado un estudio en el que, por una parte, se evalúa el nivel de conocimientos financieros de los individuos de la muestra, poniéndolos en relación con un conjunto de variables sociodemográficas y económicas disponible y, por otra parte, se trata de determinar la influencia de los conocimientos financieros en la decisión de ahorrar o de invertir en un determinado producto financiero como, por ejemplo, un fondo de inversión o un plan de pensiones. En este recuadro se presenta un resumen de las principales conclusiones de este estudio<sup>1</sup>.

En primer lugar, para cuantificar el nivel de conocimientos de los individuos, se han analizado tanto las preguntas de la ECF relacionadas con sus conocimientos financieros como algunas relativas a las capacidades cognitivas. De esta forma, a cada encuestado se le ha asignado una nota sobre conocimientos financieros y otra sobre conocimientos generales. De acuerdo con este análisis, la nota media global en el primer caso es de 6,0 sobre 10, mientras que en el segundo es de 6,3 sobre 10. En relación con la distribución de los resultados, en el gráfico R17.1 se puede observar que un 70 % de la población muestra unos conocimientos financieros medios o altos y un 25 % unos conocimientos bajos o muy bajos, mientras que en el caso de los conocimientos generales estos porcentajes son del 69 % y del 18 %, respectivamente.

#### Clasificación de los conocimientos de la población<sup>1</sup>

GRÁFICO R17.1



Fuente: ECF y CNMV. (1) Se han clasificado los conocimientos de los individuos de la muestra en cinco grupos según la nota obtenida; estos grupos se corresponden con unos conocimientos «muy bajos» (nota de 0 a 2), «bajos» (3 y 4), «medios» (5 y 6), «altos» (7 y 8) y «muy altos» (9 y 10).

El análisis de la relación existente entre los conocimientos de la población y algunas variables demográficas y financieras revela que la franja de edad con



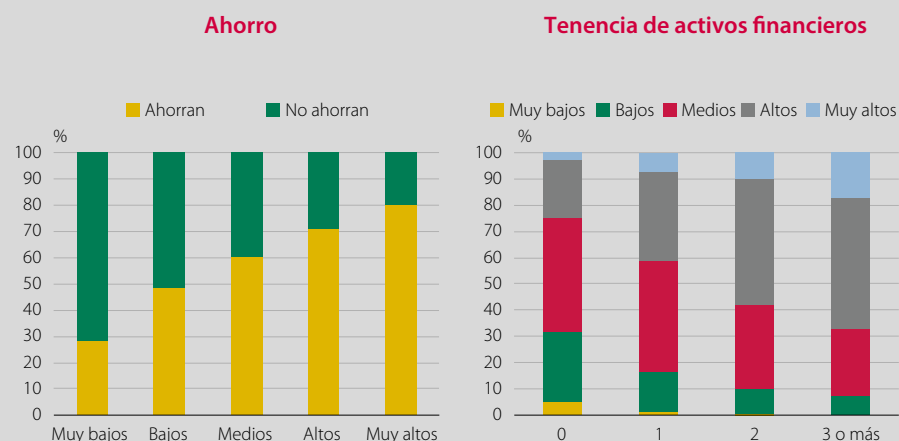
conocimientos generales y financieros más bajos es la de las personas de mayor edad. Además, los grupos de edades inferiores tienen conocimientos más elevados, siendo las diferencias entre dichos grupos poco relevantes. También se observa que una proporción más alta de hombres (82 % frente a un 71 % de mujeres) muestra conocimientos financieros medios o superiores y que cuanto mayor es el nivel educativo completado por el individuo, mayores son sus conocimientos financieros (y generales). En el caso de la formación, los datos parecen señalar la importancia de las primeras etapas en el aprendizaje. En cuanto al nivel de ingresos, también parece observarse una relación positiva entre la renta percibida por el individuo y su nivel de conocimientos financieros, aunque esta relación no parece lineal, es decir, para grupos de personas con rentas más bajas el nivel de conocimientos es relativamente similar y lo mismo ocurre para los grupos de rentas más altas. La mayor variación de conocimientos financieros se observa al pasar de tramos de renta baja a renta media.

Por otra parte, el análisis del comportamiento del individuo respecto al ahorro muestra que, en general, los encuestados dan una importancia muy alta al hecho de ahorrar, con tan solo un 22 % de la población cuya preocupación por el ahorro es baja o moderada. No obstante, de los datos obtenidos directamente de la ECF se extrae que casi el 40 % de ellos no ha ahorrado en el último año. En cuanto a la relación entre conocimientos financieros y ahorro, en el panel izquierdo del gráfico R17.2 se puede observar la existencia de una correlación positiva entre ambas variables, es decir, a medida que aumenta la nota obtenida, también se incrementa el porcentaje de individuos que ahorra. Un patrón muy similar se aprecia en la relación entre los conocimientos generales y el ahorro.

Entre las personas que ahorran, también se ha examinado qué y cuántos productos utilizan para canalizar ese ahorro, ya que el nivel de diversificación es un factor importante a la hora de tener una cartera lo más eficiente posible. En términos generales, se observa que la mayoría de los individuos opta por un número muy reducido de activos financieros<sup>2</sup>, que en pocos casos son más de dos. Así, por ejemplo, en el caso de los conocimientos financieros, se advierte que entre aquellos que no poseen ningún activo financiero, el 32 % se corresponde con personas con conocimientos bajos o muy bajos, mientras que este porcentaje es del 10 % y del 7 % para los grupos que poseen dos activos y tres o más, respectivamente. De forma inversa, como se observa en el panel derecho del gráfico R17.2, el porcentaje de personas con una nota financiera alta o muy alta aumenta de forma sustancial a medida que se incrementa la diversificación entre activos financieros.

### Ahorro y tenencia de activos en función de los conocimientos financieros

GRÁFICO R17.2



Fuente: ECF y CNMV.

Para identificar la importancia de las competencias financieras en la toma de decisiones de ahorro e inversión por parte de los individuos, se han estimado modelos *probit* con variables instrumentales. Mediante la estimación de estos modelos se analiza cómo los conocimientos financieros determinan las actitudes de ahorro y la tenencia de diferentes productos financieros (cuentas de ahorro, planes de pensiones, fondos de inversión, acciones y renta fija) por parte de los individuos.

Los resultados más importantes de estas estimaciones se presentan en el cuadro R17.1. Estos señalan un impacto positivo de las competencias financieras en la probabilidad de participar en fondos de inversión y de adquirir acciones y títulos de renta fija, tanto públicos como corporativos. Sin embargo, no parecen influir en la propensión al ahorro, en la tenencia de cuentas de ahorro y en la suscripción de planes de pensiones. Los resultados alcanzados permiten afirmar que existe una relación de causalidad entre los conocimientos financieros y las decisiones financieras y, además, hacen posible establecer la dirección de esta relación: los individuos con mayores conocimientos financieros tienen una mayor probabilidad de participar en los mercados financieros mediante la tenencia de acciones y títulos de renta fija y siendo partícipes de fondos de inversión. El análisis permite además identificar la relevancia de ciertas características demográficas de los individuos, como son la edad y los ingresos, en el proceso de toma de decisiones financieras. Finalmente, los resultados también señalan que las características demográficas de los individuos influyen en su nivel de conocimientos financieros, siendo destacable la existencia de una brecha de género en la cultura financiera.

**Determinantes del ahorro y la tenencia de productos financieros** CUADRO R17.1

RECUADROS  
Informe anual CNMV  
2020

Variables	Cuenta de Ahorro	Plan de ahorro pensiones	Fondo de inversión	Acciones	Renta fija	
<b>Conocimientos financieros</b>	0,436	0,557	-0,143	0,736**	0,353***	0,844*
<b>Edad</b> (Ref. 18-34)						
35-44	-0,362***	0,055	0,758***	0,341*	0,250***	0,141
45-54	-0,569***	-0,030	1,128***	0,512**	0,497***	0,134
55-64	-0,693***	0,040	1,273***	0,660***	0,600***	0,391
65-80	-0,541***	0,344***	0,645***	1,126***	1,129***	0,539**
<b>Formación académica</b> (Ref. inferior a Primaria)						
Educ. Primaria y Secundaria	-0,282	0,017	0,708	-0,030	0,199	3,182
Bachillerato y Formación Profesional	-0,205	0,017	1,048	-0,033	0,550**	2,986
Universitaria	0,005	0,127	1,286*	0,023	0,752***	3,035
<b>Género</b>						
Hombre	-0,122	-0,228*	0,141	-0,265*	--	-0,237
<b>Unidad familiar</b>						
Vivir en pareja	-0,013	0,078	0,124**	-0,009	0,049	-0,194**
Vivir con hijos	-0,207***	-0,015	0,009	-0,070	0,020	-0,159*
<b>Situación profesional</b>						
Jubilado	-0,054	0,038	-0,116	-0,070	-0,112	0,021
Autónomo	-0,045	-0,028	0,294***	-0,027	0,277***	-0,035
<b>Ingresos</b> (Ref. menos de 9.000)						
14.501-26.000	0,337**	0,077	0,328***	-0,026	0,025	-0,316*
26.001-44.500	0,525***	0,229	0,591***	0,105	0,315**	-0,284
44.501-67.500	0,756***	0,205	0,857***	0,106	0,510***	-0,485
Más de 67.500	0,903***	0,353	1,067***	0,301	0,846***	-0,319
Observaciones	8.553	8.553	8.553	8.553	8.553	8.553
Wald (i)	1.340***	685***	1.103***	735***	812***	122***
Wald (ii) ( <i>p value</i> )	0,3548	0,3514	0,5345	0,2720	0,6630	0,1206

Fuente: Elaboración propia. Modelos *probit* con variables instrumentales. Variable instrumentada: conocimientos financieros; instrumentos: formación previa relacionada con la economía/empresa; más de 100 libros a los 10 años y género. Se muestran los coeficientes no estandarizados. Wald (i) es el test de significatividad conjunta de los coeficientes de las variables explicativas, que se distribuye asintóticamente según  $\chi^2$  bajo la hipótesis nula de no significatividad de las variables explicativas. Wald (ii) es el test de exogeneidad de la variable instrumental, que se distribuye asintóticamente según  $\chi^2$  bajo la hipótesis nula de exogeneidad de la variable instrumental. Los modelos se han estimado con una constante; sin embargo, no se muestra en la tabla: \*  $p < 0,10$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$

- 1 Véase Ispuerto, A., Martínez, I. y Ruiz, G. «Educación financiera y decisiones de ahorro e inversión: un análisis de la Encuesta de Competencias Financieras (ECF)».
- 2 Se han considerado como activos financieros las cuentas de ahorro, planes de pensiones, acciones, participaciones en fondos de inversión y activos de renta fija pública o privada.

