



RECUADROS
Informe anual CNMV
2023



Índice de recuadros

1	Los efectos del endurecimiento de la política monetaria sobre el coste de la financiación	4
2	El mercado alternativo MARF cumple una década	7
3	Desgloses relativos al artículo 8 del Reglamento de Taxonomía	11
4	Actualización de la Guía técnica sobre comisiones de auditoría	13
5	Finalización del mandato del grupo de trabajo sobre índices de referencia libres de riesgo en la zona euro	15
6	Propuesta de modificación del Reglamento sobre índices de referencia	16
7	Autorización a BME Clearing para compensar futuros y productos cotizados ligados a criptomonedas, destinados a inversores profesionales	17
8	Comunicaciones publicitarias	18
9	Nuevo régimen legal de EAFN	21
10	Resolución sobre CFD y otros instrumentos apalancados	22
11	Revisión crítica de procedimientos de autorización de prestadores de servicios (ESI-SGIIC-SGEIC)	24
12	Guía técnica 1/2023 sobre refuerzo de la transparencia de IIC con objetivo concreto de rentabilidad y de IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener	25
13	Refuerzo de las actuaciones supervisoras en el ámbito de las entidades de capital riesgo y otros vehículos cerrados	26
14	Modificaciones normativas en materia de gestión de activos	27
15	Nuevo régimen de aportaciones al FOGAIN	29
16	Herramientas macroprudenciales en el ámbito de los fondos de inversión abiertos	30

Los efectos del endurecimiento de la política monetaria
sobre el coste de la financiación

RECUADRO 1

Como se ha mencionado en el texto de este capítulo, el mantenimiento de las tasas de inflación en niveles relativamente elevados durante buena parte de 2023 hizo que los principales bancos centrales continuaran con el endurecimiento de su política monetaria¹.

En este contexto, los incrementos de los tipos se trasladaron de forma progresiva a los pagos por la deuda que afrontan tanto los Estados como las empresas y las familias, destacando, en este último caso, el incremento del coste de las hipotecas a tipo de interés variable que tienen contratadas. En los mercados de deuda, tanto pública como corporativa, se acentuó la tendencia observada durante gran parte del ejercicio 2022 de aumento de la rentabilidad exigida a los activos de renta fija y, por tanto, de encarecimiento de los costes de financiación tanto de los Estados como de las empresas. El coste de la deuda presentó alzas en la mayor parte de los plazos de la curva, con un incremento más acentuado en los tramos a corto plazo, lo que motivó que los tipos se situasen en su nivel más elevado en la última década. El encarecimiento de la financiación fue más intenso para la deuda corporativa que para la pública y afectó algo más a las compañías con peor calificación crediticia, si bien estas últimas mostraron un comportamiento relativamente mejor que el resto durante 2023.

El cuadro R1.1 recoge la evolución de los rendimientos de la deuda pública y privada española en el mercado secundario a lo largo de 2023. En él se observa que la subida de los tipos de interés oficiales se trasladó gradualmente a la rentabilidad exigida tanto a la deuda emitida por el Estado como por las empresas, aunque su impacto fue desigual y afectó en mayor medida al rendimiento solicitado a estas últimas. Los datos muestran que en el periodo comprendido entre diciembre de 2021 y de 2023 la rentabilidad exigida a la deuda pública se incrementó en torno a 270-325 p.b., y hasta 360-400 p.b. en el caso de la deuda corporativa. Sin embargo, si se considera únicamente el ejercicio 2023 se observa como la rentabilidad requerida por los inversores a la deuda pública aumentó apenas entre 5 y 20 p.b. e incluso disminuyó en algunos plazos, anticipando el cambio de tono de la política monetaria, mientras que el rendimiento exigido a la deuda privada volvió a incrementarse en torno a 90-120 p.b.

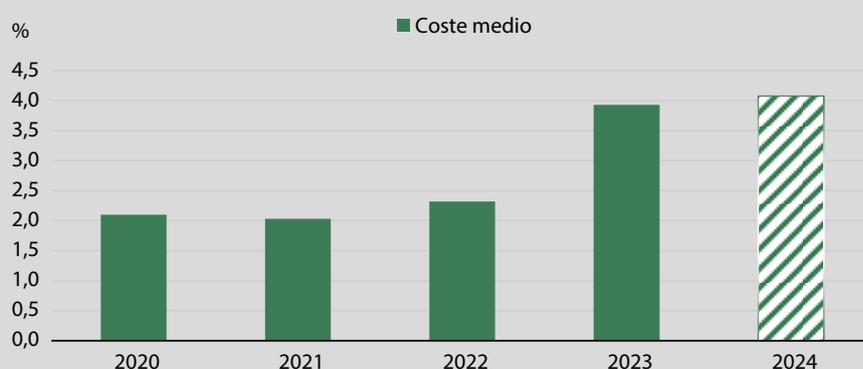
Evolución de la rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo¹ CUADRO R1.1

	dic.-20	dic.-21	dic.-22	mar.-23	jun.-23	sep.-23	dic.-23
Renta fija pública							
3 años	-0,53	-0,48	2,54	3,05	3,17	3,44	2,75
5 años	-0,42	-0,20	2,71	3,12	3,11	3,37	2,76
10 años	0,05	0,39	3,18	3,45	3,37	3,76	3,08
Renta fija privada							
3 años	-0,19	0,12	3,07	3,81	4,32	4,38	3,95
5 años	-0,13	0,13	2,93	3,73	4,17	4,27	4,16
10 años	0,41	0,56	3,11	4,43	4,51	4,74	4,16

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

Se puede analizar también la situación observando la evolución de los tipos de interés medio (es decir, los costes) del crédito bancario solicitado por las sociedades no financieras. Como refleja el gráfico R1.1, que recoge el tipo de interés medio del saldo de crédito a las sociedades no financieras, el coste medio de la deuda de las sociedades en España casi se ha duplicado en los dos últimos ejercicios, recogiendo el efecto de la subida de los tipos de interés, pero no ha sido hasta el propio año 2023 cuando este fuerte incremento en el coste de la financiación se ha puesto de manifiesto. Esta situación ha elevado notablemente los costes financieros de las sociedades y ha representado una mayor presión financiera para estas, lo que, de persistir en el tiempo y en el caso de un contexto de cierta ralentización económica, podría traducirse en posibles dificultades financieras para aquellas empresas con estructuras de balance más débiles y de sectores más vulnerables.

Evolución del tipo de interés medio del saldo de crédito bancario a sociedades no financieras¹ GRÁFICO R1.1



Fuente: Banco de España (2023). *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas* (2.º semestre). (1) Los datos se corresponden con medias anuales ponderadas de los tipos de interés mensuales. La proyección para 2024 es un promedio de la evolución esperada con renovación de las deudas y sin ellas.

Como se ha señalado, el encarecimiento de la financiación desde 2021 afectó en mayor medida a las compañías con peor calificación crediticia, si bien estas mostraron un comportamiento relativo mejor que las demás a lo largo de 2023. Así, los datos reflejan que en el caso de la zona euro el incremento de las primas de riesgo —y, por tanto, el aumento del coste de financiación— se situó entre diciembre de 2021 y de 2023 en torno a 10 p.b., 60 p.b. y 115-120 p.b. adicionales sobre el coste de la deuda pública para la deuda privada con calificación crediticia AAA, BBB y *high yield*, respectivamente. Sin embargo, en el ejercicio 2023 las primas de riesgo se mantuvieron sin apenas cambios para la deuda con clasificación AAA y disminuyeron en torno a 40 p.b. y 70 p.b. para las deudas con calificación BBB y *high yield*, respectivamente, lo que refleja una reducción de la prima exigida por los inversores en función del riesgo asumido (véase gráfico R1.2).

Mirando al futuro inmediato, la perspectiva de un cambio de tono en la política monetaria puede suponer que para 2024 los costes de financiación apenas presenten cambios significativos e, incluso, podrían mejorar ligeramente al final del ejercicio si se cumplen las expectativas del mercado sobre la evolución futura de los tipos.

