

# BORRADOR DE COMENTARIOS DEL COMITÉ CONSULTIVO DE LA CNMV SOBRE EL PROYECTO DE ORDEN MINISTERIAL DE REGULACIÓN DEL PRÉSTAMO DE VALORES

## I. INTRODUCCIÓN. REFLEXIONES GENERALES

El Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, “Comité Consultivo” y la “CNMV”) agradece la posibilidad de realizar observaciones y comentarios al trámite de audiencia pública de la Orden Ministerial por la que se regula el préstamo de valores (en adelante, el “Proyecto”).

En este Apartado se realizan las principales observaciones al Proyecto, en el Apartado II se detalla cada una de las propuestas y en el Apartado III se incorporan las propuestas de redacción normativa teniendo en cuenta tales observaciones.

La valoración general del Proyecto es muy positiva, dado que (i) permitirá a las IIC españolas obtener una rentabilidad adicional para sus partícipes o accionistas, algo especialmente significativo en un contexto en el que las IIC juegan un papel cada vez más relevante en la financiación de la economía y son clave en la Unión del Ahorro e Inversiones (SIU) y en la promoción de la seguridad financiera de millones de personas, eliminando una desventaja competitiva respecto del resto de IIC de países UE cuya normativa permite el préstamo de valores y (ii) mejorar la eficiencia de la liquidación de valores de cara al futuro acortamiento de ciclo de liquidación a t+1 contribuyendo a reducir el número de liquidaciones fallidas, que en la mayor parte de los casos se producen por fallos en la entrega, es decir, porque el obligado a entregarlos no dispone de los valores en la fecha de liquidación.

Sin embargo, es importante poner de manifiesto la conveniencia de extender la posibilidad de realizar préstamo de valores a los Fondos de Pensiones (en adelante, FP). Los FP en España deberían poder realizar la operativa de préstamo de valores, dado que la necesidad y objetivos de la normativa para IIC aplican en su práctica totalidad a los FP. Es importante destacar que los FP juegan un papel muy relevante en los mercados como prestamistas de valores y su incorporación a esta operativa estaría en línea, tanto con el reciente informe de la OCDE (*“OECD Capital Market Review of Spain 2024 Capital Markets for a vibrant and sustainable Spanish Economy and Corporate Sector”*), que recoge en sus recomendaciones expresamente la conveniencia de evaluar la extensión de la operativa de préstamo de valores a los FP, como con la mayoría de jurisdicciones europeas que contemplan tal operativa para los FP (por ejemplo: Alemania, Italia, Bélgica, Portugal, Hungría, Finlandia o Suecia).

Asimismo, se debería permitir a las IIC no financieras, para la parte de la cartera invertida en valores, realizar la operativa de préstamo de valores. Aunque se trata de un segmento del mercado que no se ha desarrollado, conviene dejar la normativa preparada para que, si dicho desarrollo se produjera, éstas puedan operar con plenas facultades, por ejemplo, con vistas a una posible futura inclusión de otras categorías de IIC no financiera en la Ley de IIC, como los Fondos de Inversión a Largo Plazo Europeos (FILPE).

En cuanto al contenido del Proyecto, también cabe realizar una valoración muy positiva dado que toma como referencia el marco normativo actualmente vigente en materia de préstamo de valores, tanto a nivel nacional (Orden EHA/888/2008, de 27 de marzo, sobre operaciones de las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero con instrumentos financieros derivados y Circular 6/2010, de 21 de diciembre, de la CNMV, sobre operaciones con instrumentos derivados de las IIC), como a nivel europeo (Directrices sobre fondos cotizados (ETF) y otras cuestiones relativas a los OICVM”, adoptadas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) en el año 2012 y revisadas en 2014 (en adelante, las “Directrices ESMA 2014”).

Sin perjuicio de lo anterior, se realizan una serie de comentarios a continuación que tienen por finalidad evitar que la norma española establezca (i) exigencias más estrictas que el marco UCITS o (ii) requisitos referidos al contenido de los contratos y/o a la aplicación de la normativa española a la operativa de préstamo de valores que perjudique su realización con arreglo a los estándares de mercado al obstaculizar su negociación y firma.

En particular, las observaciones del Comité Consultivo y las propuestas de redacción en el Apartado III se refieren a las cuestiones sobre las que se incluye un resumen ejecutivo en el Apartado siguiente.

## II. RESUMEN EJECUTIVO DE COMENTARIOS AL PROYECTO DE ORDEN

- 1) Se entiende necesario **contemplar expresamente la operativa de préstamo de valores para Fondos de Pensiones.**
- 2) También debería **contemplarse para IIC no financieras.**
- 3) **Se recomienda la eliminación de referencias en varios artículos del Proyecto a la aplicación de normativa española a la operativa de préstamo de valores** (arts.4.2, 7.2 y 9.1 del Proyecto): Es preciso tener en cuenta que (i) las operaciones de préstamo de valores se suelen documentar en contratos marcos estandarizados sujetos a ley no española y (ii) el régimen legal aplicable a los valores e instrumentos financieros dependerá de lo que determinen las normas sobre conflictos de leyes internacionales y no del acuerdo de las partes.
- 4) **Se recomienda asimismo la eliminación de referencias al contenido obligatorio a incorporar en los contratos** (arts. 8.2, 13 y 18.3 del Proyecto): tal como se ha señalado previamente, la operativa de préstamo de valores suele documentarse mediante contratos marco estandarizados, sujetos a leyes no españolas y a normas de derecho internacional privado. Así pues, el hecho que la normativa española exija que en dichos contratos se incorporen ciertos contenidos específicos cuando se opere con IIC españolas, puede dificultar la práctica de la operativa de préstamo de valores por parte de éstas.
- 5) **Se propone ajustar el artículo 4, apartado 1 del Proyecto**, reemplazando el término "valores" por "*instrumentos financieros*" para abarcar también los instrumentos del mercado monetario. Asimismo, se sugiere incluir dentro de los instrumentos financieros susceptibles de préstamo, los previstos en la letra c) del artículo 2.1 de la Ley 6/2023, que alude a las acciones y participaciones de instituciones de inversión colectiva.
- 6) **Se entiende aconsejable alinear lo previsto en materia de activos admisibles como garantía (art.14) con las Directrices de UCITS**: si bien es cierto que la lista de activos admisibles como garantía reproduce la lista de activos actualmente recogida en la norma 22ª de la Circular 6/2010 de CNMV, referida a las garantías en derivados OTC, que ya estaba previsto operase por la remisión que respecto del préstamo de valores realiza la norma 21ª de dicha Circular<sup>1</sup>, es preciso tener en cuenta que:

---

<sup>1</sup>Norma 21ª Cómputo del riesgo de contraparte por la utilización de instrumentos financieros derivados.