La rápida evolución de los mercados y las nuevas tendencias en el ámbito educativo han llevado a la CNMV a seguir realizando actividades tendentes a mejorar la formación financiera de los inversores. En este sentido, se han desarrollado nuevos recursos educativos que se han alojado en la sección de «Inversores y educación financiera» de la web de la CNMV y que se difunden periódicamente a través de redes sociales y otros canales de comunicación.

Los recursos desarrollados han sido los siguientes:

- **Nuevas guías y guías rápidas para el inversor.** Estas guías conforman la reedición de las antiguas guías y fichas del inversor e incluyen contenidos actualizados y presentados con una nueva línea gráfica más actual. Estas publicaciones buscan acercar al inversor a las principales cuestiones relacionadas con el ámbito de la inversión de una manera sencilla y didáctica. La serie está formada por un total de 10 guías y 17 guías rápidas. Las primeras son publicaciones extensas que abordan en detalle distintas materias como, por ejemplo, los derechos del inversor, los fondos de inversión y la inversión colectiva o los productos de renta fija. Las segundas son publicaciones más breves que tratan de forma sintética asuntos como las finanzas sostenibles, la actividad *fintech* o los fondos de inversión, entre otros.
- **Podcasts.** Se ha elaborado una serie de 6 *podcasts* con el objetivo de acercar materiales de educación financiera a nuevos públicos que habitualmente utilizan herramientas audiovisuales. La serie, denominada «Las cuentas que da la vida», refleja situaciones de la vida cotidiana de una familia y su relación con aspectos financieros y decisiones que toman cotidianamente. Tratan asuntos como los chiringuitos financieros, cómo conocer el perfil inversor, las diferencias entre la renta fija y la renta variable, qué es el binomio rentabilidad-riesgo y la psicología económica.

Los contenidos pueden escucharse o descargarse desde la página web de la CNMV en cualquier dispositivo móvil a través de diferentes plataformas como iVoox, Spotify, Apple Podcasts y Google Podcasts.

- **Videos de educación financiera.** La sección de «Inversores y educación financiera» también ha incorporado vídeos educativos y *webinars* que pueden visualizarse tanto en el apartado multimedia de esta sección como en el canal de YouTube de la CNMV.
- **Infografías.** Se ha elaborado una serie de infografías, elementos que explican de manera simplificada a través de medios visuales conceptos y contenidos de educación financiera. Durante este año se han elaborado infografías sobre MiFID II, *fintech*, finanzas sostenibles, publicidad financiera y chiringuitos financieros.
- **Quizes** o cuestionarios dinámicos, que sirven para evaluar el conocimiento sobre determinados asuntos relacionados con los mercados de valores. Estos *quizes* se destinan al público en general, se incluyen en la

sección de «Inversores y educación financiera» y se difunden a través de las redes sociales de la CNMV.

- **Newsletters.** Con el objetivo de abrir nuevos canales de comunicación al público se ha comenzado a difundir mensualmente una *newsletter* en la que se recopilan todas las piezas formativas e informativas destinadas a los inversores y al público en general.

## Guía de competencias básicas del inversor

RECUADRO 19

La *Guía de competencias básicas del inversor* tiene como objetivo establecer un marco de conocimientos, aptitudes y habilidades básicas para inversores que facilite la toma de decisiones de inversión de una manera más consciente e informada.

Este marco está basado en los trabajos elaborados por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), en los que se establece un conjunto de competencias básicas con el fin de definir los conocimientos, las actitudes y los comportamientos deseables entre los inversores minoristas.

El marco comprende siete áreas de contenido en las que los inversores deberían desarrollar sus competencias. Dichas áreas abarcan desde los principios fundamentales de la inversión y las características clave de los productos de inversión hasta los aspectos básicos que el inversor debe tener en cuenta en el proceso de compraventa de estos productos, el seguimiento de las inversiones o sus derechos y responsabilidades como inversor.

Las competencias de cada área se dividen a su vez en tres dimensiones:

- i) Los conocimientos: la información recibida por un inversor y relativa, por ejemplo, a las comisiones, características y riesgos de los principales productos de inversión.
- ii) Los comportamientos y habilidades: hacen referencia a las acciones o la capacidad de actuar para lograr resultados positivos y el bienestar financiero como, por ejemplo, evaluar el rendimiento real de las inversiones antes de elegir un producto.
- iii) Las actitudes y motivaciones: los mecanismos psicológicos internos que podrían obstaculizar o ayudar en la toma de decisiones informadas y en el logro del bienestar financiero como, por ejemplo, la relación del inversor con el riesgo o la incertidumbre.

En la Guía se explican estas cuestiones y se advierte de que para tener una visión más amplia sobre este ámbito y acceder a unos conocimientos más extensos y profundizar en ellos, deberá recurrirse a las demás guías y recursos didácticos publicados por la CNMV.

Además, el desarrollo de las competencias recogidas en la Guía requiere la adquisición de los conocimientos pertinentes y su aplicación a la realidad de una manera efectiva y resolutiva. Asimismo, es necesario combinar los conocimientos y su aplicación práctica con la capacidad reflexiva y el autoconocimiento a fin de generar la disciplina, motivación y confianza suficientes que requiere el proceso de inversión.

En los últimos años, las finanzas sostenibles han experimentado un notable auge en el ámbito internacional, en el que se han multiplicado distintas iniciativas que pretenden establecer un marco común generalmente aceptado que sienta las bases de la información que publican los distintos actores del mercado (emisores, gestores de activos, inversores institucionales, índices de referencia, agencias de calificaciones de sostenibilidad, proveedores de datos de sostenibilidad...). En línea con esta tendencia, tanto como la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) como la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) han contribuido a este desarrollo internacional en el que la CNMV ha colaborado activamente.

En el caso de ESMA, y bajo el impulso de su Comité de Coordinación de Sostenibilidad, presidido por la vicepresidenta de la CNMV, se inició el año 2020 concretando la Estrategia de Finanzas Sostenibles, cuyo contenido se fijó en torno a las siguientes prioridades: i) completar el marco regulatorio de las obligaciones de transparencia establecidas en el Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros; ii) informar sobre las tendencias, riesgos y vulnerabilidades de las finanzas sostenibles; iii) analizar los riesgos financieros originados por el cambio climático; iv) promover la convergencia supervisora entre los supervisores nacionales para prevenir malas prácticas como el blanqueo ecológico; v) fomentar la transparencia y la calidad de la información no financiera; vi) participar en la Plataforma de la Unión Europea de Finanzas Sostenibles; vii) supervisar la adherencia de las agencias de calificación crediticia a las Directrices sobre factores de sostenibilidad, y viii) aceptar cualquier nuevo mandato relacionado con la sostenibilidad.

A lo largo del año, ESMA participó en varias consultas públicas de la Comisión Europea (CE), como las realizadas con motivo de la Estrategia Renovada de Finanzas Sostenibles, la revisión de la Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, sobre información no financiera y diversidad, y la creación de un estándar europeo para la emisión de bonos verdes. En todas estas consultas, ESMA se mostró a favor de seguir avanzando en la implementación del Plan de acción para la financiación de un crecimiento sostenible de la CE con el fin de mejorar la transparencia de la información no financiera, facilitar el acceso a dicha información y promover la protección del inversor haciendo frente a prácticas como la del blanqueo ecológico.

Así mismo ESMA ha proporcionado orientación a los mercados a falta de desarrollo de normas de nivel 2 del Reglamento 2019/2089 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativo a los índices de referencia climáticos, en concreto, de los actos delegados de la CE que debían desarrollar varias obligaciones contenidas en dicho reglamento. En este sentido, en abril de 2020 publicó una *no action letter* (aparte de la opinión enviada a la CE) en la que advertía de la dificultad de implementar las nuevas obligaciones establecidas por el nivel 1 mientras no se desarrollasen los actos dele-

gados y de cumplir con ellas. Por este motivo, recomendó a las autoridades nacionales competentes que no centrasen su labor supervisora en el cumplimiento de las mencionadas obligaciones.

En el ámbito internacional, ESMA asumió la dirección, junto con la Financial Services Authority de Japón, de un grupo de trabajo integrado en la Sustainability Task Force (STF) de IOSCO y dedicado al análisis y la mejora de la información sobre sostenibilidad publicada por las agencias de calificación crediticia, las agencias de calificaciones ASG (ambiental, social y de gobernanza) y otros proveedores de datos.

ESMA cerró el año con su respuesta a la consulta pública de la Fundación de los Estándares Internacionales de Reportes Financieros (en adelante, la Fundación) sobre la creación de estándares internacionales de sostenibilidad y una estructura paralela y similar a la existente dentro de la Fundación para las normas internacionales de contabilidad. La respuesta de ESMA fue positiva, aunque se puso de manifiesto la necesidad de tener en cuenta las peculiaridades de aquellas jurisdicciones que ya cuentan con marcos legales específicos en materia de sostenibilidad financiera. Además ESMA señaló como una noción clave a tener en cuenta el principio de la doble materialidad para lograr integrar el principio de transparencia y la protección del inversor.