Primas de riesgo de la deuda privada en la zona euro¹

GRÁFICO R1.2



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. (1) Diferenciales de crédito respecto a la deuda pública alemana a 10 años.

1 El BCE subió los tipos 50 p.b. en febrero y marzo, así como 25 p.b. en mayo, junio, agosto y septiembre. La Reserva Federal ha acumulado 11 subidas de tipos consecutivas desde marzo de 2022. El Banco de Inglaterra subió los tipos 50 p.b. en febrero y junio, así como 25 p.b. en marzo, mayo y agosto, acumulando 14 subidas consecutivas desde diciembre de 2021.

El tejido empresarial europeo —y, en mayor medida, el español— se caracteriza por estar compuesto en su mayoría por pequeñas y medianas empresas¹, lo que condiciona su acceso a la financiación a través de los mercados de capitales y las hace, en gran medida, dependientes del crédito bancario². En este contexto se desarrollaron en una primera etapa los mercados alternativos de renta variable, que posteriormente se ampliaron a los de deuda, con el objetivo de que las empresas pudiesen acceder a una base amplia de inversores para captar financiación y recursos para sus proyectos. El primer mercado específico de renta fija en Europa fue establecido por la bolsa de Oslo en 2005 con la creación del Oslo ABM y posteriormente la bolsa de Stuttgart y la italiana pusieron en marcha los suyos, BondM Market y Extramot Pro, respectivamente, como respuesta a la fuerte caída de la oferta de crédito en Europa tras el estallido de la crisis financiera. En España se creó el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) —actualmente denominado BME Growth— en 2008 y posteriormente, en 2013, el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF³). Este recuadro describe las principales características y la evolución de este último⁴.

El MARF comenzó su actividad en octubre de 2013 en plena crisis financiera y desde entonces ha experimentado un crecimiento sostenido, que lo ha llevado en estos 10 años a contabilizar más de 135 emisores y emisiones de deuda por un importe superior a 76.800 millones de euros, de los que 15.162 millones se emitieron en 2023. Este volumen representó cerca del 8 % de las emisiones totales de renta fija de los emisores españoles. Las emisiones se concentran principalmente en pagarés y, en menor medida, en bonos, pero incluyen todo tipo de activos de deuda, desde bonos de titulización a bonos de proyectos, bonos verdes e incluso valores participativos. Así, el mercado está dirigido a empresas de cualquier forma jurídica, origen⁵ y sector, aunque predominan las emisiones de compañías industriales, de los sectores de bienes y servicios de consumo y de las energías renovables. En cuanto a los inversores, el mercado está dirigido a inversores cualificados (nacionales e internacionales) que deseen diversificar sus carteras con valores de renta fija de empresas habitualmente no cotizadas, de una amplia gama de sectores empresariales y con buenas perspectivas de negocio.

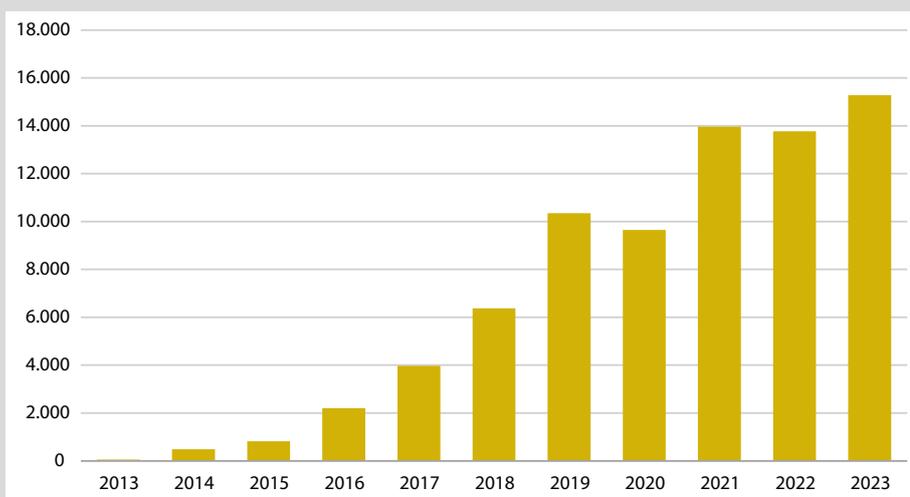
El mercado adopta la estructura de sistema multilateral de negociación (SMN) y cuenta con una regulación⁶ más flexible, así como con unos procedimientos más sencillos y unos costes más reducidos que los mercados regulados. Está dirigido y gestionado por BME y desde 2020 está incluido por el Banco Central Europeo (BCE) como SMN elegible para sus operaciones de política monetaria.

El mercado tuvo un arranque relativamente lento⁷ en plena crisis crediticia, con más de la mitad de sus emisiones orientadas a deuda a medio plazo. A partir de 2016 comenzó a mostrar mayor dinamismo, favorecido por la recuperación de la economía española y la necesidad de muchas compañías de contar con nuevas fuentes de financiación, así como por el interés creciente de los inversores por nuevas compañías y sectores en un contexto de intereses muy reducidos. La incorporación de numerosas emisiones de pagarés a partir de este momento, que desde entonces no han dejado de crecer, aceleró el crecimiento del mercado y solo 6 años después de su lanzamiento (2019) superaba el umbral de

los 10.000 millones de euros anuales en emisiones registradas. En 2020 retrocedió ligeramente por los efectos de la pandemia del COVID-19, pero continuó jugando un papel relevante canalizando fondos hacia el sector empresarial gracias a la intervención del Instituto de Crédito Oficial (ICO⁸) como avalista de numerosas emisiones del mercado. Con posterioridad siguió creciendo tanto en volumen como en emisores hasta superar en 2023 el umbral de los 15.000 millones de euros anuales, lo que lo ha consolidado en la actualidad como una fuente de financiación de referencia para numerosas sociedades (véase gráfico R2.1).

Volumen emitido en el MARF (2013-2023)

GRÁFICO R2.1

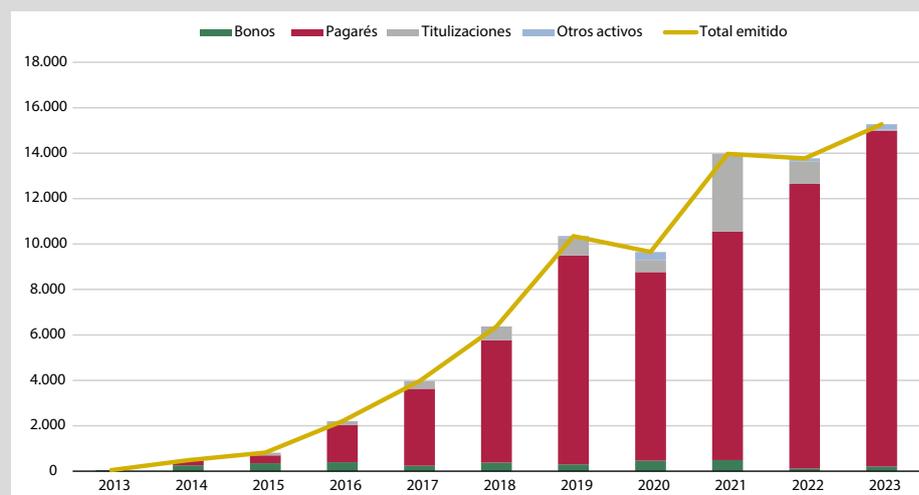


Fuente: CNMV. Datos anuales en millones de euros.

Como se ha señalado, el mercado admite distintos tipos de activos, pero los más habituales son los pagarés de empresa y, en menor medida, las diferentes titulizaciones. En sus primeros años el mayor importe emitido correspondió a bonos a medio y largo plazo —debido a las dificultades de muchos emisores para obtener financiación a dichos plazos—, pero pronto se consolidó como una fuente de financiación a corto plazo mediante la emisión de pagarés destinada a cubrir las necesidades de liquidez de las compañías y financiar su circulante. Así, las emisiones de pagarés representan más del 90 % del total emitido en los últimos ejercicios. Por otro lado, la emisión de titulizaciones ha ido creciendo hasta representar cerca del 10 % del total admitido en el mercado, debido a la necesidad de que estén cotizando en algún mercado regulado o SMN para ser admitidas como colateral en las operaciones de financiación del BCE. Asimismo, los bonos a medio y largo plazo han ido perdiendo peso hasta representar menos del 2 % del total emitido, si bien con un importe casi testimonial (menos del 1 % del total), el mercado ha registrado emisiones de cédulas hipotecarias e, incluso, de preferentes (véase gráfico R2.2).