[...]

4. Con independencia de lo establecido en el artículo 2.7 de la OM EHA/888/2008, en las operaciones de adquisición temporal de activos, las operaciones simultáneas de compras al contado y venta a plazo y en la operativa de préstamo de valores se deberá medir el riesgo de contraparte que pudiera surgir a los efectos del cumplimiento del límite establecido en el artículo 51.3 del Real Decreto que desarrolla la Ley 35/2003. Dicho riesgo deberá ser computado por el importe total pactado de la operación, pudiendo ser reducido por el valor de mercado de los activos adquiridos temporalmente o garantías recibidas siempre que cumplan los requisitos establecidos en la norma 22.ª.

- (i) Se trata de una lista de activos cuya aportación como garantía no es obligatoria, sino que su función es permitir al prestamista que los recibe reducir la exposición al riesgo de contraparte del prestatario por el valor de mercado de dichos activos, a efectos del cumplimiento del límite de riesgo de contraparte del artículo 51.3 del Reglamento de IIC<sup>2</sup>.
- (ii) En el marco de UCITS, no se establece una lista de activos obligatoria para su aportación como garantía, sino que es suficiente con que el préstamo de valores esté cubierto por garantías de alta calidad y liquidez (requisito recogido en nuestra normativa nacional, en el artículo 130 RIIC).. En las Directrices de ESMA de 2014 se establecen unos requisitos que han de reunir dichas garantías a los efectos de reducir el riesgo de contraparte, sin incluir una lista de activos.

Por este motivo, se incluye una propuesta de modificación normativa consistente en sustituir la lista de activos admisibles como garantía por una enumeración general de los requisitos a cumplir por dichos activos, en línea con los establecidos en las Directrices de UCITS, manteniendo la citada lista a título de ejemplo.

- 7) **Se entiende necesaria la aclaración de quiénes pueden ser prestatarios** (artículo 6 del Proyecto): en primer lugar, el Proyecto no aclara si el requisito de solvencia del prestatario previsto en el artículo 6.2 se aplica como condición adicional a las entidades supervisadas mencionadas en el artículo 6.1 o si, por el contrario, es un requisito alternativo para que contrapartes no incluidas en el artículo 6.1, puedan participar como prestatarias en operaciones de préstamo de valores con IIC españolas.

Si la intención del legislador es circunscribir las entidades prestatarias a entidades de la naturaleza de las mencionadas en el artículo 6.1, debería suprimirse el requisito que la SGIIC tenga que hacer una evaluación de solvencia de la entidad, teniendo en cuenta que:

- (i) Se trata de entidades sometidas a supervisión y,
- (ii) Se prevé asimismo la obligación de aportar garantías que cumplan ciertos requisitos establecidos en el Proyecto, entre ellos:
  - Que los activos recibidos en garantía tengan mayor valor que los valores objeto de préstamo (“haircut”).
  - Que el emisor de los activos que se acepten como garantía no pueda pertenecer al mismo grupo que el prestatario).

Además, el apartado a) del artículo 6.1, que menciona a “*entidades financieras sujetas a supervisión prudencial*”, debería sustituirse por “*entidades sujetas a supervisión*” para

---

<sup>2</sup> Artículo 51. Limitaciones a la capacidad de inversión

3. La exposición al riesgo frente a una misma contraparte asociada a los instrumentos financieros derivados señalados en el artículo 48.1.g) no podrá superar el 5% del patrimonio de la IIC. Este límite quedará ampliado al 10% cuando la contraparte sea una entidad de crédito.

Los límites del párrafo anterior también se aplicarán a los instrumentos financieros derivados señalados en el artículo 48.1.f), excepto si se negocian en un mercado que exija depósito de garantías y exista una cámara de compensación que se interponga entre las partes.

garantizar interpretaciones unívocas sobre quiénes pueden ser prestatarios. Este cambio resulta especialmente relevante para considerar al conjunto de entidades financieras reguladas por autoridades competentes en el conjunto de la OCDE, evitando exclusiones innecesarias y asegurando coherencia en la consideración de las prácticas supervisoras a nivel internacional.

8.A) Se recomienda **establecer que la incorporación de la operativa de préstamo de valores no se considera una modificación de elemento esencial del folleto** según la norma cuarta de la Circular 3/2022, de 21 de julio, de la CNMV, sobre el folleto de las IIC y el registro del documento con los datos fundamentales para el inversor. En consecuencia, esta incorporación no debería dar lugar a la obligación de actualización del folleto ni a los derechos de comunicación previa y de separación previstos en la norma sexta de dicha Circular. Esto es coherente con el artículo 14.2 RIIC, que establece que no se considerarán modificaciones sustanciales, entre otras, aquellas en la política de inversión de una IIC motivadas por modificaciones de la normativa aplicable, siempre que no desvirtúen la finalidad y vocación del Fondo de Inversión.

