

COMENTARIOS DEL COMITÉ CONSULTIVO DE LA CNMV SOBRE EL PROYECTO DE CIRCULAR DE LA CNMV, POR LA QUE SE MODIFICAN LAS CIRCULARES 11/2008, LA CIRCULAR 4/2016, Y LA CIRCULAR 6/2008 DE LA CNMV

I. INTRODUCCIÓN: PRINCIPALES REFLEXIONES SOBRE EL PROYECTO

El Comité Consultivo de la CNMV (en adelante, “Comité Consultivo”) agradece la posibilidad de realizar observaciones y comentarios a la consulta sobre el Proyecto de Circular de la CNMV por la que se modifican las Circulares 11/2008, de 30 de diciembre, la Circular 4/2016 de 29 de junio y la Circular 6/2008 de, 26 de noviembre (en adelante, “el Proyecto de Circular”)¹.

En este primer Apartado, se abordan las **principales reflexiones sobre el Proyecto de Circular, particularizando éstas para cada una de las Circulares que se pretende modificar**. En el Apartado II se recogen otras observaciones adicionales, y se incorpora el redactado de las propuestas de modificación.

Como comentario general, la opinión del Comité Consultivo es positiva respecto a las modificaciones introducidas dirigidas a fomentar la tramitación electrónica de documentos ante la CNMV, la ampliación del alcance de los Estados Reservados a los FILPE y la incorporación de nuevos campos al objeto de disponer de información con mayor detalle.

A) Circular 11/2008, de 30 de diciembre, de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las entidades de capital-riesgo (“Circular de información reservada ECR”)

Este Comité Consultivo considera legítimo el interés del supervisor en la remisión de información al objeto de poder realizar adecuadamente sus labores de supervisión del mercado, si bien estas exigencias deberían evitar añadir cargas innecesarias.

Si bien el Reglamento de Fondos de Inversión a largo plazo europeos (FILPE) del año 2015 configuró estos productos armonizados como vehículos cerrados, actualmente, tal y como se reconoce en los recientemente publicados desarrollos de nivel II² derivados de la revisión del marco regulatorio de los FILPE, se establece la

¹ Consulta pública de CNMV para proyecto de Circular que modifica tres Circulares: https://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/CP_ModificacionCirculares.pdf

² REGLAMENTO DELEGADO (UE) 2024/2759 DE LA COMISIÓN de 19 de julio de 2024 por el que se completa el Reglamento (UE) 2015/760 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación en las que se especifican las circunstancias en que el uso de un derivado tendrá como única finalidad cubrir los riesgos inherentes a otras inversiones del fondo de inversión a largo plazo europeo (FILPE), los requisitos relativos a la política de reembolso y los instrumentos de gestión de la liquidez de un FILPE, las circunstancias para la coincidencia de las solicitudes de transferencia de participaciones o acciones del FILPE, determinados criterios para

posibilidad que los FILPE sean vehículos abiertos en la medida en que se puede otorgar derecho de reembolso a los partícipes durante el periodo de vida de FILPE.

Si bien excede del ámbito de este Proyecto, se cree oportuno mencionar que, al igual que los FILPE cerrados están explícitamente recogidos en la Ley 22/2014, de 12 de noviembre³, aquellos FILPE que otorguen, sujeto a determinados requisitos, derecho de reembolso a los partícipes, en tanto que vehículos abiertos, deberían quedar expresamente recogidos en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, junto con el resto de Fondos de Inversión Alternativa (FIAs) abiertos y, por tanto, sujetos a las obligaciones que se deriven de este marco normativo. Estos FILPEs abiertos no cumplen con la definición de “Inversión Colectiva de tipo cerrado” del artículo 2 de la Ley 22/2014, por lo que no tienen encaje en esta normativa⁴. Además, esta reflexión y su propuesta se encuentran plenamente respaldadas por los recientes informes emitidos por expertos independientes sobre el estado de la Unión del Mercado de Capitales, en los que se determina que es fundamental el fomento de la inversión minorista a través de vehículos especializados como los FILPE⁵.

B) Circular 4/2016, de 29 de junio, de la CNMV, sobre las funciones de los depositarios de IIC y entidades reguladas por la Ley 22/2014, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de IIC (“Circular de depositarios”)

Si bien, como ya se ha mencionado anteriormente, se celebra el fomento de la tramitación electrónica, se considera conveniente aclarar, en aras de aportar mayor seguridad jurídica, si ello conllevará la creación de un nuevo trámite específico en la

la enajenación de los activos del FILPE y determinados elementos de la indicación de los costes <https://www.boe.es/doue/2024/2759/L00001-00018.pdf>

³ Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2014-11714>

⁴ “Artículo 2. Inversión colectiva de tipo cerrado.