Los más de 135 emisores presentes en el mercado incluyen compañías de distinto tamaño, tanto grandes sociedades como El Corte Inglés, Barceló o Sacyr, como empresas medianas como Pikolin o Grenergy Renovables e incluso más pequeñas, como La Sirena o Cecotec. Asimismo, existe una gran variedad en cuanto a los sectores de los emisores, en contraste con lo que se observa en los mercados tradicionales de deuda, en los que predominan las entidades financieras y grandes compañías de los sectores de la energía, los servicios públicos y la construcción.

Volumen de emisiones registradas en el MARF por tipo (2013-2023) GRÁFICO R2.2



Fuente: CNMV. Datos anuales en millones de euros.

A pesar de ser un mercado joven, el MARF ha experimentado un crecimiento continuo y sostenido desde sus comienzos y una década después puede considerarse que está plenamente consolidado como una alternativa de financiación para diferentes tipos de sociedades. La experiencia de estos años ha demostrado su capacidad como herramienta para la financiación de las empresas, especialmente de aquellas de tamaño mediano y grande, a la vez que ofrece un binomio entre rentabilidad y riesgo atractivo para muchos inversores. En el caso de las pymes, sus resultados se han limitado a las medianas empresas, siendo testimonial la presencia de compañías de menor tamaño. Sus principales ventajas radican en la facilidad, la agilidad y la simplificación del proceso de emisión, pero el mercado presenta retos asociados a los riesgos propios del tipo de activos que se negocian, como son el de crédito y el de liquidez, que son muy relevantes en los mercados alternativos.

Las perspectivas de desarrollo del MARF a medio y largo plazo son positivas, teniendo en cuenta el tamaño de la economía española y el elevado número de empresas de tamaño mediano que aún no están presentes en el mercado, si bien existen algunos elementos que pueden limitar su expansión. Entre ellos, los costes de emitir en el mercado, que siguen siendo percibidos como relativamente elevados, la competencia ejercida por otras fuentes de financiación alternativas distintas de la financiación bancaria tradicional (financiación privada o *private equity*) y la ausencia de un mercado secundario líquido.

- 1 En la Unión Europea, más del 99,5 % de las compañías son pymes, que emplean en torno al 66 % de la fuerza laboral y que generan casi el 57 % del PIB. En España, representan casi el 99,5 % de las empresas, producen más del 62 % del PIB y emplean a más de 6 de cada 10 trabajadores.
- 2 La financiación obtenida habitualmente presenta importes limitados, tiene vencimiento a corto y medio plazo e implica la aportación de garantías, que en muchos casos son personales.
- 3 Este mercado fue creado a iniciativa del Ministerio de Economía para facilitar la financiación a las pymes españolas, siguiendo la línea de mercados de este tipo existentes en otros países europeos, dentro del marco del Memorándum de Entendimiento (MoU) del programa de asistencia al sector financiero español, que estableció la necesidad de fomentar la intermediación financiera no bancaria.

RECUADROS

Informe anual CNMV
2023

- 4 Para un mayor detalle véase el artículo de Gonzáles Redondo, J. (2023). «Mercados alternativos de renta fija: el mercado español MARF». *Boletín de la CNMV*, semestre II, pp. 83-123. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/BT_II_2023_vf.pdf
- 5 La mayoría de los emisores son españoles, pero también han acudido al mercado a financiarse sociedades portuguesas e incluso de Alemania, Países Bajos y el Reino Unido.
- 6 El MARF está regulado por su Reglamento de Mercado de 30 de mayo de 2018 y por sus circulares e instrucciones operativas, que recogen las normas aplicables a los participantes del mercado, así como a las restantes entidades y personas interesadas.
- 7 La primera emisión de deuda en este mercado correspondió a la constructora Copasa, que colocó 50 millones de euros en bonos a 7 años en diciembre de 2013.
- 8 El ICO estableció un programa de avales destinados a los pagarés emitidos en el MARF por importe de hasta 4.000 millones de euros, ante la dificultad de muchas empresas para financiarse en los mercados por la pandemia.

En los EINF del ejercicio 2022 las entidades no financieras tuvieron que detallar, por primera vez, no solo la elegibilidad, sino también el alineamiento de sus actividades económicas con los objetivos de mitigación y adaptación al cambio climático.

Debido a su novedad y relevancia, la CNMV decidió realizar un seguimiento específico de los desgloses relacionados con la información sobre la taxonomía. Basándose en el trabajo realizado, la CNMV publicó en octubre de 2023 el *Informe sobre los desgloses relativos a la Taxonomía Europea*¹, en el que analiza tanto la presentación cuantitativa como cualitativa de la información publicada por los emisores en los EINF del ejercicio 2022.

Como resultado de la revisión realizada, se observó que este ámbito presenta margen de mejora, por lo que se recomendó a los emisores que, en sus futuros desgloses, considerasen, entre otros, los siguientes aspectos:

El uso de las plantillas establecidas en el Acto Delegado sobre Divulgación, es **obligatorio**, con independencia del nivel de elegibilidad y alineamiento de las actividades, debiendo cumplimentarse de conformidad con la normativa, sin realizar adaptaciones ni modificaciones.

A excepción de casos específicos y debidamente justificados de **no materialidad** relativos al indicador *opex*, el Reglamento de Taxonomía no contempla la posibilidad de omitir información sobre ningún otro indicador.

No obstante, cabe destacar que la Comunicación de la Comisión C/2023/305² publicada en octubre de 2023 señala que: «si debido a la falta de datos o pruebas, las entidades no pueden asegurar el cumplimiento de los criterios técnicos de selección de actividades elegibles que no sean relevantes para su actividad, considerarán estas actividades como no alineadas, sin realizar ninguna otra evaluación».

Se deben **ampliar los desgloses**, de forma que permitan una mejor comprensión de: i) la naturaleza de las actividades elegibles y alineadas desempeñadas por la entidad, ii) cómo se ha evaluado el cumplimiento de los criterios técnicos de selección, de no causar daño significativo y las salvaguardas mínimas, así como iii) los conceptos incluidos tanto en el numerador como en el denominador de los indicadores taxonómicos.

Es obligatorio evaluar e informar sobre la elegibilidad y el alineamiento de cada uno de los objetivos medioambientales, **evitando el doble cómputo** al calcular los indicadores.

En relación con las actividades que contribuyen al **objetivo de adaptación**, se debe tener en cuenta que, cuando una actividad económica se vuelve resiliente al cambio climático no debe considerarse el volumen de negocios generado por dicha actividad, a menos que se trate de una actividad facilitadora. Solo deben contabilizarse las inversiones realizadas en *capex* y *opex*, siempre que se haya llevado a cabo una evaluación de vulnerabilidades y riesgos climáticos, y se haya establecido un plan de gastos para aplicar soluciones de adaptación que reduzcan los riesgos climáticos físicos más significativos de la actividad.

En el caso de que un emisor decida proporcionar **divulgaciones voluntarias** adicionales, estas no deben formar parte de la información obligatoria, ni contradecirla, ni resultar más destacadas. Asimismo, es fundamental justificar las razones para incluir dichos desgloses adicionales.

En estos casos, es necesario proporcionar detalles sobre la base de estas divulgaciones, los métodos utilizados para su preparación y una explicación clara de cómo difieren de la declaración obligatoria.

En caso de que la **información** desglosada sobre elegibilidad o alineamiento **no** sea directamente **comparable** con la del ejercicio anterior o haya sido reexpresada, se debe informar acerca de esta circunstancia en el EINF, junto con una explicación que justifique los motivos.