Según el artículo 18 de la Orden EHA/888/2008, las técnicas de gestión eficaz de carteras, como el préstamo de valores, deben mantener un nivel de riesgo coherente con el perfil de riesgo de la IIC. Además, el artículo 3.2 del Proyecto establece que tal operativa no puede desviar a las IIC de sus objetivos de inversión. Así pues, aunque la inclusión del préstamo de valores introduce una nueva operativa, se ha de interpretar que no constituye una modificación sustancial del folleto y, por tanto, no sería necesaria la autorización previa de la CNMV para actualizar el folleto en este caso.

Se trata, además, de una modificación genérica, que afecta a un elevado número de IIC. La forma de realizar la modificación de los folletos debería ser mediante el envío de un hecho relevante detallando el nuevo contenido, y esa información se incluiría con posterioridad en el folleto de cada IIC, en la siguiente actualización de este que tuviera lugar más adelante.

Por último, al margen del texto del Proyecto, se quiere llamar la atención sobre la necesidad que CNMV establezca un proceso que permita una incorporación ágil de esta operativa en los folletos (por ejemplo, mediante la incorporación de textos estándar en los que se podría empezar a trabajar ya) dado que una vez se apruebe la Orden un volumen importe de IIC incorporarán tal operativa. La ausencia de un procedimiento específico podría generar una importante concentración de expedientes en detrimento, no solo de la pronta realización de esta operativa, sino también de otras posibles modificaciones en curso, que también requieran tramitación en CNMV.

8.B) **Se considera conveniente eliminar la referencia a ingresos ocultos:** si bien la referencia a “ingresos ocultos” que se realiza en el art.16.3 del Proyecto es traslación directa del contenido de las Directrices de ESMA, se trata de un concepto genérico y, en un texto con eficacia normativa directa, podría generar confusión. Esto podría suscitar

desconfianza entre los inversores, ya que puede sugerir la existencia de ingresos que no se están informando o trasladando a los partícipes, lo que podría ser percibido como una falta de transparencia.

- 9) **Por último, se incorporan propuestas técnicas adicionales para mejorar la redacción y la sistemática del texto del Proyecto**, incluyendo la unificación de términos, la armonización terminológica y la matización de conceptos específicos para garantizar mayor claridad y coherencia normativa.

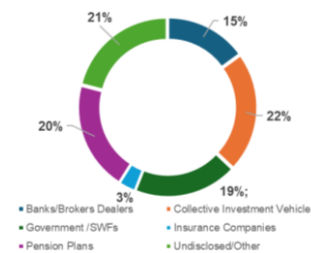
### III. DESARROLLO DE PROPUESTAS NORMATIVAS

#### 1) Extender el préstamo de valores a los Fondos de Pensiones

Los Fondos de Pensiones (FP) en España deberían poder realizar la operativa de préstamo de valores, dado que la necesidad y objetivos de la normativa para IIC aplican en su práctica totalidad a FP. Además, ha de tenerse en cuenta que, como se desprende del siguiente gráfico:

- El 42% del volumen mundial de activos efectivamente cedido en préstamo corresponde a las IIC y a los FP.
- De los anteriores, el 22% corresponde a IIC y el 20% a FP.

Securities On-Loan by Client Type (%)



**Fuente:** ISLA (International Securities Lending Association). Datos junio 2024.

Los porcentajes mencionados anteriormente evidencian la necesidad que tanto las IIC como los FP puedan realizar préstamo de valores, destacando su contribución esencial a la profundidad y liquidez del mercado.

Asimismo, en la mayor parte de las jurisdicciones europeas (por ejemplo: Alemania, Italia, Bélgica, Portugal, Hungría, Finlandia y Suecia) se permite a los Fondos de Pensiones realizar esta operativa.

Por último, el reciente informe de la OCDE (“OECD Capital Market Review of Spain 2024 Capital Markets for a vibrant and sustainable Spanish Economy and Corporate Sector”) recoge en sus recomendaciones la finalización de la Orden de préstamo de valores, mencionado expresamente la conveniencia de evaluar su extensión a los Fondos de Pensiones (páginas 29 y 30 del informe).

En este sentido, mientras que la normativa aplicable a las IIC, específicamente el artículo 30.6 de la LIIC, establece expresamente la necesidad que el préstamo de valores sea regulado mediante Orden para poder llevarse a cabo, no existe una previsión similar en la normativa de FP. En esta última, no se menciona el préstamo de valores, lo que implica que, aunque en teoría sería posible, en la práctica sería conveniente una regulación específica que lo defina. En este sentido, la Disposición Final Segunda del Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de planes y fondos de pensiones (RFPF) recoge una habilitación al Ministro de Economía para desarrollar las disposiciones contenidas en el RFPF, al

amparo de la cual podría extenderse el ámbito de aplicación de este Proyecto a los Fondos de Pensiones.

### **Propuestas de redacción:**

- **Artículo 1. Objeto.**  
*Esta orden tiene por objeto establecer las normas aplicables al préstamo de valores de las instituciones de inversión colectiva ~~de carácter financiero~~, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 30.6 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y de los Fondos de Pensiones regulados en la Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones a los que se aplica esta Orden con las especialidades recogidas en el artículo 19.*
  
- **Artículo 2. Ámbito de aplicación.**  
*La orden se aplicará a las instituciones de inversión colectiva ~~de carácter financiero comprendidas en el Capítulo I del Título III de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva~~, con exclusión de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre reguladas en el artículo 33 bis de dicha Ley y a los Fondos de Pensiones regulados en la Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones a los que se aplica esta Orden con las especialidades recogidas en el artículo 19.*
  
- **Nuevo artículo 19. Especialidades en la aplicación a los Fondos de Pensiones.**  
*La orden se aplicará al préstamo de valores que lleven a cabo los Fondos de Pensiones regulados en la Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones en los mismos términos que los establecidos para las Instituciones de Inversión Colectiva con las siguientes especialidades.*
  1. En cuanto a las obligaciones de información del artículo 16 de esta Orden (i) las menciones realizadas en dicho artículo al Folleto se entenderán realizadas al Documento de Información General, en el caso de los Planes de Pensiones de Empleo, regulado en el artículo 34.1 del Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de planes y fondos de pensiones, y al Documento de Datos Fundamentales para el Partícipe, en el caso de los Planes de Pensiones individuales, regulado en el artículo 48.1 de dicho Real Decreto y (ii) las menciones realizadas en dicho artículo al informe anual se entenderán realizadas al informe semestral correspondiente al segundo semestre regulado en el artículo 34.4, para los Planes de Pensiones de Empleo y en el artículo 48.6 para los Planes de Pensiones individuales, del Reglamento de planes y fondos de pensiones.
  