Como integrante del Comité Mixto de las Autoridades Supervisoras Europeas, ESMA ha desarrollado una importante labor regulatoria para cumplir los mandatos conferidos por los Reglamentos de Divulgación y Taxonomía, cuyo objeto es detallar ciertas obligaciones para que los inversores institucionales publiquen información sobre diversos aspectos de sostenibilidad. En febrero de 2021, el Comité Mixto remitió un informe a la CE con el proyecto de normas técnicas regulatorias que desarrollan los mandatos del Reglamento de Divulgación y parcialmente los del Reglamento de Taxonomía.

Otro organismo internacional que ha destacado por su actividad en materia de sostenibilidad en 2020 es IOSCO, en el que la CNMV preside uno de los grupos de trabajo de la Sustainable Finance Network (SFN), compuesta por 40 reguladores y supervisores de los mercados financieros, que en abril de 2020 publicó el informe *Sustainable Finance and the Role of Securities Regulators and IOSCO*. Este documento es el resultado del estudio y análisis de las principales iniciativas nacionales e internacionales en el ámbito de las finanzas sostenibles llevadas a cabo tanto por el sector público como el privado en 35 jurisdicciones hasta el momento de su publicación. Las principales conclusiones del informe subrayan: i) la existencia de una gran variedad de marcos y estándares para elaborar información sobre sostenibilidad, lo que no favorece la comparabilidad de la información, ii) la falta de una taxonomía o de un conjunto de definiciones comunes para las actividades sostenibles y iii) la existencia del fenómeno del *greenwashing* y otras cuestiones que afectan a la protección del inversor.

Para profundizar en estas cuestiones, IOSCO estableció en la primavera de 2020 la STF, en la que se integran tres grupos de trabajo y cuya función es realizar un análisis pormenorizado de la información sobre sostenibilidad que proporcionan: i) los emisores, ii) los gestores de activos y iii) las agencias



de calificación crediticia, las agencias de calificación ASG (*ESG rating agencies*) y otros proveedores de datos.

La CNMV ostenta una de las vicepresidencias de la SFN y de la STF y además copreside con el regulador del Reino Unido, la Financial Conduct Authority (FCA), el grupo que está analizando la información que proporcionan los emisores y que se propone impulsar la adopción de unas normas únicas que permitan que la información publicada sea comparable y responda a unos criterios comunes.

Adicionalmente, en diciembre de 2020 IOSCO publicó su respuesta a la consulta pública de la Fundación sobre la conveniencia de emitir estándares internacionales de sostenibilidad y sobre la creación de un consejo y una estructura paralela a la ya existente en la Fundación respecto de las normas internacionales de contabilidad para dichos estándares. La respuesta de IOSCO, que forma parte de la estructura de gobierno de la Fundación por medio del Monitoring Board, fue positiva y en ella se instaba a la Fundación a tener en cuenta, entre otros, diversos factores que podrían contribuir al éxito de la iniciativa, como la consideración de los procesos de diligencia debida, de gobernanza independiente, de fuentes de financiación adecuada o de recursos humanos especializados. También se apremiaba a la Fundación para que tuviese en cuenta el trabajo realizado hasta la fecha por la Alliance of Standard Setters y, en concreto, el modelo de prototipo para la emisión de un estándar para preparar información financiera relacionada con el clima, publicado por dicha organización también en diciembre de 2020.

Por su trascendencia, es preciso destacar el comunicado publicado por IOSCO, en el que se subraya la urgente necesidad de contar con un único marco de estándares de sostenibilidad para favorecer la publicación de información no financiera comparable, homogénea y de calidad por parte de los emisores. IOSCO hace pública su intención de seguir en estrecho contacto con la Fundación y la Alliance of Standard Setters y anuncia la creación de un comité consultivo que permitirá la coordinación entre unos estándares de información financiera sobre sostenibilidad más básicos, que operarán como un mínimo común basado en el concepto de creación de valor para la empresa, y otros más elaborados, que van más allá de la mera noción de creación de valor para dar cabida a ideas como la de la doble materialidad, que implica tener en cuenta, además de la materialidad financiera, el impacto de la propia empresa sobre el medio ambiente y la sociedad.

Se espera que a lo largo de 2021 y 2022 la STF publique varios informes correspondientes al trabajo desarrollado por sus tres grupos de trabajo.

### Programa de trabajo de ESMA para 2021

RECUADRO 21

El 2 de octubre de 2020 la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) publicó su **Programa de trabajo para 2021**<sup>1</sup>, que responde a objetivos como el desarrollo de una base amplia de inversores minoristas que sustente la Unión de los Mercados de Capitales (UMC), la promoción de las finanzas sostenibles y los mercados orientados al largo plazo, las oportunidades y los riesgos de la digitalización, el fortalecimiento del papel de la Unión Europea (UE) en los mercados de capitales globales y garantizar un enfoque proporcionado de la regulación. Asimismo, esta autoridad trabajará para hacer frente a los retos planteados por el *brexit* y llevará a cabo acciones en respuesta al impacto provocado por la pandemia, la cual también ha llevado a retrasar a 2021 actividades que estaban planeadas para 2020. Por otro lado, 2021 será el año en el que ejecutará de manera plena las nuevas competencias y tareas encomendadas tras la revisión de su reglamento. Igualmente, ESMA continuará asistiendo a la Comisión Europea (CE) en las tareas relativas al plan de acción de la UMC, la estrategia de finanzas sostenibles renovada, la nueva estrategia de finanzas digitales y el plan de acción de *fintech*.

En el ámbito de la **convergencia supervisora**, ESMA se centrará en 2021 en el establecimiento de una cultura de supervisión común basada en la identificación y gestión de riesgos y centrada en los resultados. Las acciones se priorizarán mediante una identificación reforzada de los riesgos de supervisión y de la recopilación de datos con el objetivo de establecer las áreas de mayor riesgo o problemas para la protección de los inversores, la estabilidad financiera y el funcionamiento ordenado de los mercados. En concreto, continuará impulsando la convergencia en las siguientes áreas: i) coordinación de las actuaciones que lleven a cabo las autoridades nacionales competentes respecto de las dos prioridades estratégicas de supervisión identificadas para los próximos tres años (rendimiento y costes de los productos de inversión dirigidos a clientes minoristas, y calidad de los datos del mercado); ii) el riesgo de liquidez de los fondos y el uso de herramientas de gestión de liquidez como continuación al trabajo realizado en 2020 en el contexto del COVID-19; iii) los costes y las rentabilidades de los productos de inversión minorista, en particular en el área de fondos; iv) la calidad y uso de la información de los diferentes regímenes de divulgación, y v) la supervisión de las obligaciones de divulgación de los datos ambientales, sociales y de gobernanza (ASG), así como el uso de esta información por los participantes en los mercados. Adicionalmente, esta autoridad contribuirá a la aplicación coherente de los cambios introducidos por EMIR Refit y EMIR 2.2. Por último, realizará evaluaciones entre pares sobre la supervisión de las actividades transfronterizas de las empresas de servicios de inversión, cómo las autoridades nacionales competentes han gestionado la relocalización de empresas del Reino Unido a la UE de los 27 en el contexto del *brexit*, la supervisión de entidades de contrapartida central (ECC) y depositarios centrales de valores, y el procedimiento de aprobación de folletos.

En el ámbito de la **evaluación de los riesgos**, ESMA se centrará en 2021 en integrar la innovación financiera y los factores ASG en su análisis de riesgos, al igual que en el uso de los datos en la supervisión, y continuará vigilando

tanto el impacto de la pandemia en los mercados como el final del periodo transitorio en el marco del *brexit*.

En el ámbito del **código normativo único**, ESMA trabajará en 2021 en la revisión de MiFID II y AIFMD, a la vez que estudiará cuáles son las modificaciones normativas que se precisan para una UMC más integrada, aumentar el atractivo de los mercados de la UE y promover las finanzas sostenibles o la proporcionalidad. Asimismo, reexaminará las normas técnicas relevantes para adaptarlas a las modificaciones introducidas por la revisión del Reglamento EMIR.

En el ámbito de su **actividad de supervisión directa**, ESMA se centrará en 2021 en la supervisión de las ECC de terceros países consideradas como infraestructuras de mercado críticas conforme a EMIR 2.2 y se preparará para asumir los mandatos derivados del Reglamento de índices de referencia y de proveedores de suministro de servicios de datos. Además, continuará con la supervisión directa de las agencias de calificación crediticia, los registros de operaciones y los registros de titulaciones.

---

1 [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma20-95-1273\\_2021\\_annual\\_work\\_programme.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma20-95-1273_2021_annual_work_programme.pdf)

### La CNMV y el *brex*it

RECUADRO 22

La CNMV ha estado trabajando durante los últimos años, de manera coordinada con el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital y otros organismos nacionales y europeos, ante la perspectiva de una salida del Reino Unido de la Unión Europea (*brex*it), con el objetivo de preservar la estabilidad financiera y proteger a los inversores, teniendo siempre en cuenta la necesidad de fomentar la competitividad del mercado español.

El 24 de diciembre de 2020, la Unión Europea y el Reino Unido alcanzaron un principio de compromiso sobre el Acuerdo de Comercio y Cooperación UE-Reino Unido, que fue aprobado por el Consejo de Europa el 30 de diciembre.

Con anterioridad a este Acuerdo de Comercio y Cooperación, el Parlamento británico aprobó la ley del Acuerdo sobre la Retirada el 23 de enero de 2020, que establecía un periodo transitorio desde su entrada en vigor hasta el 31 de diciembre de 2020. Durante este tiempo el derecho de la Unión ha seguido aplicándose en y al Reino Unido, con determinadas excepciones. La finalidad principal de este periodo transitorio era ofrecer un plazo para la preparación de los ciudadanos, de los actores económicos y de las Administraciones ante la nueva situación, así como proporcionar un marco de estabilidad para la negociación de un acuerdo sobre la relación futura entre la Unión Europea y el Reino Unido.

A finales de 2020, una vez alcanzado el compromiso de Acuerdo de Comercio y Cooperación, se aprobó en España el Real Decreto-ley 38/2020, de 29 de diciembre, por el que se adoptan medidas de adaptación a la situación de Estado tercero del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte tras la finalización del periodo transitorio previsto en el Acuerdo sobre la retirada del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte de la Unión Europea y de la Comunidad Europea de la Energía Atómica. El objeto de este real decreto-ley es la adopción de medidas de adaptación del ordenamiento jurídico español, con el fin de hacer frente a las consecuencias de la retirada de la Unión Europea del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, una vez finalizado el periodo transitorio previsto en el Acuerdo sobre la retirada.