1. Se entenderá por inversión colectiva de tipo cerrado la realizada por las entidades de capital-riesgo y demás entidades de inversión colectiva en las que la política de desinversión de sus socios o partícipes cumpla con los siguientes requisitos:

a) Que las desinversiones se produzcan de forma simultánea para todos los inversores o partícipes, y
b) que lo percibido por cada inversor o partícipe lo sea en función de los derechos que correspondan a cada uno de ellos, de acuerdo con los términos establecidos en sus estatutos o reglamentos para cada clase de acciones o participaciones.

2. En todo caso, a los efectos de esta Ley serán entidades de inversión colectiva de tipo cerrado las entidades de inversión colectiva de un tipo distinto a las descritas en el artículo 1.2 del Reglamento Delegado (UE) n.º 694/2014 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2013, por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que determinan los tipos de gestores de fondos de inversión alternativos.”

⁵ Informe Enrico Letta “Much more than a market” de abril 2024 (incluida en las propuestas para el 2026, pág. 38) y el Informe Noyer “Developing European Capital Markets to finance the future”, de abril 2024 (“investment funds structured in accordance with certain harmonised European formats”, página 64).

zona CIFRADO de la sede electrónica o, se optará, por la adaptación del trámite actual del informe semestral o cualquier otra alternativa.

Asimismo, dado que en el Proyecto se hace referencia a un “documento electrónico normalizado” sería conveniente que se concrete cuales serán el modelo y el formato (xml,..), y que, en todo caso, se articule de manera que no requiera desarrollos informáticos complejos para las entidades.

Por último, determinar si este nuevo sistema de reporte conllevará la publicación de un manual de cumplimentación y de un documento de requisitos técnicos previstos para el Informe Anual del Depositario, o, por el contrario, se prevé una adaptación de los documentos actuales referentes al Informe Semestral.

C) Circular 6/2008, de 26 de noviembre, de la CNMV, sobre la determinación del valor liquidativo y aspectos operativos de las IIC (“Circular de valor liquidativo”)

En primer lugar, se agradece la alineación que, con carácter general, se hace de la Circular de valor liquidativo tanto con lo previsto en el artículo 5.3 del RIIC como con las Directrices de ESMA⁶ sobre las comisiones de gestión sobre resultados en OICVM y ciertos tipos de FIA (en adelante, “las Directrices de ESMA”). Asimismo, se valora muy positivamente la inclusión expresa de determinados supuestos en los que la cristalización de la comisión no sigue las reglas generales, como es en el caso de la sustitución de la Sociedad Gestora.

No obstante, desde un punto de vista de técnica legislativa, no se considera conveniente una remisión a documentos específicos, como la que se realiza en la norma Cuarta, apartado 3 (Norma Tercera del Proyecto de Circular) a las Directrices de ESMA, ya que este tipo de remisiones a documentos específicos conlleva que, si los documentos de referencia se ven modificados, la Circular automáticamente pasaría a quedar desactualizada. **En su lugar, se considera más conveniente, la remisión de manera genérica al cumplimiento de directrices y guías que en esta materia pudieran dictar tanto el supervisor europeo como el español.**

Desde el punto de vista del contenido de la redacción de la Norma 4^a, sin perjuicio de otras consideraciones menores que se comentan en el Apartado II, las dos principales observaciones son:

- (i) Una mejor delimitación del ámbito de aplicación de la Norma 4^a en línea **con lo previsto en la última modificación del RIIC⁷, matizando que no resultará de aplicación a las IIC de inversión libre (IIC de IL) ni a las IICIIL, salvo que se comercialicen a minoristas.**
- (ii) **Eliminación de la referencia que se realiza en el apartado 2 de la Norma 4^a a que la cristalización deberá tener lugar como mínimo transcurridos doce meses desde la creación del Fondo o Sociedad, o desde el establecimiento**

⁶ Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM – ESMA)

⁷ Artículos 73.1.f) y 74.1.f) Real Decreto 1180/2023, de 27 de diciembre, por el que se modifican el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores, y el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio

de dicha comisión, dado que, en nuestra opinión, no se deriva directamente del art. 5.3 del RIIC, ni de las Directrices de ESMA que se limitan a establecer en su párrafo 32 que *la frecuencia de cristalización no debe ser más de una vez al año*, sino que se trata de un criterio de ESMA recogido en un documento de preguntas y respuestas⁸ al que no se debería conferir rango normativo **por un doble motivo: (1) el propio valor jurídico del instrumento en el que se basa⁹; (2) la introducción de un elemento de permanencia sobre un criterio cuya interpretación podría variar en el tiempo.**

Sin perjuicio de lo anterior, sí sería deseable y de gran utilidad, que la CNMV aclare mediante el documento de preguntas y respuestas sobre normativa de IIC publicado en su página web cómo se aplica en la práctica la cristalización de la comisión en aquellos Fondos de Inversión que se constituyen durante el ejercicio.