  2. La inclusión en el DIG y en el DDFP de la operativa de préstamo de valores no se considerará una modificación de la política de inversión a los efectos de los artículos 32 y 77 del Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de planes y fondos de pensiones.



3. La referencia al artículo 115. 1 i) del Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva respecto del ejercicio de los derechos de voto que se realiza en el artículo 8.2 de esta orden, se entenderá realizada a los apartados 7 y 8 del artículo 69 del Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de planes y fondos de pensiones.
  4. En cuanto a los activos admisibles como garantía del artículo 14 de esta Orden, corresponderá a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones la posibilidad de ampliar la lista de los activos en que pueden materializarse las garantías.
  5. En cuanto a los activos admisibles para la reinversión del efectivo recibido como garantía previstos en el artículo 15 de esta Orden, corresponderá a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones la posibilidad de ampliar la lista de activos en que puede materializarse dicha reinversión.
  6. Las menciones a las SGIIIC y a los depositarios de las IIC se entenderán realizadas a las Entidades Gestoras de Fondos de Pensiones y a sus depositarios.
  7. Las referencias a las solicitudes de reembolso se entenderán realizadas a las solicitudes de pago de prestaciones y supuestos de liquidez recogidos en el Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones y sus normas de desarrollo.
- Disposición final segunda. Habilitación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.  
La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá establecer reglas especiales en lo relativo a contabilidad y requisitos específicos de información de las operaciones de préstamo de valores de las instituciones de inversión colectiva, previo informe de Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.

La Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones podrá establecer reglas especiales en lo relativo a contabilidad y requisitos específicos de información de las operaciones de préstamo de valores de los Fondos de Pensiones, previo informe de Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.

## 2) Extender el préstamo de valores a las IIC no financieras

En lo referido a las IIC no financieras, si bien el artículo 30.6 LIIC donde se hace referencia al préstamo de valores se ubica en la sección de la norma destinada a las IIC financieras, sin embargo:

- El artículo 38 LIIC establece que “Los fondos de inversión inmobiliaria se registrarán, en lo no dispuesto específicamente para ellos, por lo contemplado para los fondos de inversión de carácter financiero”, por lo que no existe obstáculo legal para extender la operativa de préstamo de valores a los Fondos de Inversión Inmobiliaria.

- El artículo 39 LIIC regula de manera genérica “Otras IIC no financieras” sin que exista actualmente una concreción reglamentaria de una tipología de las mismas distintas de los Fondos y las Sociedades Inmobiliarias y establece que *se registrarán por lo dispuesto en esta ley y, adicionalmente, por las disposiciones especiales que apruebe el Ministro de Economía o, con su habilitación expresa, la CNMV*. Sin embargo, con vistas a una posible futura inclusión de otras categorías de IIC no financiera en la LIIC (ej: Fondos de Inversión a Largo Plazo Europeos “FILPE”<sup>3</sup>), sería conveniente incluir que puedan realizar tal operativa con sujeción, en su caso, a los límites que su normativa sobre inversiones establezca (en el caso de los FILPEs, el préstamo de valores sólo se puede realizar cuando no afecte a más de un 10% de los activos del FILPE<sup>3</sup>).
- En otras jurisdicciones europeas sí se permite a las IIC no financieras llevar a cabo operativa de préstamo de valores, bien por permitirse con carácter general para los Fondos de Inversión Alternativa (que pueden ser tanto financieros como no financieros), o por recogerse de manera específica la referencia a Fondos de Inversión Inmobiliarios (Alemania, Austria, Dinamarca, Francia, Hungría, Irlanda, Italia, Portugal y Suecia).

En resumen, aunque el artículo 30.6 LIIC se dirige a IIC financieras, no hay impedimento legal para que las IIC no financieras, como los Fondos de Inversión Inmobiliaria, realicen operaciones de préstamo de valores. Sería conveniente prever esta posibilidad para futuras categorías, como los FILPE (con los límites previstos en su normativa), en línea con otras jurisdicciones europeas, favoreciendo la armonización y competitividad normativa.

### 3) Referencias al régimen contenido en la normativa española

El Proyecto realiza en diversos artículos referencias a la aplicación de la normativa española (en particular, aunque no solo, al Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública (en adelante, el “RDL 5/2005”) a la operativa de préstamo de valores. Sin embargo, es necesario tener en cuenta que:

- (i) En la práctica las operaciones de préstamo de valores se suelen documentar en contratos marco estandarizados sujetos a ley no española. Generalmente, el *Global Master Securities Lending Agreement* (“GMSLA”), elaborado por la *International Securities Lending Association* (ISLA), que está sujeto a ley inglesa.
- (ii) El régimen legal aplicable a los valores e instrumentos financieros dependerá de lo que determinen las normas sobre conflictos de leyes internacionales. Por citar un ejemplo, el artículo decimoséptimo, apartado 1, del RDL 5/2005 establece que “La

---

<sup>3</sup> Artículo 9. 2 c) del Reglamento (UE) 2015/760 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de abril de 2015, sobre los fondos de inversión a largo plazo europeos (Texto pertinente a efectos del EEE)

*ley aplicable a las garantías financieras cuyo objeto consiste en valores representados mediante anotaciones en cuenta será la del Estado en el que esté situada la cuenta principal, entendiendo por cuenta principal aquella en la que se realicen las anotaciones por las cuales se presta al beneficiario dicha garantía pignoratícia de anotaciones en cuenta”.*

Por todo lo expuesto, la exigencia recogida en varios artículos del Proyecto de aplicar la normativa española debería eliminarse, ya que podría generar problemas de interpretación y dificultar la operativa de préstamo de valores. Esto se debe a que dicha exigencia podría complicar la negociación y formalización de contratos marco estandarizados, como el GMSLA, que no se rigen por la ley española y constituyen la práctica habitual del mercado, sin que esto suponga como contrapartida un incremento significativo en la seguridad de las IIC. Además, la ley aplicable a aspectos como las garantías financieras está determinada por las normas de conflictos de leyes internacionales, a las que se refiere también el RDL 5/2005, independientemente de lo que acuerden las partes.