Siguiendo con las actuaciones que ha llevado a cabo durante todo este proceso, la CNMV ha mantenido contactos con las entidades afectadas de manera constante y ha actualizado en su página web la sección denominada «*Brex*it» con información de utilidad para los participantes en el mercado y los inversores, tales como un listado de documentos de interés y algunos criterios interpretativos, en forma de preguntas y respuestas, sobre las disposiciones relativas al mercado de valores y a los servicios de inversión.

Lo más destacable es que tras el periodo transitorio anteriormente citado se aplica al Reino Unido el régimen de terceros países contemplado en la normativa europea y nacional. Este régimen incluye la posibilidad de reconocimiento de equivalencia en determinados subsectores financieros.

En particular y respecto a la posibilidad de contratar nuevos servicios financieros con entidades británicas, las entidades autorizadas por el Reino Unido

no podrán suscribir nuevos contratos con clientes españoles, al carecer de una autorización válida para prestar servicios financieros en España (si bien se ha establecido un periodo transitorio de seis meses para que las entidades puedan cerrar ordenadamente sus posiciones y contratos). Para poder prestar estos servicios, las entidades británicas que operan en España deberán pedir autorización para constituir una entidad española o adaptarse a los requisitos de tercer país. El Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones asesorarán a las entidades en este proceso.

## Nuevo plan de la Comisión Europea sobre la Unión de los Mercados de Capitales

RECUADRO 23

La Comisión Europea (CE) publicó el 24 de septiembre de 2020 una Comunicación dirigida al Parlamento Europeo (PE), al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, en la que los informaba sobre un nuevo Plan de acción para culminar una Unión de los Mercados de Capitales (UMC) orientada hacia las personas y las empresas.

Esta propuesta es una continuación del primer Plan de acción publicado en 2015, en el que la Comisión se proponía como objetivo alcanzar una UMC para 2019. En él se contemplaba la adopción de 33 medidas —con el fin de fomentar un mayor grado de integración financiera a nivel europeo, facilitar el acceso a la financiación a las empresas europeas en las distintas fases de su crecimiento, ampliar el espectro de inversiones seguras a las que pueden tener acceso los inversores y mejorar la estabilidad del sistema financiero europeo—, algunas de las cuales fueron modificadas y otras añadidas en una revisión intermedia en 2017.

Aunque las medidas adoptadas han servido para sentar las bases de esta Unión, la CE considera adecuada la adopción de medidas adicionales que sirvan, por un lado, para dotar de mayor profundidad al mercado interior en el ámbito de los mercados de capitales y, por otro, de apoyo a algunas de las principales líneas estratégicas de la Comisión, como la recuperación económica tras la pandemia provocada por el COVID-19 o facilitar la financiación que precisan el *Pacto Verde Europeo* y la *transición hacia la era digital*.

En concreto, el nuevo Plan contiene 16 acciones en torno a 3 objetivos claves:

- i) **Apoyar una recuperación económica ecológica, digital, integradora y resiliente, facilitando el acceso a la financiación de las compañías europeas.**

**Acción 1: Mejorar la visibilidad de las empresas para los inversores transfronterizos.** La CE propone la adopción de una iniciativa normativa que dé lugar a la creación de una plataforma, a escala de la Unión, que a modo de punto único de acceso permita a los inversores acceder a la información de carácter financiero de las empresas (no financieras y financieras), así como a la relacionada con la sostenibilidad (tercer trimestre de 2021). El 3 de marzo de 2021 venció el plazo para responder a una consulta pública en relación con esta propuesta.

**Acción 2: Apoyar el acceso a los mercados públicos.** La CE propone realizar una evaluación sobre la viabilidad de simplificar la normativa relativa a los requisitos exigibles para las admisiones a negociación en los mercados públicos (cuarto trimestre de 2021). Un grupo de expertos publicará recomendaciones sobre esta materia durante la primavera de 2021.

**Acción 3: Apoyar los vehículos de inversión a largo plazo.** La CE propone la revisión del Reglamento sobre fondos de inversión a largo plazo europeos

(tercer trimestre de 2021). El 19 de enero de 2021 venció el plazo para responder a una consulta pública en relación con esta revisión.

**Acción 4: Fomentar una mayor participación de los inversores institucionales en la financiación a largo plazo y mediante fondos propios (acciones).**

La CE propone: i) la revisión de Solvencia II, a fin de facilitar que las compañías aseguradoras inviertan a largo plazo (tercer trimestre de 2021) y ii) la revisión del Reglamento y de la Directiva sobre requisitos de capital para garantizar que los bancos inviertan a largo plazo en el capital de las pymes (primer trimestre de 2021).

**Acción 5: Dirigir a las pymes hacia proveedores de financiación alternativa.**

La CE propone evaluar la viabilidad de solicitar a los bancos que, cuando denieguen una solicitud de crédito a una pyme, la remitan a un proveedor de financiación alternativa (cuarto trimestre de 2021).

**Acción 6: Ayudar a que los bancos presten más a la economía real.**

La CE propone: i) la revisión del marco jurídico de la titulización —tanto el régimen aplicable a la titulización simple, transparente y normalizada como a la que no reúna estas características— (cuarto trimestre de 2021) e ii) introducir el denominado *pagaré garantizado europeo*.

ii) **Hacer que la Unión Europea (UE) resulte un lugar seguro para que los individuos puedan ahorrar e invertir a largo plazo.**

**Acción 7: Capacitar a los ciudadanos a través de la educación financiera.**

La CE propone: i) evaluar la viabilidad de establecer un marco europeo de competencias financieras (segundo trimestre de 2021) y ii) valorar si procede la adopción de una legislación horizontal que obligue a los Estados miembros a promocionar medidas de formación en esta área (primer trimestre de 2022). La CE ha publicado en abril de 2021 un informe sobre la viabilidad del mencionado marco europeo de competencias financieras y ha lanzado, junto con la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), un proyecto en común para llevarlo a cabo.

**Acción 8: Reforzar la confianza de los inversores minoristas en los mercados de capitales.**

La CE propone: i) la evaluación y revisión de la normativa aplicable en materia de incentivos y obligaciones de información (primer trimestre de 2022); ii) una propuesta legislativa para reducir la carga administrativa y los requisitos de información para un subconjunto de inversores minoristas, incluida la revisión de la actual clasificación entre inversores minoristas y profesionales o, incluso, la creación de una nueva categoría de inversores cualificados (cuarto trimestre de 2021 o primer trimestre de 2022), y iii) una evaluación sobre el requisito de exigir a los asesores financieros un certificado que demuestre su cualificación y su formación continua (cuarto trimestre de 2021), así como la posibilidad de exigir una certificación paneuropea para prestar el servicio de asesoramiento financiero (primer trimestre de 2022). La CE, además de haber contratado a una empresa para el estudio de los regímenes aplicables a incentivos, obligaciones de información y evaluación de idoneidad, ha lanzado en mayo de 2021 una consulta pública para contrastar con las partes interesadas todos los extremos mencio-

nados en el marco de una Estrategia de Inversión Minorista que tiene previsto poner en marcha durante el primer semestre de 2022.

**Acción 9: Apoyar a las personas en su jubilación.** La CE tiene previsto: i) el desarrollo de cuadros de indicadores de pensiones con información detallada sobre los regímenes profesionales de jubilación (cuarto trimestre de 2021); ii) la identificación de las mejores prácticas a efectos de la creación de sistemas nacionales de seguimiento de pensiones individuales para los ciudadanos (cuarto trimestre de 2021), y iii) el estudio de las mejores prácticas de los Estados miembros en relación con la afiliación automática, así como de regímenes profesionales de jubilación que complementen las pensiones públicas de los ciudadanos (tercer trimestre de 2020).

iii) **Integrar los mercados de capitales en un auténtico mercado interior único.**

**Acción 10: Aligerar la carga fiscal asociada a la inversión transfronteriza.** La CE propone: i) una iniciativa legislativa con el fin de reducir los costes fiscales para los inversores transfronterizos y prevenir el fraude fiscal, y ii) la adopción de un sistema común, normalizado y a escala de la Unión de desgravación en origen de la retención fiscal a cuenta (cuarto trimestre de 2022).

**Acción 11: Hacer más previsible el resultado de la inversión transfronteriza en lo que respecta a los procedimientos de insolvencia.** La CE propone: i) una iniciativa —de carácter legislativo o no— que tenga por objeto armonizar o alcanzar una mayor convergencia en ámbitos específicos de la normativa sobre insolvencia no bancaria (segundo trimestre de 2022) y ii) la Comisión y la Autoridad Bancaria Europea estudiarán la posibilidad de mejorar el intercambio de información entre los Estados miembros sobre la evaluación periódica de la eficacia de sus regímenes nacionales de ejecución de préstamos (estudio en el primer trimestre de 2021 y propuesta normativa en el cuarto trimestre de 2022). El 26 de marzo de 2021 venció el plazo para responder a una consulta pública sobre esta materia.

**Acción 12: Facilitar la implicación de los accionistas.** La CE propone: i) acuñar una definición única de accionista para toda la UE; ii) aclarar y armonizar, en mayor medida, las normas que rigen la interacción entre inversores, intermediarios y emisores en relación con el derecho de voto y las operaciones corporativas (en concreto, en el tercer trimestre de 2023 la Comisión tiene prevista la revisión de la segunda Directiva sobre los derechos de los accionistas), y iii) realizar un estudio sobre la existencia de obstáculos nacionales que limiten el uso de las nuevas tecnologías digitales en este ámbito (cuarto trimestre de 2021).

**Acción 13: Desarrollo de servicios de liquidación transfronterizos.** La CE contempla la revisión del Reglamento sobre depositarios centrales de valores (cuarto trimestre de 2021). El 2 de febrero de 2021 venció el plazo para responder a una consulta pública en relación con esta materia.