La CNMV destaca que, durante estos primeros años de aplicación de la normativa, es comprensible que surjan dudas respecto a su implementación. Por ello, es especialmente relevante realizar un mayor esfuerzo de transparencia en los desgloses proporcionados, sobre todo en aquellas actividades sujetas a interpretación.

El siguiente cuadro resume las obligaciones de información de las entidades financieras y no financieras que deben facilitar información de conformidad con la taxonomía europea en los próximos ejercicios:

Obligaciones de información de las entidades

CUADRO R3.1

	Objetivos medioambientales	2023	2024	2025
Entidades no financieras	Clima (mitigación y adaptación)	Elegibilidad y alineamiento	Elegibilidad y alineamiento	Elegibilidad y alineamiento
	Ambientales + enmiendas a objetivos clima	Elegibilidad	Elegibilidad y alineamiento	Elegibilidad y alineamiento
Entidades financieras	Clima (mitigación y adaptación)	Elegibilidad y alineamiento	Elegibilidad y alineamiento	Elegibilidad y alineamiento
	Ambientales + nuevas actividades objetivos clima	Elegibilidad	Elegibilidad	Elegibilidad y alineamiento

1 <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/OtrosDoc.aspx>

2 https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=OJ:C_202300305

Introducción

En junio de 2017, la CNMV aprobó la Guía técnica sobre comisiones de auditoría, con el objetivo de ayudar al buen funcionamiento de estas comisiones en las entidades de interés público, haciendo especial énfasis en las sociedades cotizadas.

Han transcurrido más de seis años desde la aprobación de la Guía, con cambios muy relevantes en el contexto institucional, socioeconómico y regulatorio, y, en concreto, en materia de información sobre sostenibilidad en los informes anuales.

Estos cambios afectan a las funciones que tienen que desempeñar los órganos de gobierno de las sociedades, incluidos, en particular, los nuevos roles de las comisiones de auditoría, que tienen que ampliar y desarrollar sus mecanismos de supervisión y control para adaptarse a las exigencias adicionales de aprobación y transparencia de la información sobre sostenibilidad.

Así, entre otras funciones, la Directiva CSRD¹, relativa a la sostenibilidad, y su proyecto de ley de implementación en España encomiendan a las comisiones de auditoría la obligación de informar a la junta general de accionistas del resultado de la verificación de la información sobre sostenibilidad. También, se le pide que explique cómo ha contribuido la verificación a la integridad de esta información y cuál ha sido el papel de dicha comisión en ese proceso.

Asimismo, en 2019, IOSCO aprobó un documento de buenas prácticas sobre el rol de las comisiones de auditoría en promover una adecuada calidad de las auditorías de cuentas², que aporta algunas recomendaciones de utilidad que se ha considerado oportuno incorporar a la Guía.

Por otra parte, la Ley 5/2021 introdujo una regulación específica para las operaciones que las sociedades cotizadas lleven a cabo con partes vinculadas. En este proceso, las comisiones de auditoría desempeñan una función de enorme relevancia para que los accionistas y el resto de los inversores puedan evaluar y juzgar adecuadamente las condiciones de la operación, así como los riesgos que estas transacciones puedan representar.

En este sentido, conviene recordar que, con fecha 15 de noviembre de 2021, la CNMV publicó el documento *Preguntas y respuestas sobre el régimen de comunicación de operaciones vinculadas, reguladas en el Capítulo VII bis del Título XIV de la Ley de Sociedades de Capital*, en el que se aportan aclaraciones sobre la información relevante de determinadas operaciones vinculadas en función de su tipología y circunstancias.

Asimismo, esta Guía, en materia de formato y estilo, inaugura un nuevo estándar de guías técnicas de la CNMV, con la utilización de un lenguaje menos prescriptivo, el uso de tablas de definiciones y una identificación clara de cuáles son las prácticas que se recomiendan, con el fin de incrementar su utilidad para sus destinatarios.

Proceso de actualización

Transcurridos seis años desde la aprobación de la Guía, en el Plan de actividades de la CNMV para 2023 se incluyó el objetivo de iniciar los trámites para su actualización y la inclusión de criterios adicionales en relación con la información y los sistemas de control y gestión de riesgos sobre sostenibilidad.

Con este objetivo, el 18 de diciembre de 2023 se sometió a consulta pública la propuesta de revisión de la *Guía técnica 3/2017 sobre comisiones de auditoría de entidades de interés público*. El plazo para el envío de comentarios por parte de los interesados finaliza el 18 de marzo de 2024.

Las novedades más destacadas que se han incluido en la propuesta de actualización son:

Cambio de terminología

Se adapta la terminología a la Directiva CSRD y se emplea la expresión *información sobre sostenibilidad* para referirse a la información medioambiental, social y de gobernanza (ASG) y se deja *información no financiera* como un término más general. Este incluiría la información de gestión, sobre gobierno corporativo, remuneraciones de los consejeros o sobre los sistemas de control y gestión de riesgos, y abarcaría también, en un sentido amplio, la información sobre sostenibilidad. Igualmente se ha sustituido la referencia a la responsabilidad social corporativa por el término más amplio y preciso de *sostenibilidad*.

En el mismo sentido, se utiliza el término *riesgos no financieros* en un sentido amplio, que incluiría expresamente los riesgos relacionados con la sostenibilidad y otros riesgos adicionales, como, por ejemplo, los legales, reputacionales, fiscales, los derivados de la competencia o la preferencia de los consumidores, o los de ciberseguridad.

Clarificar los roles de la comisión de auditoría y de una posible comisión de sostenibilidad

Se clarifican los roles de la comisión de auditoría y de las posibles comisiones de sostenibilidad, y se destaca la relevancia de una adecuada coordinación entre ellas, de manera similar a cómo se trata esta faceta con la comisión de riesgos en la propia Guía y en el Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

Prestador independiente de servicios de verificación

Se extienden las prácticas que recomienda la Guía en relación con el auditor de cuentas, con las precisiones y adaptaciones necesarias, al verificador de la información sobre sostenibilidad.

Conocimientos

La Guía técnica considera deseable que los miembros de la comisión de auditoría reúnan, en su conjunto, los conocimientos necesarios sobre aspectos contables, de auditoría, financieros, de control interno y gestión de riesgos, y del negocio. Como novedad, se considera aconsejable, también, que tengan conocimientos relacionados con la sostenibilidad.

Formación

Se incluyen los temas relacionados con la sostenibilidad entre aquellos que se recomienda que formen parte del plan de formación periódica de los miembros de la comisión de auditoría.

- 1 Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2022, relativa a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas (CSRD, por sus siglas en inglés).
- 2 IOSCO (2019). *IOSCO Report on Good Practices for Audit Committees in Supporting Audit Quality*, enero.

Finalización del mandato del grupo de trabajo sobre índices de referencia libres de riesgo en la zona euro

RECUADRO 5

La reforma de los índices de referencia comenzó en 2013 con las recomendaciones del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) sobre los índices de referencia de los tipos de interés. En 2018 se estableció el Grupo de trabajo sobre índices de referencia libres de riesgo para la zona euro, compuesto por el Banco Central Europeo (BCE), la Financial Services and Markets Authority (FSMA), la Comisión Europea, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y representantes del sector privado. Inicialmente, el BCE auspició el secretariado del grupo, que desde mayo de 2021 fue asumido por ESMA.

En mayo de 2021, el grupo recomendó adoptar el Euro Short Term Rate (€STR) como índice libre de riesgo en la zona euro, reemplazando al Eonia y sirviendo como base para tasas de respaldo en contratos referenciados al Euribor. Su mandato se amplió para fomentar el uso del €STR, evaluar índices sustitutivos del Euribor y abordar los desafíos asociados con la discontinuación del LIBOR.

El grupo recomendó una estructura de contingencia basada en índices prospectivos y retrospectivos. Se convocó a los administradores de los índices para proponer índices prospectivos, lo que dio lugar a la publicación del Euro Forward Looking Term Rate (EFTERM) por parte de EMMI desde junio de 2022, y del Refinitiv Term €STR por parte de Refinitiv desde septiembre de 2022. Estos índices permiten reducir la dependencia de los índices tradicionales en contratos financieros.