#### **Propuestas de redacción:**

- Art. 7. Cancelación de las operaciones  
*2. ~~En lo referente a la cancelación y sustitución de los activos aportados como colateral, se atenderá a lo dispuesto en el Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública.~~*
  
- Art. 9. Negocios jurídicos  
  1. Las operaciones de préstamo de valores podrán articularse en la forma jurídica que se estime más conveniente, con posibilidad de utilización de contratos marco estandarizados comunes en la práctica internacional. Los contratos deberán contemplar la responsabilidad del prestatario en caso de incumplimiento de sus obligaciones y en situaciones de insolvencia.  
*~~En especial, deberá hacerse expresa referencia a la aplicación del régimen de compensación previsto en el Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso de la productividad y para la mejora de la contratación pública o cláusulas equivalentes.~~*

#### **4) Referencias al contenido obligatorio a incorporar en los contratos**

En varios artículos del Proyecto se refiere a que los contratos tengan que incorporar ciertas previsiones (arts. 8, 13 y 18). En línea con lo comentado en el apartado anterior, dado que la operativa de préstamo de valores se suele documentar en contratos marco estandarizados, el hecho que la normativa española exija que en dichos contratos se incorporen ciertos contenidos específicos cuando se opere con IIC españolas puede dificultar la práctica de la operativa de préstamo de valores.

En relación con los derechos políticos, el Proyecto debería limitarse a aclarar que cuando el ejercicio de los derechos políticos corresponda al prestatario entonces no aplica a la IIC prestamista lo dispuesto en el art. 115.1.i) RIIC, sin entrar en

consideraciones sobre si han de formar parte del contrato de préstamo, teniendo en cuenta además que las Directrices ESMA 2014 no regulan nada sobre esta cuestión.

En cuanto a las otras dos cuestiones que el Proyecto menciona para su incorporación en los contratos:

- Incorporación de cláusula sobre la liquidez de los activos (art. 13): La liquidez de los activos aportados en garantía se deriva de la tipología de activos que se admiten como garantía por el propio Proyecto, esto es, es una característica inherente al activo dado en garantía, por lo que la mención que se hace en el artículo 13 del Proyecto a que se incluya en el contrato una cláusula al respecto no aporta una mayor protección al partícipe y, sin embargo, como se ha comentado, puede entorpecer o hacer más complicada la celebración de los contratos marco para las SGIIC.
- Incorporación en el contrato de la obligación de la SGIIC de proporcionar información al depositario sobre el contrato de préstamo (art. 18): Esta obligación se deriva de la obligación general que tiene la SGIIC de proporcionar al depositario toda la información necesaria para el desarrollo de función de supervisión recogida en la normativa española (Norma 3ª de la Circular 6/2009, de 9 de diciembre, de la CNMV, sobre control interno de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades de inversión)<sup>4</sup> sin que aporte un mayor nivel de protección al partícipe la inclusión de la misma en el contrato de préstamo de valores, pudiendo sin embargo suponer un obstáculo o hacer más complicado para las SGIIC la celebración de contratos marco.

En conclusión, se trata de dos aspectos cuya eliminación no supone una menor protección de los partícipes (la liquidez es un requisito de las garantías por aplicación de la normativa y lo mismo, con carácter general, ocurre con la información a proporcionar al depositario en el marco de su actividad de supervisión de la actividad de la SGIIC) y cuya inclusión en el contenido de un GMSLA, puede resultar difícil de implementar en la práctica para las SGIIC.

### Propuestas de redacción:

- *Artículo 8. Ejercicio de los derechos inherentes a los valores.*
  2. ~~El acuerdo de préstamo deberá contemplar expresamente a quién corresponde el ejercicio de los derechos políticos inherentes a los valores cedidos en préstamo:~~
    - a) Cuando **el ejercicio de los derechos políticos inherentes a los valores cedidos en préstamo** corresponda al prestamista, se ejercerán según lo dispuesto en el artículo 115.1. i) del Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio.

---

<sup>4</sup> "Norma tercera Requisitos de organización interna

[..]

4. Asimismo, la SGIIC o, en su caso, la sociedad de inversión deberá adoptar:

j) Políticas y procedimientos de comunicación externa. Deberán arbitrar, especialmente, mecanismos eficaces de comunicación:

[..]

(ii) Al Depositario de las IIC gestionadas por la SGIIC o la sociedad de inversión, a fin de garantizar el efectivo cumplimiento de sus funciones de vigilancia y supervisión."

b) Cuando **dicho ejercicio** corresponda al prestatario, no se tendrán en cuenta esos valores a efectos de lo dispuesto en el artículo 115.1. i) del Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio.