II. PROPUESTAS DE MODIFICACIÓN DE LA REDACCIÓN DE LAS CIRCULARES INCLUIDAS EN EL PROYECTO

En este apartado se incluyen, además de algunas observaciones adicionales, la redacción de las propuestas de modificación de las Circulares incluidas en el Proyecto.

A) Circular 11/2008, de información reservada ECR

Se propone modificar la Norma 19º.

Justificación: Actualización de la norma al régimen jurídico actual vigente.

El apartado 5 de dicha norma hace mención de las entidades de capital-riesgo de régimen común, no obstante, tras la derogación de la ley 25/2005 de 4 de noviembre por la Ley 22/2014, no existe distinción entre ECR de régimen común o simplificado por lo que se considera oportuno actualizar la referencia normativa de dicho apartado.

Propuesta de redacción:

5. En relación a las entidades de capital-riesgo ~~de régimen común~~, de acuerdo al artículo 4.2 de la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, la Comisión Nacional del Mercado de Valores dará publicidad de los modelos públicos a que se refiere esta Norma a través del registro de informes de auditoría establecido en el artículo 11 de dicha Ley.

⁸ Documento de preguntas y respuestas de ESMA sobre la aplicación de la Directiva UCITS (14 de junio de 2023), pregunta 6ª de la sección XI– *ESMA's guidelines on performance fees in UCITS and certain types of AIFs* (página 63)

⁹ Los documentos de preguntas y respuestas de ESMA, a diferencia de las directrices, no van precedidos de un trámite de consulta pública. Adicionalmente, el artículo 16 ter del Reglamento (UE) N o 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), establece que las respuestas de ESMA a las preguntas planteadas en el marco del artículo 16 ter no son vinculantes.

B) Circular 4/2016, del depositario

Se propone modificar la Norma séptima, punto 3, apartado a) de la Circular.

Justificación: Mejora técnica.

El Reglamento Delegado 2018/1618 de la Comisión, de 12 de julio de 2018, por el que se modifica el Reglamento Delegado nº 231/2013 en lo que respecta a las obligaciones de los depositarios en materia de custodia, insertó un nuevo párrafo 2 bis en el artículo 99 del mencionado Reglamento Delegado 231/2013 equiparando las obligaciones que deben cumplir los depositarios de FIA con las que ya venían cumpliendo los depositarios de UCITS a la hora de delegar total o parcialmente la función de depósito en un tercero radicado en un país fuera de la UE. Dado que este Reglamento Delegado es de aplicación directa, sería conveniente adecuar al mismo la actual redacción de la Norma séptima, punto 3, apartado a) de la Circular.

Propuesta de redacción:

a) Que el marco legal y regulatorio, incluido el riesgo del país, el riesgo de custodia, segregación de activos y la ejecutabilidad de los contratos firmados con el tercero son adecuados. Dicha valoración no puede basarse en informes del propio tercero.

~~En el caso de UCITS,~~ El depositario debe recibir asesoramiento legal de una entidad no vinculada ni con él mismo ni con el subcustodio, en relación a la ejecutabilidad del contrato en caso de insolvencia del subcustodio cuando esté radicado en un tercer país y las implicaciones para los activos y derechos de la IIC. Asimismo, el depositario debe asegurarse de que el subcustodio, radicado en un tercer país, recibe un asesoramiento legal de una entidad con la que no tenga vinculación, a efectos de verificar que las normas de insolvencia reconocen la segregación de los activos propiedad de la IIC y que estos no formarán parte de la masa concursal del subcustodio en caso de insolvencia de este. Además, debe asegurarse de que el subcustodio le informe de manera inmediata en caso de que estas condiciones se hayan modificado.

C) Circular 6/2008, de valor liquidativo de las IIC

Se proponen una serie de modificaciones a las propuestas de redacción de la Norma 4ª y Norma 5ª de la Circular de valor liquidativo recogida en el Proyecto.

Justificación: La modificación propuesta recoge las reflexiones realizadas en el apartado I y otras mejoras técnicas para una mejor alineación de la Circular de valor liquidativo con lo previsto en la normativa aplicable.

En este sentido, sería conveniente que se recogiera de manera explícita el período mínimo de referencia de rentabilidad a superar para alinear mejor la redacción con el artículo 5.3 RIIC.