En su reunión del 13 de noviembre de 2023, el grupo concluyó su mandato y cesó su actividad en su forma actual. Sin embargo, ESMA seguirá monitorizando los desarrollos en los índices de referencia de la Unión Europea y convocará al grupo si es necesario en el futuro.

La Comisión Europea presentó en octubre de 2023 una Propuesta de modificación del Reglamento (UE) 2016/1011 sobre índices de referencia¹, con el objetivo simplificar el marco actual y de fomentar el interés de los administradores de índices de terceros países en ofrecer índices en la Unión Europea. La modificación se centra en reducir el ámbito de aplicación del reglamento a los índices de referencia con mayor importancia sistémica y en mejorar la transparencia y la carga normativa para los administradores y usuarios de índices de referencia.

La propuesta diferencia entre índices de referencia significativos por mandato legal y por designación, estableciendo un umbral de 50.000 millones de euros para los primeros. Se busca simplificar los procesos de autorización e inscripción registral para los administradores que solo gestionan índices no significativos, lo que reduciría la carga tanto para ellos como para los supervisores.

Para los administradores de terceros países, la propuesta busca mantener el acceso y la oferta de índices de referencia no significativos mediante la reducción de los requisitos. Se propone también mejorar la transparencia y reducir las cargas para los usuarios de índices de referencia, eliminando restricciones de uso de índices de terceros países y racionalizando los requisitos de cumplimiento.

El Consejo Europeo adoptó su **enfoque sobre la propuesta**² en diciembre de 2023, con diferencias respecto a la inclusión de índices de referencia de materias primas, la utilización de índices con criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) y la transición de administradores a la nueva normativa. Mientras tanto, el Parlamento Europeo está **trabajando en sus propuestas**³, que podrían incluir la revisión del umbral para determinar la significancia de un índice, la supresión de criterios cualitativos, la inclusión de índices de tipo de cambio y el aumento de las competencias de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA).

En resumen, la propuesta de modificación del Reglamento sobre índices de referencia busca mejorar la proporcionalidad y la transparencia, y reducir las cargas normativas para administradores y usuarios de índices de referencia en la Unión Europea. Tanto el Consejo como el Parlamento Europeo están involucrados en el proceso de revisión y modificación de la propuesta.

1 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52023PC0660>

2 <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2023/12/20/benchmarks-council-agrees-its-negotiating-mandate/>

3 [https://oeil.secure.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2023/0379\(COD\)&l=en](https://oeil.secure.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2023/0379(COD)&l=en)

Autorización a BME Clearing para compensar futuros y productos cotizados ligados a criptomonedas, destinados a inversores profesionales RECUADRO 7

RECUADROS
Informe anual CNMV
2023

En el año 2023, la CNMV ha autorizado a BME Clearing a ampliar sus servicios de compensación para incluir futuros sobre índices ligados a la evolución de criptomonedas, en concreto de *bitcoin* y de Ethereum, y productos cotizados (ETP) ligados también a este nuevo tipo de subyacente. Los futuros, según las previsiones del grupo BME, serían negociados en centros de negociación multilateral (MTF), liquidados en dólares estadounidenses y compensados en un nuevo segmento (derivados sobre activos digitales), y en cuanto a los ETP, estos cotizarían en la bolsa española, en euros, y serían compensados dentro del segmento de renta variable.

Esta autorización ha sido concedida después de más de un año y medio de análisis con especial interés en que el modelo de gestión de riesgos fuera lo suficientemente prudente, dada la especial y novedosa casuística de los productos. El análisis y las conclusiones de la CNMV fueron compartidos y consensuados con las autoridades europeas que conforman el Colegio de Supervisores de BME Clearing, con el CCP Supervisory Committee de ESMA y con el Consejo de Supervisores de ESMA.

De este modo, la iniciativa de BME Clearing entraría a formar parte de la oferta preexistente de varias ECC, de Europa y de Estados Unidos, relacionada con este tipo de productos, pero sería la primera que, por preferencia de la CNMV, ha pasado por el riguroso circuito formal de autorizaciones que contempla el Reglamento EMIR para la ampliación de servicios de compensación, que conlleva la opinión colegiada de las autoridades europeas y estrictos procedimientos de evaluación y validación.

Los productos estarán dirigidos a inversores institucionales que demuestren mecanismos de gestión de riesgos adecuados y proporcionales a los riesgos de estos productos. En línea con esto, la CNMV emitió una nota de prensa el 7 de septiembre de 2023 recordando que continúa considerando que los criptoactivos son productos no recomendados para minoristas debido a la alta volatilidad e incertidumbre asociada a ellos, entre otros riesgos, de acuerdo con los detalles transmitidos en distintos comunicados y manifestaciones públicas.

Comunicaciones publicitarias

RECUADRO 8

Durante 2023 la CNMV llevó a cabo una revisión sobre el cumplimiento por parte de las entidades de las obligaciones que deben atender al realizar comunicaciones publicitarias en el marco de dos actuaciones organizadas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA). En primer lugar, una actuación de supervisión conjunta (CSA, por sus siglas en inglés) para analizar las políticas y procedimientos de las entidades y una muestra de comunicaciones publicitarias concretas remitidas por las entidades u obtenidas directamente de sus páginas web y otros canales *on line*, para la que se seleccionaron 11 entidades incluyendo tanto entidades de crédito como empresas de servicios de inversión. En segundo lugar, un *mystery shopping on line* que realizó personal interno de la CNMV, en el que se revisaron comunicaciones comerciales concretas accesibles *on line* en distintos canales u obtenidas a partir de perfiles ficticios. En este segundo ejercicio se incluyeron las mismas entidades que en la CSA y cuatro adicionales (dos sucursales comunitarias y dos entidades en régimen de libre prestación). Se revisaron en total más de 90 piezas publicitarias¹.

Las principales conclusiones de estas actuaciones son las siguientes:

- No se han identificado incidencias relevantes en las políticas y procedimientos definidos por las entidades, aunque en algún caso se ha solicitado reforzar determinados aspectos, tales como los controles internos (*ex ante* o *ex post*) y la implicación de la función de cumplimiento normativo, asegurando su participación y su capacidad de influencia en piezas novedosas o de especial relevancia antes de su publicación.
- Algunas entidades mantienen acuerdos con terceros (como *finfluencers* o plataformas de información financiera) para promocionar los productos o servicios de la entidad que también han sido objeto de revisión, observándose en algún caso debilidades en los controles de la actividad de estos terceros y de la publicidad difundida por ellos.
- Respecto al contenido de las comunicaciones revisadas se observa, en términos generales, un tono y un lenguaje adecuados, pero se han detectado ciertas piezas poco equilibradas y diversas incidencias por no cumplir alguno de los requisitos señalados en la norma, entre las que destacan las siguientes:
 - Situaciones de publicidad no identificada como tal (en webs de terceros en las que la naturaleza publicitaria no era evidente).
 - Casos de expresiones no adecuadas o información insuficiente sobre los riesgos que daba lugar a un mensaje poco equilibrado. Se ha considerado que las advertencias sobre los riesgos no eran suficientemente visibles cuando requería desplegar algún elemento o se situaban al final de la página en un tamaño de letra inferior o poco legible. Se ha solicitado también añadir advertencias sobre los riesgos en algunos formatos como vídeos y *posts* o en ciertas secciones en las que no se estaba haciendo. En términos generales, se ha recordado a las entidades que deben asegurarse de que todo mensaje publicitario debe ser suficientemente equilibrado y ofrecer de manera visible una indicación de los riesgos pertinentes de forma coherente con los mencionados en la información legal cuando haga referencia a los beneficios potenciales.