- **Artículo 13. Liquidez de las garantías.**  
~~Se deberán establecer cláusulas en los contratos de préstamo que aseguren una adecuada liquidez de los activos aportados en garantía. La sociedad gestora, o en su caso, la sociedad de inversión deberá establecer, en el marco de las obligaciones de control interno a que se refiere el artículo 17, mecanismos de control y de seguimiento de la liquidez de los activos aportados en garantía.~~
  
- **Artículo 18. Obligaciones de los depositarios**  
3. El depositario de las instituciones de inversión colectiva prestamistas velará especialmente por el cumplimiento de los requisitos previstos en esta orden y vigilará el control que hace la sociedad gestora o la sociedad de inversión de las garantías aportadas y de la restitución de los valores prestados. ~~A tal efecto, en los contratos de préstamo deberá preverse que los depositarios reciban de la sociedad gestora o de la sociedad de inversión la información necesaria.~~ Los depositarios podrán además recabar **de las sociedades gestoras la información adicional siempre que lo estimen necesario** para el adecuado desarrollo de sus funciones de supervisión y vigilancia. La falta de envío de la información, así como la insuficiencia de las garantías exigidas en las operaciones será considerada anomalía de especial relevancia a los efectos de lo previsto en el artículo 134.7 del Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, sobre la función de vigilancia y supervisión.

## 5) Valores susceptibles de préstamo

Se sugiere modificar el apartado 1 del artículo 4 del Proyecto para sustituir la referencia a “valores” por “*instrumentos financieros*”, ya que esta última denominación incluye también los instrumentos del mercado monetario, e incorporar la letra c) del artículo 2.1 de la Ley 6/2023, que hace referencia a las acciones y participaciones de instituciones de inversión colectiva.

### Propuesta de redacción:

“Artículo 4. Valores susceptibles de préstamo.

1. Serán susceptibles de préstamo los valores **instrumentos financieros** contemplados en las letras a), b) **y c)** del artículo 2.1 de la ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de valores y de los servicios de inversión.

(...)

## 6) Activos admisibles como garantía

Si bien es cierto que la lista de activos admisibles como garantía reproduce la lista de activos actualmente recogida en la norma 22ª de la Circular de derivados, referida a las garantías en derivados OTC que opera por la remisión que respecto del préstamo de valores realiza la norma 21ª de dicha Circular<sup>5</sup>, es preciso tener en cuenta que:

---

<sup>5</sup> Norma 21ª Cómputo del riesgo de contraparte por la utilización de instrumentos financieros derivados

- (i) Se trata de una lista de activos cuya aportación como garantía no es obligatoria, sino que su función es permitir al prestamista que los recibe reducir por el valor de mercado de dichos activos la exposición al riesgo de contraparte del prestatario a efectos del cumplimiento del límite de riesgo de contraparte del artículo 51.3 del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva<sup>6</sup>.
- (ii) En el marco de UCITS no se establece una lista de activos obligatoria para su aportación como garantía, sino que es suficiente con que el préstamo de valores esté cubierto por garantías de alta calidad y liquidez (requisito recogido en nuestra normativa nacional, en el artículo 130 RIIC).. En las Directrices de ESMA de 2014 se establecen unos requisitos en cuanto a liquidez que han de reunir dichas garantías a los efectos de reducir el riesgo de contraparte, sin incluir una lista de activos.

La lista de activos que se incorpora en el artículo 14, si bien deja margen a la flexibilidad en el apartado 2 con la remisión a la posible incorporación de activos vía autorización de la CNMV, presenta el riesgo de, al ser una lista cerrada, quedarse desfasada respecto de las prácticas de mercado y deja fuera ciertos activos, como las acciones cotizadas que no formen parte de índices bursátiles, que podría ser interesante incorporar.

Por este motivo, se incluye una propuesta de modificación normativa consistente en sustituir la lista de activos admisibles como garantía por una enumeración general de los requisitos a cumplir por dichos activos, en línea con los establecidos en las Directrices de ESMA de 2014, incluyendo dicha lista como un ejemplo de activos que sí serían aptos. Asimismo, sería conveniente modificar la redacción de la norma 21<sup>a</sup> de la Circular de derivados en su apartado 4 para que su redacción quedase alineada con el artículo 14 del Proyecto.

Por último, aunque el contenido de la norma 21<sup>a</sup> de la Circular de derivados en su apartado 4 quedaría superado tácitamente por lo establecido en el Proyecto de Orden en aplicación de la jerarquía normativa, sería conveniente derogar dicho apartado,

---

[...]

4. Con independencia de lo establecido en el artículo 2.7 de la OM EHA/888/2008, en las operaciones de adquisición temporal de activos, las operaciones simultáneas de compras al contado y venta a plazo y en la operativa de préstamo de valores se deberá medir el riesgo de contraparte que pudiera surgir a los efectos del cumplimiento del límite establecido en el artículo 51.3 del Real Decreto que desarrolla la Ley 35/2003. Dicho riesgo deberá ser computado por el importe total pactado de la operación, pudiendo ser reducido por el valor de mercado de los activos adquiridos temporalmente o garantías recibidas siempre que cumplan los requisitos establecidos en la norma 22.<sup>a</sup>

<sup>6</sup> 3. Artículo 51 Limitaciones a la capacidad de inversión

La exposición al riesgo frente a una misma contraparte asociada a los instrumentos financieros derivados señalados en el artículo 48.1.g) no podrá superar el 5% del patrimonio de la IIC. Este límite quedará ampliado al 10% cuando la contraparte sea una entidad de crédito.

Los límites del párrafo anterior también se aplicarán a los instrumentos financieros derivados señalados en el artículo 48.1.f), excepto si se negocian en un mercado que exija depósito de garantías y exista una cámara de compensación que se interponga entre las partes.

dado que su contenido, con la actualización en lo referido a los activos que reducen el riesgo de contraparte, quedaría incorporado a la Orden.