**Acción 14: Proveedor de información consolidada.** La CE propone una modificación legislativa para el establecimiento de un proveedor de información



consolidada, a escala de la UE, que proporcione datos consolidados de posesión (cuarto trimestre de 2021).

**Acción 15: Protección y facilitación de las inversiones.** La CE propone actualizar y reforzar el marco de protección y facilitación de las inversiones transfronterizas en la UE mediante la adopción de medidas como la mejora de los mecanismos de resolución de litigios a escala nacional y de la UE, o la recopilación de información sobre los derechos y oportunidades de los inversores en un punto único de acceso (segundo trimestre de 2021).

**Acción 16: Supervisión.** La CE propone: i) trabajar en un código normativo único reforzado para los mercados de capitales, a la vez que llevar un seguimiento sobre el nivel de convergencia en la supervisión; ii) realizar un estudio sobre estos aspectos y, en función del resultado, valorar si conviene la adopción de medidas para reforzar la coordinación de la supervisión o la supervisión directa encomendada a las autoridades europeas de supervisión (cuarto trimestre de 2021), y iii) posibles modificaciones normativas para subsanar las deficiencias detectadas con ocasión del caso Wirecard, en particular en materia de gobernanza corporativa, auditoría legal externa y supervisión de la información financiera. La CE ha lanzado una consulta pública sobre esta materia cuyo plazo para contestar vence el 21 de mayo de 2021.

La Comisión también ha anunciado su intención de completar los informes periódicos que viene publicando sobre la evolución de la UMC mediante una serie de indicadores específicos que midan el nivel de integración alcanzado.

Por último, el Consejo, en su reunión del 3 de diciembre de 2020, apoyó todas las acciones propuestas en este nuevo Plan, a la vez que se pronunció a favor de una UMC de carácter policéntrico, ya que considera beneficioso que la UE cuente con más de un centro financiero.

### Nueva regulación europea y Guía del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) sobre recuperación y resolución de entidades de contrapartida central

RECUADRO 24

El papel fundamental de las entidades de contrapartida central (ECC) en el sistema financiero y su creciente importancia sistémica han convertido a estas infraestructuras en entidades «demasiado importantes para fallar». Por ello, y a pesar del riguroso régimen de gestión de riesgos y líneas de defensa con las que cuentan en el desarrollo habitual de su actividad, se ha elaborado un régimen de recuperación y resolución de estas infraestructuras que aborda la posible, aunque remota, situación de su inviabilidad garantizando la continuidad de sus funciones esenciales, preservando la estabilidad financiera y sin recurrir a recursos de los contribuyentes.

#### Reglamento europeo de recuperación y resolución de ECC

En la Unión Europea, la publicación en diciembre de 2020 del Reglamento de R&R ECC<sup>1</sup> proporciona el marco legal adecuado para gestionar situaciones que impliquen la inviabilidad de las ECC. La norma europea se basa en los Atributos Clave sobre los Regímenes de Resolución de Entidades Financieras<sup>2</sup> del FSB y en los mismos principios que el marco de recuperación y resolución del sector bancario. Sin embargo, dado que el negocio de las ECC es muy diferente del de los bancos, las herramientas que contiene la regulación se alinean mejor con el perfil de riesgo y de negocio de esas entidades, al tiempo que tiene en cuenta las estrechas interdependencias existentes entre bancos y ECC derivadas del papel preponderante de los bancos como miembros compensadores y prestadores de otros servicios a las ECC y del principio de mutualización de pérdidas entre los miembros compensadores en caso de incumplimiento.

Los principales elementos de la nueva regulación son los siguientes:

- Las ECC y las autoridades de resolución han de elaborar planes de recuperación y de resolución sobre cómo manejar cualquier forma de dificultad financiera que exceda los recursos existentes de una ECC. Si las autoridades de resolución identifican obstáculos para la resolución en el curso del proceso de planificación, pueden exigir que una ECC tome las medidas adecuadas para su eliminación.
- Las autoridades supervisoras pueden intervenir en una etapa temprana, antes de que la situación se deteriore irreparablemente, requiriendo a la ECC acciones específicas contenidas en su plan de recuperación o cambios en su estrategia comercial o en su estructura legal u operativa.
- Con el fin de reforzar los incentivos para una gestión de los riesgos adecuada y garantizar una asignación equitativa de las pérdidas, las ECC deberán mantener un tramo adicional de recursos (conocido como *second skin in the game*) para absorber pérdidas causadas tanto por supuestos de incumplimiento de las obligaciones de los miembros como por otras causas, como medida de recuperación antes de recurrir a otras que requieran contribuciones financieras de los miembros compensadores.

- En el improbable caso de fallo de una ECC, las autoridades nacionales pueden utilizar herramientas de resolución para retornar a una situación de cartera casada y absorber pérdidas. Dichas herramientas incluyen la cancelación de contratos, la amortización de instrumentos financieros propiedad de la ECC, los requerimientos de efectivo a los miembros compensadores, los recortes de ganancias por márgenes de variación, la venta de la ECC o partes de su negocio, o la creación de una ECC puente.
- En circunstancias excepcionales, como medida de último recurso, es posible acudir a un apoyo público extraordinario con carácter temporal, siempre que exista un plan sólido y creíble de recuperación de las ayudas.
- El uso de herramientas de resolución se rige por ciertas salvaguardas para garantizar que todas las partes afectadas reciban un trato justo. El principio de «ningún acreedor en peor situación» (NCWO) asegura que ningún acreedor debería estar en peor situación en la resolución de lo que hubiera estado en caso de que la ECC fuera liquidada. El reglamento también contempla, a criterio de la autoridad de resolución, un mecanismo de compensación de la ECC a los miembros no incumplidores con derecho a una reclamación de NCWO mediante acciones de la ECC, instrumentos de deuda o derechos sobre beneficios futuros.
- Cada Estado debe designar al menos una autoridad de resolución, que debe contar con independencia operativa y funcional para evitar conflictos de interés con el supervisor, pero ambos han de actuar de forma coordinada.
- Teniendo en cuenta la naturaleza global y sistémica de las ECC, el reglamento establece una estrecha coordinación entre las autoridades nacionales y las de otras jurisdicciones en las que la ECC tiene relevancia en el marco de los colegios de resolución.
- La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) asume un papel clave como autoridad europea de referencia para las ECC. Debe crear un Comité de Resolución de ECC, con funciones de coordinación y de desarrollo normativo similares a las del actualmente existente en la Autoridad Bancaria Europea, del que formarán parte las autoridades de resolución de las ECC como miembros, así como las autoridades de resolución y de supervisión bancarias como observadores, incluida la propia Autoridad Bancaria Europea.

El reglamento contempla una entrada en vigor inmediata (su publicación se produjo el pasado 16 de diciembre de 2020) y una aplicación escalonada hasta dos años, a fin de que durante ese periodo se pueda desarrollar y aprobar la normativa de segundo nivel que permita su implementación práctica, se designe a las autoridades de resolución correspondientes y se las dote de los recursos necesarios para el ejercicio de sus funciones.

## Guía del FSB sobre recursos financieros disponibles y su tratamiento en resolución

Uno de los aspectos esenciales que la autoridad de resolución debe tener en cuenta en el proceso de elaboración del plan de resolución es la evaluación de la suficiencia y adecuación de los recursos financieros con los que cuenta una ECC para hacer frente a posibles incumplimientos, evitar su quiebra y garantizar la continuidad de sus funciones críticas. A diferencia de lo que ocurre en el sector bancario, este es un terreno poco explorado, ya que son muy pocos los casos en los que las pérdidas en las que se ha incurrido han superado los recursos provistos por la ECC para su cobertura y menos aún los casos de quiebra de una ECC.

El último avance en este ámbito es la publicación en noviembre de 2020 por el FSB de la Guía sobre los recursos disponibles para respaldar la resolución de una ECC y sobre el tratamiento de su capital en resolución (*Guidance on financial resources to support CCP resolution and on the treatment of CCP equity in resolution*). La guía ha sido elaborada por el grupo encargado de la gestión de crisis transfronterizas para infraestructuras de mercado (FSB Cross-Border Crisis Management Group for Financial Market Infrastructures, fmiCBCM), que copreside un representante de la CNMV, en estrecha colaboración con el Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado (CPMI) y de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO).

La guía proporciona orientación a las autoridades de resolución a la hora de abordar la planificación de la resolución de una ECC, con el fin de garantizar la disponibilidad de recursos y herramientas adecuados y de comprender el potencial efecto adverso que el uso de ciertos recursos y herramientas pudiera tener sobre la estabilidad financiera en un escenario de resolución.

Para ello, propone un proceso de cinco pasos con el fin de evaluar la adecuación de los recursos financieros y de las herramientas disponibles para lograr los objetivos de resolución en diferentes escenarios:

- **Paso 1:** Identificar hipotéticos escenarios de pérdidas por incumplimiento de miembros compensadores y por otros motivos que pueden conducir a la resolución.
- **Paso 2:** Realizar una evaluación cualitativa y cuantitativa de los recursos y herramientas disponibles en resolución.
- **Paso 3:** Evaluar los posibles costes de resolución.
- **Paso 4:** Comparar los recursos y herramientas existentes con los costes de resolución e identificar cualquier posible brecha.
- **Paso 5:** Evaluar la disponibilidad, los costes y los beneficios de los posibles medios para abordar las brechas identificadas.

La guía se revisará en un plazo máximo de cinco años tomando en consideración la evolución del mercado y la experiencia de las autoridades de resolución

en su aplicación junto con la de las demás autoridades involucradas a través de los grupos de gestión de crisis.

La reciente aprobación del Reglamento europeo sobre recuperación y resolución de cámaras de compensación permitirá aplicar a todas las cámaras ubicadas en la Unión Europea un marco específico y armonizado de recuperación y resolución, cuya aplicación se beneficiará de la nueva guía del FSB.