Asimismo, tal y como se señaló en la Introducción, desde un punto de vista de técnica legislativa, no se considera oportuno, incluir una remisión a documentos específicos, ni conferir rango normativo a un criterio orientativo de ESMA recogido en un documento de preguntas y respuestas.

Por último, para adaptar el ámbito de aplicación de la Circular adecuadamente a lo previsto en el artículo 5.3 del RIIC y las Directrices de ESMA sobre las comisiones de gestión sobre resultados en OICVM y ciertos tipos de FIA (ESMA34-39-992 ES), se propone: (i) incluir una limitación a la aplicación de esta norma a aquellas IIC de IL e IIC de IIC de IL que se comercialicen a minoristas y (ii) modificar la redacción de forma que también se haga referencia también a las SICAV.

Propuestas de redacción:

Norma 4.^a Determinación de la comisión de gestión sobre resultados.

1. *La sociedad gestora, cuando haya establecido una comisión de gestión sobre resultados de conformidad con lo previsto en el artículo 5.3 del Reglamento de IIC, imputará a la IIC dicha comisión de acuerdo con el sistema de cálculo y el periodo de referencia de rentabilidad establecidos en su folleto. **En todo caso, el periodo de referencia de rentabilidad deberá comprender como mínimo los últimos 5 años del fondo con carácter móvil. Asimismo, ~~En todo caso, el establecimiento y la aplicación de la comisión de gestión sobre resultados deberá cumplir con lo previsto en las Directrices y Guías que en esta materia pudieran adoptar tanto la Autoridad Europea de Valores y Mercados como la CNMV. de ESMA sobre las comisiones de gestión sobre resultados en OICVM y ciertos tipos de FIA (ESMA34-39-992 ES)~~***
 2. *El devengo en firme o cristalización de la comisión de gestión sobre resultados será a fin de año, siempre que se cumplan las condiciones previstas en folleto, sin perjuicio de la periodificación que corresponda de la comisión. ~~En todo caso la cristalización deberá tener lugar trascurridos como mínimo 12 meses desde la creación del fondo o sociedad, o desde el establecimiento de dicha comisión.~~*
 3. *La gestora podrá establecer un sistema de cargo individual a cada partícipe de la comisión de gestión sobre resultados, pudiendo aplicar una de las dos siguientes alternativas: i) que la comisión sea abonada directamente por el partícipe o accionista a la gestora. ii) que la comisión se impute directamente **a la IIC al fondo**. En este caso, la gestora podrá optar por aplicar cualquiera de los siguientes métodos o combinaciones de ellos: emisión de nuevas clases de acciones participaciones o acciones, saldos adicionales y ajuste por suscripciones y reembolsos de participaciones o acciones. En todo caso, la gestora podrá optar por otro método distinto siempre que se iguale o mejore la equidad entre partícipes o accionistas. **Asimismo, ~~En todo caso los sistemas de cargo individual deberán cumplir con las Directrices y Guías que en esta materia pudieran adoptar tanto la Autoridad Europea de Valores y Mercados como la CNMV. de ESMA sobre las comisiones de gestión sobre resultados en OICVM y ciertos tipos de FIA (ESMA34-39-992).~~***
- (...)
6. ***Lo dispuesto en la presente Norma no será de aplicación a las IIC de Inversión Libre e IIC de IIC de Inversión Libre reguladas en los artículos 73 y 74 del Reglamento de IIC respectivamente que tengan establecida una comisión de gestión sobre resultados, siempre que no se comercialicen entre inversores minoristas. Se deberá incluir en el folleto explicativo del fondo información detallada sobre las características y condiciones del método de imputación individual de la comisión de gestión sobre resultados. Esta información deberá ser acompañada por un ejemplo ilustrativo.***

Norma 5.^a Primera aplicación de la comisión de gestión sobre resultados.

[...]

2. En el supuesto de que la comisión de gestión sobre resultados se impute a cada partícipe o **accionista** individualmente siendo abonada por éste directamente a la gestora, el inicio del periodo de referencia de rentabilidad será el correspondiente a la fecha de la primera suscripción, caso de estar ya establecida la comisión de gestión sobre resultados.

Por último, aprovechando la actual propuesta de modificación, en aras de una correcta coherencia del marco normativo, **se recomienda:**

1.- la necesaria actualización de las referencias que la Circular de valor liquidativo hace al RIIC anterior (Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre).

2.- en lo relativo al coeficiente de liquidez, la eliminación, en la próxima modificación del Reglamento de IIC, del apartado 3 del artículo 53 de dicha norma, pues este deja de tener cabida tras la eliminación por el Real Decreto 1180/2023, de la exigencia del coeficiente de liquidez del 1%.