- Comparaciones y expresiones de liderazgo no acreditadas o sin indicar la fuente ni base de la comparación. Se ha recordado a las entidades que la inclusión en el mensaje publicitario de adjetivos superlativos o diminutivos, o de expresiones que indiquen preferencia, ventaja o liderazgo del anunciante o del producto o servicio, deberá basarse en factores o datos objetivos y verificables que permitan acreditarlo.
- Información parcial de los costes que puede confundir al inversor. Se ha apreciado esta incidencia cuando se mencionan solo ciertos costes, como la comisión de gestión en fondos de inversión, sin indicar que existen otros que también asumirá el cliente y dónde encontrarlos. También en comunicaciones sobre el servicio de gestión discrecional de carteras cuando se menciona únicamente la comisión del servicio, sin advertir de que el cliente debe asumir además los costes de los productos en los que se invierte.
- Información no actualizada o incoherente con los documentos legales. En algún caso las entidades estaban usando datos y facilitando enlaces a documentos de datos fundamentales para el inversor (DFI) no actualizados o se han encontrado diferencias en los datos sobre los costes incluidos en las comunicaciones publicitarias respecto a la documentación legal vigente.
- Información sobre rentabilidades históricas. Algunas entidades facilitan datos acumulados sin acompañarlos de variaciones anuales, como requiere la norma. También se han observado situaciones en las que la rentabilidad histórica se presenta como un elemento muy destacado de la comunicación sin advertir (o haciéndolo de forma poco visible) de que esta información no es un indicador fiable de resultados futuros.

En comunicaciones relativas al servicio de gestión de carteras, se han encontrado casos que muestran al cliente datos históricos simulados para periodos previos al lanzamiento del servicio, lo que no es adecuado. Además, en algunas ocasiones no se revela el efecto de los costes.

- Información sobre resultados futuros. La incidencia más relevante encontrada en este ámbito es no mostrar diferentes escenarios, positivos y negativos, o no incluir las advertencias necesarias sobre que las previsiones mostradas no representan un indicador fiable de resultados futuros. También en algunos casos se mostraban datos brutos sin revelar el impacto de los costes.

Por otra parte, en la gestión discrecional de carteras se ha observado que es frecuente el uso de simuladores de rentabilidad en forma de gráficos que, aunque incluyen varios escenarios, sugieren una expectativa de crecimiento continuo, con poca visibilidad de la posibilidad de pérdidas y sin que se explique suficientemente la metodología utilizada. El diseño, incluidas las variables que se muestran, los colores y la escala utilizada, contribuyen en ocasiones a sugerir una expectativa que podría confundir al inversor.

- En estas actuaciones se incluyó también como objetivo recabar información sobre referencias a la sostenibilidad en la publicidad y una primera aproximación al fenómeno del *greenwashing* para observar las prácticas actuales y hacer una valoración de elementos preocupantes. En relación con esto, los factores que generan mayor inquietud son los mensajes que sugieren un mejor comportamiento de la inversión sostenible que otro tipo de inversión sin justificación suficiente y otros que sugieren un impacto muy relevante de la inversión en la sostenibilidad general sin contar con el soporte necesario. También se observa frecuentemente vaguedad en las explicaciones y falta de datos concretos en las primeras capas de las comunicaciones comerciales.

Por último, y fuera del marco del trabajo previsto en ESMA, hay que señalar que se ha prestado especial atención a la publicidad sobre contratos por diferencias (CFD) tras la entrada en vigor de la Resolución de la CNMV de julio 2023 sobre CFD y otros productos apalancados, que prohíbe las comunicaciones de carácter publicitario dirigidas a clientes minoristas o al público en general, incluida la oferta de formación gratuita sobre estos productos. En relación con esta cuestión, se han observado algunos casos puntuales en que se ofrecían cursos de formación gratuitos o se incluían elementos publicitarios que se han tenido que retirar.

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

La Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (LMVSI) creó una nueva figura con la denominación de *empresa de asesoramiento financiero nacional* (EAFN) que, con limitaciones en su operativa, permite que estas entidades mantengan el régimen prudencial vigente con anterioridad a la entrada en vigor del Reglamento (UE) 2033/2019 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativo a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión.

Esta nueva figura, al estar únicamente sujeta a un régimen nacional y no a las disposiciones de la Directiva 2014/65/UE, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II), no dispone del beneficio de pasaporte que, sobre la base de la autorización otorgada en España, permite actuar en todo el territorio del Espacio Económico Europeo. Además, tan solo podrá prestar el servicio de inversión previsto en el artículo 125.1.g) (asesoramiento en materia de inversión) y los servicios auxiliares contemplado por el artículo 126.c) (asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas) y por el artículo 126.e) (elaboración de informes de inversión y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativas a las operaciones sobre instrumentos financieros) de la LMVSI, en relación con los instrumentos financieros contemplados en los artículos 2.1.a) y 2.1.c) del citado texto legal (valores negociables y acciones y participaciones en instituciones de inversión colectiva).

La LMVSI, además, establece un régimen distinto para las EAFN que sean personas físicas y para las que sean personas jurídicas. En este sentido, las EAFN personas físicas no podrán disponer de agentes en el desarrollo de su actividad ni podrán prestar actividades accesorias.

Una vez transcurrido el plazo de nueve meses establecido por la LMVSI¹, la CNMV dio de baja de oficio del registro de EAF a las empresas de asesoramiento financiero nacionales personas físicas, para su posterior inclusión en el registro de EAFN; por su parte, las EAF personas jurídicas pueden o bien mantenerse en el actual registro de EAF, cumpliendo los requisitos prudenciales previstos por la normativa europea, o bien adherirse al registro de EAFN.

Por último, la LMVSI obliga tanto a las EAF como a las EAFN a su adhesión al Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN).

1 Disposición transitoria quinta de la LMVSI (Régimen transitorio de las empresas de asesoramiento financiero nacionales en relación con el registro de EAFN).-

Las distintas medidas restrictivas establecidas desde 2018 y que continúan vigentes, relativas a contratos financieros por diferencias (CFD), no han logrado reducir lo suficiente o eliminar en España las prácticas comerciales inadecuadas identificadas por la CNMV ni una actividad publicitaria muy agresiva sobre estos productos, difundida de manera masiva y destinada al público en general a través de Internet y redes sociales. En 2022, según la información disponible de entidades que reportan a la CNMV por tener establecimiento en España, los CFD continuaban siendo el principal producto derivado comercializado a clientes minoristas, pese a tratarse de un producto no adecuado, con carácter general, para este tipo de inversores. Por otra parte, la información de las páginas web de entidades que operan con este producto en nuestro país (con o sin establecimiento físico) mostraban un elevado porcentaje de clientes minoristas, superior al 70 % en la gran mayoría de los casos, que seguía sufriendo pérdidas.

- Países como Bélgica y Francia ya habían establecido regímenes más restrictivos que los contemplados en las medidas de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) de 2018 y de la CNMV de 2019, mediante medidas aplicables a otros instrumentos similares en cuanto a riesgo, además de a los CFD, y poniendo el foco en su distribución a distancia y publicidad, mientras que Alemania y Países Bajos han adoptado medidas restrictivas aplicables a otros productos derivados.
- Teniendo en cuenta todo ello, sin perjuicio de otras medidas coordinadas que pudieran establecerse a nivel europeo, la CNMV decidió reforzar la protección del inversor frente a determinadas prácticas comerciales y publicitarias en la oferta de CFD y, asimismo, introducir nuevos requisitos en términos de garantías frente a prácticas de apalancamiento excesivo de otros instrumentos, como futuros y determinadas opciones.
- Transcurrido un periodo de consulta pública y de contraste con las autoridades europeas, y cumplido el requisito de comunicación a ESMA y al resto de autoridades competentes para su conocimiento, la CNMV aprobó la Resolución de 11 de julio de 2023, sobre medidas de intervención de producto relativas a CFD y otros productos apalancados (publicada en el *BOE* el 14 de julio y con entrada en vigor a los 20 días de su publicación).
- Las medidas establecidas cumplen los requisitos previstos en el artículo 42 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 para su adopción, incluida la evaluación de los criterios y factores previstos en el artículo 21 del Reglamento Delegado (UE) n.º 567/2017, en particular la existencia de una preocupación significativa por la protección del inversor, la no existencia en la legislación de otras respuestas alternativas que sean suficientes para atajar el problema, la proporcionalidad de la medida y su efecto no discriminatorio.