El propio reglamento reconoce que la Comisión Europea debe revisar su contenido para incorporar los desarrollos internacionales que se vayan produciendo relativos al tratamiento del capital en resolución y, en el mismo plazo de cinco años, sobre los recursos financieros disponibles por parte de las autoridades de resolución para cubrir pérdidas no causadas por incumplimiento de los miembros y los recursos propios de las ECC que se utilizarán en la recuperación y resolución.

- 1 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 y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1095/2010, (UE) n.º 648/2012, (UE) n.º 600/2014, (UE) n.º 806/2014 y (UE) 2015/2365 y las Directivas 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2007/36/CE, 2014/59/UE y (UE) 2017/1132.
- 2 *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, aprobados por el FSB en 2011, y actualizados en 2014, en respuesta a la crisis financiera global y con el fin de reforzar la solidez y resistencia del sistema financiero.

La CNMV ha llevado a cabo, con la colaboración de la empresa especializada Sigma Dos, una encuesta entre los participantes del mercado al objeto de conocer las opiniones que las entidades y profesionales que interactúan con la institución tienen sobre su funcionamiento.

Este estudio ha permitido profundizar en el conocimiento de la percepción que los actores del mercado tienen acerca de los puntos fuertes y débiles de la institución, y los resultados obtenidos servirán para orientar la actuación de la CNMV de forma que sea capaz de proporcionar el mejor servicio posible. En este sentido, la CNMV ha incluido ya en su estrategia para 2021-2022 algunos elementos inspirados en esta información, así como determinados objetivos específicos en el Plan de actividades correspondiente al ejercicio 2021. La encuesta entre los participantes del mercado se remitió a un total de 819 entidades entre octubre y noviembre de 2020 y se recibió la respuesta de 350 profesionales pertenecientes a entidades emisoras de valores, gestoras de instituciones de inversión colectiva, empresas de servicios de inversión, entidades de crédito, infraestructuras de mercado, plataformas de financiación participativa, sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y sociedades gestoras de fondos de titulización, así como profesionales de las distintas asociaciones del sector y de los principales despachos de abogados y empresas de consultoría y auditoría.

El cuestionario contenía 65 preguntas organizadas en varias categorías y permitió valorar un total de 67 atributos.

Los principales resultados de la encuesta se resumen a continuación.

### **Imagen general**

El estudio pone de manifiesto que la CNMV cuenta con una buena imagen institucional, posicionándose como una institución transparente y creíble, con conocimiento y experiencia suficientes para llevar a cabo sus funciones y con prestigio a nivel internacional.

Destaca igualmente la valoración de la labor realizada por la institución en el cumplimiento de las funciones que le corresponden por ley (esto es, velar por la transparencia en el mercado de valores, la correcta formación de los precios y la protección a los inversores).

No obstante, en opinión de los encuestados existen algunos aspectos que cuentan con cierto margen de mejora, como son la apertura al diálogo; la coherencia en sus respuestas, criterios y actuaciones; la predictibilidad de las acciones de la institución; su modernización y, en especial, su aplicación del principio de proporcionalidad y su rapidez, así como los recursos con los que cuenta para desempeñar sus funciones.

Para procurar dar respuesta a estas cuestiones, la CNMV ha incluido dentro de sus Líneas Estratégicas 2021-2022 pautas y consideraciones relativas a ellas.

Concretamente, la CNMV va a procurar adaptarse más rápidamente a los cambios en un entorno en constante transformación, así como fomentar su modernización e impulsar una transformación cultural que le permita consolidarse como una institución flexible, ágil y abierta al diálogo.

Asimismo, la CNMV aplicará, en la medida necesaria, el principio de proporcionalidad en sus actividades de supervisión con el fin de exigir lo más adecuado al contexto, al momento y al riesgo asociado a la actividad o entidad supervisada.

En cuanto a la coherencia de los criterios y la predictibilidad en las actuaciones de la CNMV, se hará un esfuerzo adicional para que sus actuaciones sean coherentes, previsibles y de fácil comprensión por parte de los participantes del mercado. La CNMV mantendrá su política de publicar guías técnicas y orientaciones para incrementar la transparencia sobre sus pautas de actuación, estudiará la implantación de pasos adicionales en su nivel de transparencia y fomentará el diálogo con el sector con el fin de facilitar que sus actuaciones sean comprendidas por el mercado.

En coherencia con la inclusión de estos elementos en su estrategia, se han definido varios objetivos en el Plan de actividades 2021.

### Comunicación con la CNMV y tecnología

Otros aspectos relacionados con el personal al servicio de la CNMV, la tecnología utilizada y los procesos de contacto y comunicación con la institución son también reconocidos positivamente por un elevado número de encuestados.

En concreto, se considera que el personal de la CNMV cuenta con los conocimientos y la experiencia suficientes para llevar a cabo sus funciones y que este realiza de forma eficiente su trabajo, ofreciendo, además, un trato cercano y amable.

En cuanto a las herramientas puestas a disposición de los participantes del mercado para comunicarse y estar en contacto con la CNMV, destaca especialmente la valoración positiva del sistema CIFRADO, así como de la página web, si bien podría resultar conveniente procurar que esta fuera más intuitiva.

A este último respecto, la CNMV continuará trabajando en el desarrollo del contenido de la página web. Así, en 2021 se realizarán mejoras en el Portal de finanzas sostenibles y en el contenido de la Sección del inversor, además de procurar facilitar la accesibilidad de las publicaciones y estadísticas.

Los participantes en la encuesta valoran muy positivamente, dentro del proceso de comunicación, aspectos como la fiabilidad de la información que se recibe de la CNMV, la calidad del servicio prestado en los momentos de contacto, la congruencia de la información que se proporciona con las actuaciones que la CNMV lleva a cabo con posterioridad, la rapidez con la que responde y el nivel de justificación de las respuestas que proporciona.

### Actividad supervisora

En relación con la actividad supervisora, destaca el cumplimiento de los plazos por parte de la CNMV, así como la adecuación de la cantidad de información que los supervisados deben poner a disposición de la institución y de su utilidad para que esta pueda desempeñar sus funciones, proteger a los inversores y actuar ante los distintos riesgos.

En esta área cuentan con peor percepción aspectos como la proporcionalidad en relación con el tamaño de la entidad a la hora de solicitar información con finalidad supervisora, así como la comparabilidad en la exigencia de esta con otros supervisores europeos homólogos.

En relación con esta última cuestión, la CNMV considera esencial, y así está reflejado en sus líneas estratégicas, trabajar para evitar particularidades locales, tanto en la normativa como en las actuaciones supervisoras, que no estén debidamente justificadas.

Además, la CNMV continuará colaborando de forma muy estrecha con el resto de supervisores y organizaciones internacionales, con la finalidad de homogeneizar las prácticas de supervisión, mediante herramientas como los *peer reviews*, y evitar disparidades no justificadas en los mercados de valores.

Del mismo modo, la encuesta pone de manifiesto la conveniencia de continuar el análisis sobre las tasas de la CNMV y de llevar a cabo una labor divulgativa que haga las tasas más comprensibles, para que puedan entenderse como adecuadas y en consonancia con la calidad del servicio prestado.

En este sentido, el Plan de actividades 2021 prevé que la institución realice una propuesta de actualización de la ley de tasas de la CNMV, en cuya revisión se tendrá además en cuenta el objetivo de que el sistema de tasas de la institución contribuya a reforzar la competitividad de los mercados españoles.

### Regulación y relación con el sector

Los resultados de la encuesta también ponen de relieve que, aunque se considera que la CNMV tiene un buen conocimiento del sector que regula (tanto de lo que sucede en él como de los efectos de la regulación sobre las entidades supervisadas), existen algunos aspectos relativos a su relación con el sector a los que convendría prestar más atención.

En este sentido, no se percibe que la institución tenga demasiada capacidad de anticipación y de reacción ante los cambios que se producen, ni que esté fomentando el crecimiento del sector financiero español a nivel internacional a través de su actuación.

Además, tampoco se aprecia que la CNMV esté llevando a cabo una escucha activa de los intereses y opiniones del sector en los procesos regulatorios.

Por ello, y como muestra del compromiso de la CNMV al respecto, se han incorporado como parte del Plan de actividades 2021, algunas medidas encami-



nadas a mejorar las consultas públicas en los procesos normativos, a ampliar los canales de comunicación y a impulsar la transparencia de los contactos con los *stakeholders* y otras partes interesadas.

Para mejorar, en la medida de lo posible, la política de consultas públicas, la CNMV ampliará los plazos de las consultas en asuntos no urgentes, continuará con la publicación de las respuestas recibidas a estas, ofreciendo además una explicación *a posteriori* de cómo se han tenido en cuenta las observaciones recibidas, y valorará la convocatoria de *open hearings* para materias especialmente relevantes. Asimismo, reforzará el papel del Comité Consultivo de la CNMV.

Además, para ampliar y mejorar los canales de comunicación, la CNMV, entre otras cuestiones, organizará reuniones y encuentros con la industria para trasladar mensajes y recabar su opinión sobre las actuaciones de la institución y la situación del mercado. Asimismo, se revisarán los canales de comunicación disponibles para asegurar que los participantes puedan plantear sus inquietudes y propuestas de forma adecuada y eficaz.

Por último, al objeto de impulsar la transparencia de los contactos con las partes interesadas, se adoptarán medidas como la publicación periódica de los actos y reuniones de los miembros del Comité Ejecutivo de la CNMV (incluidos el presidente y la vicepresidenta); se publicarán los actos públicos en los que haya participado como ponente el personal directivo de la CNMV, y se dotará de mayor transparencia a la actividad del Comité Consultivo a través de la actualización de la sección en la web destinada al efecto y la publicación de los informes que se emitan en el ejercicio de sus funciones, entre otras cuestiones.

### Fenómenos recientes

En relación con los fenómenos más recientes, a los que la CNMV ha venido prestando especial atención en los últimos años, la encuesta ha puesto de manifiesto un cierto desconocimiento de la actividad de la CNMV a este respecto.