### **Propuesta de redacción:**

*Artículo 14. Activos admisibles.*

1. **Los activos aportados como garantía han de presentar un elevado grado de liquidez y negociarse en mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación con precios transparentes para que puedan venderse rápidamente a un precio cercano al de la valoración previa a la venta.**

**Se considera que cumplen el requisito anterior, entre otros, La garantía deberá consistir en alguno de los siguientes activos:**

- a) efectivo;
- b) depósitos en entidades de crédito que sean a la vista o puedan hacerse líquidos, con un vencimiento no superior a 12 meses, siempre que la entidad de crédito tenga su sede en un Estado miembro de la Unión Europea o en cualquier Estado miembro de la OCDE sujeto a supervisión prudencial;
- c) Acciones y participaciones de IIC cuya vocación inversora sea «monetario» según lo establecido en la Circular 1/2009 de la CNMV sobre categorías de IIC en función de su vocación inversora;
- d) Inversiones de emisores regulados bajo el artículo 50.2 letra b) del Reglamento de la Ley 35/2003;
- e) Acciones admitidas a negociación en un mercado regulado, cuando sean componentes de un índice que reúna las condiciones previstas en el artículo 50.2 d) del Reglamento por el que se desarrolla la Ley 35/2003; y
- f) Deuda privada no subordinada admitida a negociación un mercado regulado

**El valor de mercado de los activos aportados como garantía conforme a este apartado 1 se reducirá del importe total pactado de la operación a los efectos de medir el riesgo de contraparte que pudiera surgir a los efectos del cumplimiento del límite establecido en el artículo 51.3 del Real Decreto que desarrolla la Ley 35/2003.**

*~~2.- La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá ampliar la lista de los activos en que pueden materializarse las garantías para incluir otros activos con condiciones de liquidez y seguridad análogas a las de los mencionados en el apartado anterior.~~*

(...)

### **7) Requisito de solvencia del prestatario**

La redacción del artículo 6 del Proyecto no deja claro si el apartado 2 es un requisito adicional al apartado 1 o si se trata de dos apartados independientes, esto es, si sólo pueden ser contraparte del préstamo de valores las entidades supervisadas a las que adicionalmente se exige requisitos de solvencia o si se trata de dos tipos de prestatarios

posibles diferentes, las entidades supervisadas el apartado 1 y otras entidades respecto de las que sí sería necesario según el apartado 2 realizar una evaluación de solvencia. Sería aconsejable que la redacción definitiva quede más clara y que se opte por la posibilidad de incorporar a otras entidades prestatarias diferentes a las entidades supervisadas.

En cualquier caso, en lo referido al requisito de solvencia, cabe comentar lo siguiente:

- (i) En el caso de las entidades supervisadas, no parece necesario que la SGIIC tenga que realizar una evaluación adicional de riesgo de crédito de contraparte.
- (ii) El préstamo de valores ha de estar acompañado, en aplicación del capítulo IV del Proyecto, de garantías de alta calidad.
- (iii) Ni la Directiva UCITS ni las Directrices ESMA 2014 imponen requisitos de solvencia para las contrapartes de la operativa de préstamo de valores.
- (iv) La norma 20ª de la Circular de derivados, si bien exige una evaluación de solvencia de la contraparte de los derivados OTC (cuyos términos replica el artículo 6.2 del Proyecto), puntualiza que no será exigible el requisito de solvencia cuando la contraparte aporte colaterales válidos, según lo establecido en la norma 22ª, por un importe igual o superior al de los resultados positivos acumulados, realizado o no, pendiente de liquidar por dicha operación. Dado que en aplicación del capítulo IV del Proyecto se han de aportar obligatoriamente dichos colaterales, se debería eliminar este requisito de solvencia.

### **Propuesta de redacción:**

*Artículo 6. Requisitos de los prestatarios.*

*1. Podrán ser prestatarios de los valores únicamente las siguientes entidades, siempre y cuando estén domiciliadas en Estados miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (en adelante, OCDE) y excluyendo aquellos que carezcan de mecanismos de cooperación e intercambio de información con las autoridades supervisoras españolas:*

- a) entidades financieras sujetas a supervisión prudencial;*
- b) depositarios centrales de valores; y*
- c) entidades de contrapartida central.*

*2. Las instituciones de inversión colectiva podrán realizar operaciones de préstamo de valores con contrapartes **diferentes a las incluidas en el apartado 1** que a juicio de la gestora presenten una solvencia suficiente para atender el cumplimiento de sus obligaciones. ~~A estos efectos, la gestora deberá realizar un análisis del riesgo de crédito de la contraparte, utilizando metodologías apropiadas y considerando diferentes indicadores o parámetros de uso habitual en el mercado.~~*

## **8) Obligaciones de información**



**A. Actualización del folleto:** Sería conveniente establecer que la incorporación de la operativa de préstamo de valores no se considerará una modificación de elemento esencial del folleto conforme a la norma cuarta de la Circular 3/2022, de 21 de julio, de la CNMV, sobre el folleto de las IIC y el registro del documento con los datos fundamentales para el inversor y, por tanto:

- (i) No implicará obligación de actualización del folleto conforme a la norma cuarta de la Circular 3/2022 y en aplicación de la norma séptima de dicha Circular no requerirá la actualización previa del folleto para su entrada en vigor, sin perjuicio de su inclusión en la siguiente actualización que se registre en la CNMV, que deberá ser solicitada por la gestora, en todo caso, dentro de los doce meses siguientes a la modificación, salvo que la CNMV exonere a las IIC de la actualización obligatoria dentro del citado plazo en atención a factores tales como el número de IIC a las que afecte la modificación propuesta, la naturaleza genérica de dicha modificación o el estado de comercialización de las IIC afectadas por el cambio, siempre que ello no perjudique la adecuada información y protección de los inversores. En este caso, la inclusión de la modificación se producirá en la siguiente actualización del folleto que se registre en la CNMV.
- (ii) No dará lugar a derecho de comunicación previa individualizada a partícipes conforme a la norma sexta, apartado 1 de la Circular 3/2022.
- (iii) No dará lugar a derecho de separación de los partícipes conforme al artículo 14.2 RIIC y la norma sexta, apartado 2 de la Circular 3/2022.