- La resolución se compone de dos partes, la primera sobre CFD y la segunda sobre otros instrumentos apalancados, además de un apartado final referido a la fecha de aplicación. En ambos casos el ámbito de aplicación se refiere, en general, a los servicios que prestan en España las entidades, tanto si están establecidas como si la actividad se desarrolla desde el exterior. No obstante, en el supuesto de que el servicio se refiera a productos cuyo subyacente sea un criptoactivo que no tenga la consideración de instrumento financiero sometido a la normativa MiFID, la resolución también alcanza a la actividad de las entidades nacionales que operan en otros Estados de la Unión Europea.
- La parte primera establece una prohibición de las comunicaciones de carácter publicitario sobre CFD dirigidas a clientes minoristas o al público en general, cualquiera que sea su forma de transmisión, aunque queda excluida la información no publicitaria facilitada a los clientes a su propia iniciativa, así como la información contractual y precontractual legal precisa para informar de las características y riesgos del producto y del servicio.
- Se establece asimismo la prohibición de patrocinios de eventos y organizaciones y de la publicidad de marca, incluida la utilización de personas de relevancia pública por parte de las entidades que comercializan CFD, salvo cuando se demuestre que estos patrocinios o publicidad de marca no tienen por objeto ofrecer dichos productos o servicios, en particular en aquellos casos en que esta actividad sea muy reducida en comparación con la actividad general de la entidad. Según lo previsto en la disposición final de la resolución, los contratos de patrocinio existentes antes de la publicación de la resolución pueden mantenerse y aplicarse, aunque no más allá de 12 meses desde esa misma fecha. Se prohíben igualmente determinadas políticas de remuneración a la red comercial, como la de vincular su retribución al número de clientes captados, a los ingresos que estos generen a la entidad o a las pérdidas que obtengan, además de otras técnicas de venta como el uso de *call centers*, *webinars* o cuentas demo que fomenten la distribución de estos productos entre inversores minoristas cuando se facilitan de forma gratuita o a un precio simbólico. La formación a clientes está permitida si los clientes cuentan con conocimientos y experiencia acreditados.
- La parte segunda impone limitaciones a los apalancamientos y al cierre de posiciones para otros productos apalancados, como son los futuros y opciones cuyo riesgo máximo o pérdida posible sea mayor que la aportación inicial. En concreto, establece una garantía inicial mínima entendida como el importe menor entre la cuantía que exige la resolución de la CNMV sobre CFD adoptada el 27 de junio de 2019 y la requerida por el centro de negociación. Por otra parte, impone el deber de proceder a la liquidación de los instrumentos necesarios cuando el valor de la posición del cliente se reduzca a la mitad de la garantía aportada, limitándose así la generación de pérdidas, lo que no debe producirse antes de que se alcance este umbral para evitar que las pérdidas se materialicen con excesiva rapidez.

El Plan de Actividades de 2023 incluyó como objetivo en el ámbito de la supervisión de los intermediarios financieros, dentro del área «Impulso de la competitividad», la revisión de «los procedimientos de autorización de SGIIC, SGEIC y ESI para agilizar los trámites con el objetivo de identificar posibles mejoras en la práctica o criterios seguidos por la CNMV o, en su caso, hacer propuestas normativas que permitan una reducción de los plazos de tramitación de las autorizaciones de estas entidades, así como de los expedientes de no oposición en sus cambios accionariales. Para ello se analizará la práctica de otros supervisores en este ámbito, así como la posibilidad de simplificar los procedimientos actuales, de aplicar en mayor medida el principio de proporcionalidad o de realizar una revisión basada en el riesgo».

En cumplimiento de este objetivo, la CNMV ha llevado a cabo diversas iniciativas, entre las que destaca la obtención de información sobre los plazos y características de los procedimientos de autorización de otras autoridades nacionales competentes (ANC) de la Unión Europea, así como de otras fuentes que puedan servir de comparativa.

Hay que reseñar que, a pesar de los esfuerzos realizados para la obtención de esta información, hay pocas fuentes disponibles (de hecho, la CNMV está entre las ANC que da más transparencia a la información sobre los plazos) y, en general, la información no es homogénea, lo que dificulta la elaboración de una comparativa. Así, es difícil determinar cómo cada ANC computa los plazos, el número de personas dedicadas a los procesos de autorización de entidades o el nivel de revisión que se realiza sobre la documentación aportada en los procesos de autorización.

Dicho lo cual, y con la información disponible, los plazos de tramitación de los expedientes de autorización de entidades (8,39 meses en 2023) no son comparativamente peores que los de nuestros homólogos europeos; por el contrario, y con la cautela derivada de la escasa información obtenida, se puede concluir que la CNMV se sitúa entre las ANC con unos plazos más reducidos. Esto resulta especialmente destacable, considerando la elevada actividad de la CNMV en el ámbito de la autorización y registro de entidades.

En todo caso, en el ámbito de la mencionada iniciativa, se han adoptado diversas medidas tendentes a agilizar, en la medida de lo posible, la tramitación de estos expedientes. Entre otras, se mantendrán reuniones periódicas con partes interesadas (despachos y consultoras que impulsan habitualmente estos expedientes) para recibir sus sugerencias de mejora y trasladar desde la CNMV las debilidades reiteradas que pueda observar.

En abril de 2023, la CNMV aprobó la *Guía técnica 1/2023 sobre refuerzo de la transparencia de IIC con objetivo concreto de rentabilidad y de IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener*, iniciativa incluida en el Plan de actividades de 2023.

La guía actualiza los criterios incluidos en la *Guía técnica 1/2017 sobre refuerzo de la transparencia de fondos de inversión con objetivo concreto de rentabilidad a largo plazo* (GT 1/2017), que era aplicable solo a los fondos con objetivo concreto de rentabilidad con un plazo superior a 3 años.

La nueva guía técnica sustituye a la GT 1/2017 para hacer extensivas las advertencias en ella contenidas a las instituciones de inversión colectiva (IIC) de renta fija con estrategia de comprar y mantener, y para complementar o modificar algunos contenidos de la GT 1/2017 sobre la base de la experiencia de registro y supervisión, con el objetivo de reforzar la protección del inversor y su consentimiento informado.

A este fin, la nueva guía técnica:

- Establece criterios respecto a la información facilitada al inversor sobre la rentabilidad estimada (en términos de TAE) que razonablemente puede esperar al vencimiento del horizonte temporal de la estrategia, en las IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener
- Refuerza la advertencia relativa al coste de liquidez incluida en la GT 1/2017, que pasará a ser exigible a fondos que proporcionen al inversor menos de 12 ventanas de liquidez al año (posibilidad de reembolsar sin comisiones) en lugar de las 4 ventanas anuales a las que alude la GT 1/2017. Asimismo, hace extensiva la advertencia por riesgo de pérdidas en caso de que aumenten los tipos de interés a todas las IIC con objetivo concreto de rentabilidad, y no solo a aquellas con plazo superior a 3 años, como ocurría hasta la fecha, así como a las IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener.
- Establece criterios relativos a las advertencias que se realizarán a los inversores sobre el riesgo derivado de no valorar parte de las operaciones de las IIC con objetivo concreto de rentabilidad durante el plazo de comercialización, así como sobre los efectos de la inflación en la rentabilidad nominal de las inversiones de estas IIC y de las de renta fija con estrategia de comprar y mantener.

Cabe destacar que, por primera vez dentro de su procedimiento de elaboración de circulares y guías técnicas, la CNMV ha encargado un estudio de mercado entre inversores minoristas (*consumer testing*). El objetivo ha sido calibrar la comprensión por parte de los inversores del texto con las advertencias e identificar ajustes en su redacción para facilitar dicha comprensión. Esto ha permitido introducir varias modificaciones en la redacción final de las advertencias para hacerlas más comprensibles al inversor final.