En este sentido, para los encuestados son poco conocidas las actuaciones realizadas por la CNMV para promocionar la incorporación de las empresas *fin-tech* al tejido financiero, atraer a empresas al mercado español como consecuencia del *brexit* o fomentar la sostenibilidad en las actividades de inversión.

Por ello, se hace necesario reforzar la comunicación de la institución en esos ámbitos siguiendo la línea de las actuaciones realizadas para dar a conocer la actividad de la CNMV en el caso de la situación generada por el COVID-19, que sí se ha reconocido como satisfactoria por los encuestados. En concreto, en relación con este aspecto, los encuestados coinciden en señalar la capacidad mostrada por la CNMV para responder ante dicha situación, manteniendo su actividad sin dejar de atender a las nuevas necesidades derivadas de ella, así como para adoptar las medidas suficientes para garantizar la correcta continuidad del funcionamiento de los mercados y proporcionar la información adecuada a sus participantes.

En los próximos años, la CNMV dará un impulso adicional a la comunicación de la institución y a las actuaciones de formación del sector y de los inversores, especialmente en ámbitos novedosos como puede ser la sostenibilidad.

### Conclusión general

Como conclusión general, la encuesta ha permitido conocer mejor la percepción del sector sobre la actuación de la CNMV y facilitará que la institución adopte las medidas necesarias para superar las debilidades percibidas.

De hecho, como se ha señalado, la CNMV ha tenido en cuenta los resultados de la encuesta para elaborar sus Líneas estratégicas 2021-2022 y su Plan de actividades 2021 y se plantea seguir impulsando actuaciones que, por un lado, le permitan dar solución a los puntos débiles detectados y, por otro lado, le permitan seguir conociendo las opiniones de las entidades y participantes de todo tipo que tengan relación con la institución.

Por ello, continuando con los ejercicios impulsados por la CNMV en 2018 (Ejercicio de *benchmarking*) y en 2019 (Encuesta entre participantes del mercado sobre el funcionamiento de la CNMV —la encuesta que se está comentando en este recuadro—) para mejorar su funcionamiento, en 2021 se van a realizar nuevas acciones para conocer la opinión y propuestas de mejora de otros *stakeholders* del ámbito de actuación de la CNMV, como son los inversores, los medios de comunicación y otras entidades no directamente supervisadas pero con interés en la actividad desarrollada por la institución (por ejemplo, los académicos o los analistas).

La CNMV valorará también repetir este ejercicio en el futuro y de forma regular con el fin de poder analizar la evolución de la percepción de las entidades y profesionales y valorar si las medidas impulsadas han sido acertadas.

En julio de 2020, con el objetivo de facilitar la recuperación económica de la crisis provocada por el COVID-19, la Unión Europea (UE) acordó impulsar un paquete de recuperación de los mercados de capitales (*Capital Markets Recovery Package*). Esta iniciativa pretende facilitar el acceso a la financiación de las empresas europeas y, en particular, de las pequeñas y medianas, eliminando formalidades burocráticas e introduciendo medidas cuidadosamente calibradas para aliviar las turbulencias económicas. La negociación de estas medidas ha sido prioritaria para la UE y el acuerdo entre el Consejo y el Parlamento Europeo se ha alcanzado en apenas cinco meses desde la presentación de la propuesta legislativa por parte de la Comisión Europea.

El paquete abarca una serie de propuestas limitadas para ajustar la normativa europea de mercados de capitales. En concreto, se modifican la Directiva de mercados de instrumentos financieros (MiFID II), el Reglamento de folletos y el marco europeo de titulización. Además, y aunque no estaba inicialmente previsto, se incluye una modificación de la Directiva de transparencia, a fin de permitir a los Estados miembros optar por retrasar un año la obligación para los emisores cuyos valores hayan sido admitidos a negociación en mercados regulados del territorio de la UE de remitir sus estados financieros en el formato electrónico único europeo (ESEF, por sus siglas en inglés).

En lo que respecta a **MiFID II**, las principales modificaciones son las siguientes:

- i) Los requisitos en materia de gobernanza de productos no se seguirán aplicando a los bonos sin más derivados implícitos que una cláusula de reintegración (*make-whole clause*, destinada a proteger al inversor garantizando que, en caso de reembolso anticipado de un bono, el emisor esté obligado a pagar a su tenedor un importe igual a la suma del valor actual neto de los pagos de cupones restantes previstos hasta el vencimiento y el importe principal del bono que deba reembolsarse).

Además, puesto que se considera que las contrapartes elegibles tienen un conocimiento suficiente de los instrumentos financieros, se exime también de los requisitos en materia de gobernanza de productos a los instrumentos financieros comercializados o distribuidos exclusivamente a contrapartes elegibles.

- ii) Para los servicios prestados a los clientes profesionales y a las contrapartes elegibles, se exime de los requisitos de divulgación de información sobre costes y gastos, salvo en lo relativo a los servicios de asesoramiento en materia de inversión y gestión de carteras. No obstante, los clientes profesionales conservan la opción de optar por recibir esta información.
- iii) Se permite que las empresas de servicios de inversión (ESI) paguen conjuntamente por la prestación de servicios de análisis y de ejecución, siempre que se cumplan determinadas condiciones: i) que antes de que se presten los servicios de ejecución o de análisis se haya celebrado un acuerdo entre la ESI y el proveedor de servicios de análisis en el que se indique qué parte de los gastos combinados o de los pagos conjuntos por

servicios de ejecución e investigación es atribuible al análisis; ii) que la ESI informe a su cliente de los pagos conjuntos por los servicios de ejecución y análisis realizados a proveedores terceros de servicios de análisis, y iii) que el análisis se efectúe sobre emisores cuya capitalización bursátil para los tres años naturales anteriores (desde el inicio de cotización o la creación de la empresa, si no llegara a tres años), sobre la base de las cotizaciones de fin de ejercicio (o sobre la base del capital propio para los ejercicios en los que no cotizaban), no haya sido superior a 1.000 millones de euros.

- iv) Se suspende temporalmente la publicación de los informes de mejor ejecución introducidos por la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014.
- v) La información sobre inversiones no debe seguir proporcionándose en papel, sino que debe facilitarse, como opción por defecto, en formato electrónico. No obstante, los clientes minoristas deben tener la opción de solicitar la información en papel.
- vi) En sustitución del régimen actual, que se aplica a todo tipo de contratos sobre materias primas, el nuevo régimen de límites a la posición se aplicará solamente a contratos con subyacente agrícola y a contratos críticos o significativos. En este sentido, se considera que son contratos significativos aquellos que tengan una posición abierta superior a 300.000 lotes. Se excluye del régimen de límites de posición y de los informes diarios de posiciones a los derivados que son valores (*securitised derivatives*) —esto es, *warrants* y certificados— con materias primas como subyacente.

Se introducen, además, nuevas excepciones a la aplicación del régimen de límites de posición.

Por otro lado, la principal modificación del **Reglamento de folletos** consiste en la introducción de un nuevo folleto, que se denomina *folleto de recuperación (EU recovery prospectus)*. Las características básicas de este folleto son las siguientes:

- i) Podrán utilizarlo aquellas empresas cuyas acciones hayan estado admitidas a cotización en un mercado regulado o un mercado de pymes en expansión de forma continua durante, al menos, los 18 meses anteriores a la oferta de acciones o la admisión a cotización.
- ii) Este folleto debe centrarse únicamente en la información esencial que necesitan los inversores para tomar decisiones de inversión informadas y no debe permitir a los emisores pasar de un mercado de pymes en expansión a un mercado regulado.
- iii) Se elaborará un documento único con una extensión máxima de 30 páginas y, adicionalmente, incluirá una nota de síntesis con una extensión máxima de 2. Los emisores podrán decidir el orden en el que se presenta la información.

- iv) Los datos esenciales han de incluir información que abarque específicamente las consecuencias económicas y comerciales, si las hay, de la pandemia del COVID-19, así como, en su caso, el impacto futuro que se prevea.
- v) Se podrá usar este folleto para ofertas que no superen el 150 % del capital en circulación.
- vi) El nuevo régimen se aplicará hasta el 31 de diciembre de 2022, para permitir a los emisores conseguir el capital adicional necesario para superar la crisis del COVID-19.
- vii) Se prevé, asimismo, un plazo reducido (siete días hábiles) para que la autoridad competente notifique al emisor su decisión sobre la aprobación del folleto, y el emisor deberá informar a la autoridad competente al menos cinco días hábiles antes de la fecha prevista para la presentación de una solicitud de aprobación.

Adicionalmente, como parte de este paquete se eleva durante un tiempo limitado (hasta el 31 de diciembre de 2022) el umbral por debajo del cual las entidades de crédito no están obligadas a publicar un folleto para las ofertas o admisiones a cotización en un mercado regulado de determinados valores no participativos. El umbral pasa de 75 a 150 millones de euros, con el fin de promover la captación de fondos para las entidades de crédito y darles margen para que apoyen a sus clientes en la economía real.

Por último, se introducen algunos ajustes en relación con la exigencia de que los intermediarios financieros informen a los inversores de la posibilidad de que se publique un suplemento.

En cuanto a los **ajustes para facilitar la titulización**, el marco existente para la titulización simple, transparente y estandarizada (STS) se extenderá para cubrir las titulizaciones sintéticas. Asimismo, las nuevas normas también eliminan obstáculos para la titulización de exposiciones en mora.

El objetivo de esta reforma es conseguir que se libere capital bancario con más facilidad y permitir a un número más amplio de inversores financiar la recuperación económica.

### La transformación digital de Europa: el paquete de finanzas digitales presentado por la Comisión Europea

RECUADRO 27

La Unión Europea es consciente de que las finanzas digitales contribuirán a una transformación global de la economía y la sociedad, y aportarán importantes beneficios tanto a los consumidores como a las empresas. Por ello se está trabajando en tres pilares:

- La tecnología al servicio de las personas: educación digital, ciberseguridad o la ética en el uso de la inteligencia artificial.
- Una economía digital justa y competitiva: impulso y acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas, plataformas digitales responsables, normativa adecuada para evolucionar en un ámbito de justa competencia o contar con datos de alta calidad y adecuada protección de los de carácter personal.
- Una sociedad abierta, democrática y sostenible: la tecnología es imprescindible para reducir las emisiones de carbono y que Europa pueda ser climáticamente neutra en 2050, para que los ciudadanos tengan control sobre sus datos o en la lucha contra la desinformación.