La norma cuarta de la Circular 3/2022 incluye como elemento esencial las modificaciones de la política de inversión. A este respecto, el art. 14.2 RIIC contempla que no se considerarán sustanciales, entre otras, las modificaciones en la política de inversión de una IIC motivadas por modificaciones de la normativa aplicable (y siempre que tales cambios no desvirtúen la finalidad y vocación del Fondo de Inversión). Así, teniendo en cuenta que el art. 18 de la Orden EHA/888/2008 exige que las técnicas de gestión eficaz de carteras (entre las que se encuentra el préstamo de valores) tengan un nivel de riesgo que esté en consonancia con el perfil de riesgo de la IIC, y el artículo 3. 2 del Proyecto establece que la operativa de préstamo de valores no puede dar lugar a que las IIC se aparten de sus objetivos en materia de inversión. De este modo, la incorporación del préstamo de valores modifica la política de inversión en el sentido de insertar una nueva operativa, pero cabe considerar que esta modificación no es sustancial y, por tanto, la actualización del folleto por este motivo quedaría exenta de la autorización previa de CNMV.

Asimismo, si bien esta operativa conlleva gastos para el Fondo, estos gastos no pueden superar los ingresos derivados de la misma que se imputan al Fondo por lo que en conjunto no supone nuevos gastos a soportar por el Fondo, sino una nueva fuente de ingresos (ingresos de los que se deducen los gastos derivados de la misma).

Por todo lo anterior, parece razonable considerar que no se trata de una modificación de elementos sustanciales del folleto. En último término, se trata de una modificación de naturaleza genérica, que afecta a un elevado número de IIC, por lo que CNMV podría permitir (previa consulta) en aplicación de la norma cuarta de la Circular 3/2022, su comunicación mediante la publicación de un hecho relevante, con carácter previo a su efectividad, sin perjuicio de la obligación de recoger la modificación en la siguiente actualización del folleto.

**B. Referencia a ingresos ocultos:** Si bien la referencia a “ingresos ocultos” que se realiza en el art.16.3 del Proyecto es traslación directa del contenido de las Directrices de ESMA, se trata de un concepto genérico cuya inclusión en un texto normativo puede resultar confusa y generar para los inversores desconfianza dado que parece aludir a la posibilidad de que existan ingresos que no se están informando o trasladando a los partícipes. Sería más conveniente incluir la referencia que hacen las Directrices de ESMA a que “Todos los ingresos derivados de las técnicas de gestión eficiente de la cartera, netas de costes operativos directos e indirectos, deberán devolverse al OICVM”.

En este sentido, debe recordarse que las IIC son un instrumento de inversión que goza de la confianza de los inversores minoristas y que esta confianza debe preservarse, evitando en la medida de lo posible la utilización de expresiones que puedan ser malinterpretadas.

#### **Propuesta de redacción:**

*Artículo 16 Obligaciones de información*

[...]

2. Las SGIIIC comunicarán en su folleto la política en relación con los costes y comisiones operativas directas e indirectas derivadas de las operaciones que puedan deducirse de los ingresos obtenidos por las instituciones de inversión colectiva. ~~Estos costes y comisiones no incluirán ingresos ocultos.~~ **Todos los ingresos derivados de las técnicas de gestión eficiente de la cartera, netas de costes operativos directos e indirectos, deberán devolverse a la IIC.** La SGIIIC deberá revelar la identidad de las entidades a las que se abonen estos costes y comisiones directas e indirectas, e indicar si se trate de partes vinculadas con la SGIIIC o el depositario.

**4. La inclusión en el folleto de la operativa de préstamo de valores no se considerará una modificación de los elementos sustanciales del folleto conforme a la norma cuarta de la Circular 3/2022, de 21 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el folleto de las instituciones de inversión colectiva y el registro del documento con los datos fundamentales para el inversor y, por tanto, no implicará la obligación de actualización del folleto, ni dará lugar al derecho de comunicación individualizada y derecho separación de los partícipes recogidos en los apartados 1 y 2 de la norma sexta de dicha Circular.**

## **9) Propuestas de mejora de redacción y de sistemática del Proyecto**

Se sugiere incorporar las siguientes modificaciones, orientadas a optimizar la redacción, aportar mayor claridad y mejorar la estructura sistemática del Proyecto:

- **Unificación terminológica relativa a garantías:** Se propone unificar y dotar de coherencia en todo el texto de la Orden el uso de los términos “*garantía*” o “*colateral*”, eligiendo uno de manera consistente.
- 
- **Revisión del artículo 6.1:** Incluir que las entidades han de estar domiciliadas en la UE o en la OCDE. Esto asegura que no se excluyan Estados miembros de la UE que no son miembros de la OCDE (Bulgaria, Croacia, Chipre, Malta y Rumanía). Este enfoque es coherente con la precisión establecida en el art. 48.1.g) RIIC sobre contrapartidas válidas en operaciones con derivados OTC.
- **Redacción mejorada del artículo 7.1:** Incluir un cambio de redacción para mayor claridad y fidelidad a las Directrices de ESMA 2014:

*1. Las operaciones de préstamo de valores podrán quedar sin efecto en cualquier momento a petición de la institución o de su sociedad gestora, de modo que las cláusulas contractuales de cada operación deberán permitir en todo momento que la institución de inversión colectiva  **pueda recuperar los valores prestados o finalizar el contrato de préstamo de valores celebrado su liquidación.***
- **Matizar la referencia en el artículo 7.2** para que la “*inmediata disponibilidad de los valores prestados*” se entienda condicionada al funcionamiento y las realidades prácticas de las infraestructuras de mercado en materia de registro y liquidación de operaciones.
- **Reformulación del artículo 11** para precisar que, en los casos en que la garantía consista en efectivo, el valor de mercado de dicha garantía no podrá ser inferior al valor de mercado del activo prestado.
- **Reubicar el artículo 15.6 como artículo 14.5**, dado que el contenido tratado está más relacionado con los activos admisibles como garantía y, por tanto, resulta más adecuado en el contexto del artículo 14.
- **Modificar la Disposición Final Tercera** para establecer que la Orden entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el Boletín Oficial del Estado (BOE), alineándose con lo señalado en la Exposición de motivos, en lugar de los 20 días actualmente previstos.