Entre los objetivos más relevantes, destacan los siguientes:

- La innovación y las finanzas digitales crearán oportunidades para desarrollar mejores servicios y productos financieros, con un particular beneficio para aquellas personas que actualmente no pueden acceder fácilmente a ellos. Todo ello contando con una sólida regulación que contemple los riesgos específicos para el consumidor que conllevan los nuevos modelos de negocio y los productos y servicios ofrecidos.
- Nuevas formas de canalizar la financiación hacia las pequeñas y medianas empresas.
- Mejorar la integración de los mercados financieros en la Unión Bancaria y la Unión de los Mercados de Capitales.

Respecto al impulso de la innovación y las nuevas tecnologías anteponiendo la protección del inversor, en septiembre de 2020 la Comisión Europea publicó un paquete de medidas sobre finanzas digitales que incluía:

- Una propuesta de reglamento sobre mercados de criptoactivos, conocido como MiCA (por sus siglas en inglés), que establece un marco normativo para los criptoactivos que no tienen la consideración de instrumentos financieros. Identifica tres tipos de criptoactivos: los *e-money-tokens* que son respaldados por una única divisa fiat, los que se respaldan con una cesta de activos (divisas, *commodities* u otros criptoactivos) y el resto de criptoactivos. Para la emisión de cada uno de ellos se establecen requerimientos y procedimientos específicos y se regula su comercialización, negociación y, en general, la prestación de servicios relacionados

con ellos, lo que incluye un régimen de autorización para los proveedores que presten servicios relativos a todos los criptoactivos.

- Una propuesta de reglamento que permitirá establecer un régimen piloto para las infraestructuras de mercado que utilicen tecnologías de registros distribuidos. Podrían solicitar su admisión a este espacio operadores de mercado o empresas que presten servicios de inversión que puedan realizar esta actividad, así como los depositarios centrales de valores que utilicen esta tecnología. A los cinco años de funcionamiento de este régimen piloto, y en función de los resultados obtenidos, se podrán llevar a cabo acciones regulatorias que eliminen los obstáculos existentes para el uso pleno de estas tecnologías en las infraestructuras de los mercados.
- Una propuesta de reglamento que establece un marco transversal de resiliencia operativa (ciberseguridad) en todo el sector financiero y que abarcaría tanto a las infraestructuras como a las entidades que ofrecen servicios en los mercados de valores. El reglamento trata, entre otras cuestiones, la gestión del riesgo, las comunicaciones de incidentes, las pruebas de los sistemas y la gestión de las terceras partes. Aborda también el riesgo de concentración de los proveedores de servicios en la nube en Europa y constituye un marco de pruebas avanzado para entidades significativas.
- Una propuesta de directiva cuyo objetivo es modificar otras directivas para permitir la puesta en práctica de los anteriores reglamentos.

El 14 de noviembre de 2020 se publicó en el *Boletín Oficial del Estado (BOE)* la Ley 7/2020, de 13 de noviembre, para la transformación digital del sistema financiero<sup>1</sup> (en adelante Ley del *sandbox*), que abre la puerta al denominado *sandbox* regulatorio en España. Esta ley tiene como objetivo impulsar la innovación mediante la eliminación de obstáculos regulatorios, estableciendo canales de colaboración entre las entidades y las autoridades a través de un único punto de contacto, con procesos transparentes y ágiles. A su vez, pretende garantizar que la transición hacia un sistema financiero digital no origine efectos negativos en términos de protección al consumidor, estabilidad financiera e integridad de los mercados financieros. Con fecha 15 de diciembre de 2020 se publicó la convocatoria de acceso al espacio controlado de pruebas. El periodo para la presentación de solicitudes por los promotores comenzó el 13 de enero de 2021 y finalizó el 23 de febrero de 2021.

El *sandbox* se enmarca dentro de un régimen regulatorio especial que permite que las empresas reguladas o no reguladas prueben y experimenten proyectos innovadores de base tecnológica aplicables al sistema financiero. Todo esto puede dar lugar a nuevos modelos de negocio, aplicaciones, procesos, productos u otros tipos de servicios financieros. Las pruebas se realizan en un entorno controlado y seguro, en el que se lleva a cabo una monitorización por parte de los supervisores. Además, se suelen establecer previamente unos parámetros entre las autoridades competentes y los promotores para definir las limitaciones, el alcance y las salvaguardias para los usuarios que participarán en las pruebas. Todos estos elementos quedan definidos en un acuerdo o protocolo.

El espacio controlado de pruebas cuenta con tres elementos clave para comprender su funcionamiento: es un entorno controlado seguro para los participantes, sirve como instrumento regulador que permite identificar enmiendas regulatorias y mejorar el control del cumplimiento normativo de la legislación actual, y se rige por un esquema ley-protocolo. Además, es importante destacar que los promotores no estarían realizando una actividad regulada —al no llevarse a cabo de forma habitual y profesional, y que, por tanto, no estaría sujeta a una autorización—, aunque sí están obligados a cumplir con las disposiciones establecidas en la Ley del *sandbox* y el protocolo correspondiente.

La Ley del *sandbox* establece los siguientes **criterios de elegibilidad para obtener una evaluación favorable** con el fin de entrar en el espacio controlado de pruebas. Estos requisitos son los siguientes:

- i) Los proyectos deben aportar innovación de base tecnológica aplicable en el sistema financiero.
- ii) Dicha innovación debe encontrarse suficientemente avanzada para probarse, es decir, los proyectos deben presentar un prototipo que ofrezca una funcionalidad mínima para probar su utilidad y, a su vez, permita su viabilidad futura.

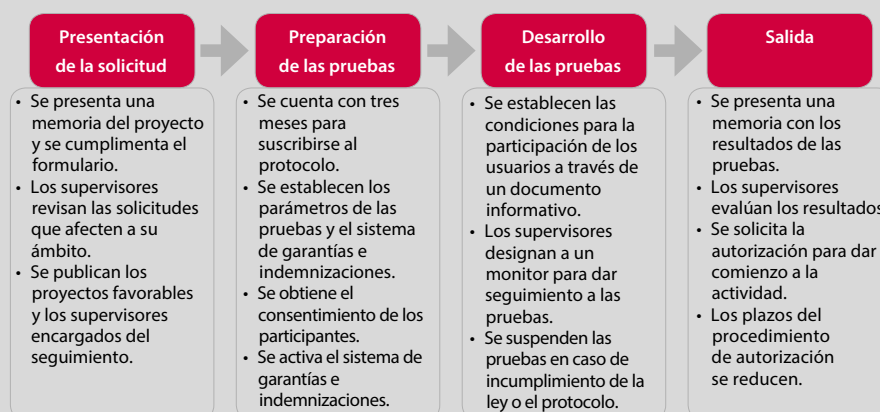


- iii) Los proyectos deben aportar valor añadido o potencial utilidad en al menos uno de los siguientes aspectos:
- Facilitar el cumplimiento normativo mediante la mejora u homogenización de procesos u otros instrumentos.
  - Aportar algún beneficio para los usuarios de servicios financieros en términos de reducción de costes, mejora de calidad o condiciones de acceso y disponibilidad de la prestación de servicios financieros, o un aumento de protección a la clientela.
  - Incrementar la eficiencia de las entidades o los mercados.
  - Proporcionar mecanismos para mejorar la regulación o la labor de la supervisión financiera.
- iv) Se tendrá en consideración la repercusión del proyecto piloto en el sistema financiero español.
- v) En ningún caso podrán acceder al espacio controlado de pruebas aquellos proyectos que sean similares a otros, es decir, los que tengan una naturaleza análoga y que estén dirigidos a los mismos destinatarios.

La Ley del *sandbox* establece distintas fases en el proceso, que se resumen en el gráfico siguiente:

#### Esquema fases del espacio controlado de pruebas

GRÁFICO R28.1



Fuente: CNMV.

El *sandbox* español es de los más completos y ambiciosos, puesto que están involucrados los tres supervisores financieros existentes (Banco de España, CNMV y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones) y, adicionalmente, autoridades como SEPBLAC o la Agencia Española de Protección de Datos, que participarán en los proyectos que así lo requieran. Por tanto, el alcance de los proyectos que se pueden presentar abarca una gama amplia de productos y servicios financieros, y va a exigir un gran esfuerzo en la cooperación y coordinación por parte de las autoridades para dar una respuesta conjunta a todos los proyectos que lo requieran. Asimismo, los resultados obtenidos de los desarrollos de las pruebas se tendrán en consideración para realizar modificaciones y simplificaciones a la legislación actual (por ejemplo,

eliminando obstáculos y duplicidades innecesarias, estableciendo procedimientos más ágiles y flexibilizando cargas administrativas), con el fin de impulsar un marco regulatorio eficiente que favorezca la innovación.

La primera convocatoria del *sandbox*, con un periodo de solicitudes abierto desde el 13 enero al 23 de febrero de 2021, recibió un total de 67 solicitudes, de las cuales 18 han tenido una evaluación previa favorable.

De los proyectos admitidos en esta primera convocatoria, 10 corresponden al Banco de España, 4 a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y 4 a la CNMV.

Los proyectos aceptados tienen como objetivos, entre otros, facilitar el acceso de las empresas a la financiación, la disminución de costes mejorando la eficacia en la gestión y el aumento del cumplimiento normativo por parte de empresas del sector financiero.

En los próximos meses se llevará a cabo la negociación entre el supervisor financiero competente y el promotor del proyecto del protocolo por el que se regirá el periodo de pruebas.

Es previsible que se publiquen unas guías para facilitar la presentación de nuevos proyectos a sucesivas convocatorias del *sandbox*, aprovechando las lecciones aprendidas en esta primera experiencia.

---

1 <https://www.boe.es/eli/es/l/2020/11/13/7>