**Refuerzo de las actuaciones supervisoras en el ámbito
de las entidades de capital riesgo y otros vehículos cerrados**

RECUADRO 13

A raíz de la creciente presencia de inversores minoristas en las entidades de capital riesgo (ECR) y otros vehículos cerrados, se han reforzado las actuaciones supervisoras en el ámbito de la **comercialización** por las gestoras y, especialmente, para detectar operaciones de activos o movimientos de inversores que podrían generar situaciones de **conflictos de intereses**, entre las que cabría destacar las siguientes:

- **Transmisión de activos previamente adquiridos:** se han identificado situaciones en las que se transmiten al vehículo, en el momento de su inscripción, activos previamente adquiridos por las gestoras (o por personas o entidades vinculadas a ellas) con anterioridad a la entrada de inversores y, por tanto, sin la aprobación de los comités de supervisión (u otros comités en los que participen los inversores más relevantes). Además, la comercialización de estas ECR se ha realizado sin poner en conocimiento de los potenciales inversores, con carácter previo a la suscripción, la intención de adquirir estos activos ni proporcionarles información detallada sobre ellos.
- **Trasposos de cartera entre ECR:** también se han encontrado operaciones de compraventa de activos entre vehículos gestionados por una misma entidad, que presentan una elevada dificultad para acreditar el interés exclusivo para ambas partes y que la operación se realiza en condiciones de mercado (al no haber un mercado representativo para estas inversiones ilíquidas).
- **Inversiones previas al cierre definitivo de la captación de inversores:** se han detectado situaciones en las que, debido a los elevados plazos de comercialización, las gestoras van realizando inversiones antes del cierre definitivo de los vehículos, lo que implica que los inversores que entran con posterioridad participan, junto con los primeros, en dichas inversiones y sus potenciales resultados. La entrada de nuevos inversores una vez iniciado el periodo de inversión plantearía conflictos de intereses entre inversores antiguos y nuevos, por la dificultad de conocer el valor real de los activos.

Cabría destacar el caso de vehículos coinversores (que siguen la misma política de inversión y coinvierten de forma paralela y a prorrata en función de los respectivos compromisos asumidos), en los que su comercialización no se realiza simultáneamente, creándose incluso vehículos posteriores, en los que las inversiones previas del grupo coinversor son traspasadas a los precios de coste o de inversión.

Se ha trasladado a las entidades que estas situaciones deben evitarse y que, en el caso de tener lugar: i) deberán ser excepcionales y estar sometidas a procedimientos reforzados de prevención de conflictos de intereses (que acrediten el interés exclusivo para todos los vehículos implicados y que el precio de las transacciones se corresponde con el que pactarían unas partes interesadas y debidamente informadas en condiciones de independencia mutua); ii) adicionalmente, deberá existir una adecuada transparencia de estas a los inversores, y iii) habrán de ser aprobadas, en su caso, por los comités de supervisión u otros equivalentes en los que estos se encuentren representados.

A lo largo del año 2023 se han realizado importantes modificaciones normativas tanto en la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (LIIC) y en su Reglamento de desarrollo (RIIC) como en la Ley de capital riesgo (LCR). Asimismo, a nivel internacional, se ha aprobado la modificación del Reglamento sobre fondos a largo plazo o FILPE (Reglamento ELTIF), la modificación de la Directiva sobre gestores de fondos alternativos (AIFMD) y de la Directiva UCITS, que se encuentra en una fase muy avanzada y cuya aprobación definitiva se espera en 2024. A continuación se exponen las principales novedades derivadas de las modificaciones señaladas.

LIIC/LCR: la Ley 6/2023 de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, introdujo una serie de cambios en la LIIC, siendo uno de los más destacables la modificación realizada para garantizar la separación del efectivo propiedad de los fondos en caso de concurso del depositario, al establecer la aplicación preferente de la normativa sectorial en estos casos. Asimismo, se ha instaurado la comunicación telemática a partícipes por defecto, se ha suprimido la obligatoriedad de remitir a la CNMV el Reglamento interno de conducta (RIC) en la autorización de las gestoras y se ha previsto que, en caso de sustitución de una gestora o depositario por causa de concurso, revocación o suspensión, las sociedades de inversión afectadas convoquen a las juntas generales de accionistas en un plazo determinado con el fin de ratificar a la sociedad gestora/depositario/sustitutos o para designar a una nueva entidad.

Adicionalmente, en la modificación normativa señalada se recoge la posibilidad de que las participaciones de los fondos puedan representarse mediante sistemas basados en tecnología de libros de cuentas distribuidos (DLT) y, además, se permite que en el informe semestral a inversores la información de los activos se ofrezca de modo agregado o por categorías hasta un máximo del 30 % de los activos, sin exigirse el desglose de estos.

En relación con la LCR, se exime del cumplimiento del capítulo II (condiciones de ejercicio de la actividad) del título II a las ECR-pymes, aun cuando comercialicen a inversores minoristas, asimilándose por tanto su régimen a los EUVECA o fondos de capital riesgo europeos; además las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC) deben habilitar un canal independiente y autónomo a nivel interno para que los empleados puedan notificar las infracciones cometidas (*whistleblowing*).

RIIC: por lo que se refiere a las modificaciones del RIIC, uno de los cambios más relevantes se refiere a la obligación de integrar el riesgo de sostenibilidad para todas las gestoras (derivado de la trasposición del nivel II de UCITS y AIFMD). Especialmente importante es también la modificación del régimen de comercialización de las IIC de inversión libre (IICIL) para facilitar el acceso a los inversores minoristas (en línea con el régimen ya existente para las ECR), permitiéndose que estos accedan a todo tipo de IICIL con una inversión mínima de 10.000 euros, siempre que la inversión se realice mediando el servicio de asesoramiento financiero y que, en caso de que el patrimonio financiero del inversor no supere los 500.000 euros, la inversión no represente a su vez más del 10 % de dicho patrimonio. Por otro lado, se ha alineado la comisión de gestión sobre resultados con las directrices de la Autoridad Europea de Valores y

Mercados (ESMA) sobre la materia, estableciéndose un periodo de referencia de rentabilidad de, como mínimo, los últimos cinco años del fondo, de forma que la gestora solo podrá cobrar la comisión de resultados cuando se haya acumulado una rentabilidad positiva durante dicho periodo. Asimismo, se ha eliminado la obligación de ejercer el derecho de voto de las acciones en cartera que existía bajo ciertos supuestos para emisores españoles. Otras modificaciones que merece la pena destacar son las siguientes: i) se establece la remisión telemática de la información a partícipes por defecto; ii) se regulan las manifestaciones de interés para designar a una nueva gestora o depositario que sustituyan a la gestora o depositario en situación de concurso, revocación o suspensión; iii) se elimina el coeficiente de liquidez obligatorio del 1 %; iv) en las IICIL se establece que en los *gates* (porcentaje máximo de reembolsos en una fecha determinada), el prorrateo de los reembolsos se efectúe cuando se disponga de la liquidez necesaria (y no necesariamente en la siguiente fecha de reembolso), aplicándose la misma modificación a las IICIICIL; v) se reduce el umbral del 5 % al 1 % para poder aplicar la suspensión parcial del valor liquidativo, así como para la creación de compartimentos de propósito especial (*side pockets*), y vi) se prevé la entrega obligatoria del DFI PRIIPS en ETF.

ELTIF: por lo que se refiere a la normativa europea, la modificación del Reglamento ELTIF resulta de aplicación desde el 10 de enero de 2024. Esta modificación tiene por objeto flexibilizar el régimen de activos aptos y las normas de diversificación, así como permitir la posibilidad de crear ELTIF de carácter *abierto* en los que puedan existir reembolsos durante la vida del fondo, si bien los requisitos a este respecto se desarrollarán en una norma de nivel II. Especialmente importante es que se relajan los requisitos para la comercialización de ELTIF a minoristas, exigiéndose únicamente la evaluación de la idoneidad en línea con la Directiva MiFID y eliminándose el requisito de inversión mínima de 10.000 euros para inversores con carteras inferiores a 500.000 euros, así como la restricción de que dichos inversores no invirtiesen más del 10 % de sus activos en ELTIF.

AIFMD/UCITS REVIEW: por otro lado, el 10 de noviembre de 2023, el Consejo Europeo publicó el texto de compromiso de la Directiva que modificará tanto la AIFMD como la Directiva UCITS. Las modificaciones más relevantes que afectan a ambas directivas son las siguientes: se crea un régimen armonizado de herramientas de gestión de la liquidez (como las suspensiones o *side pockets*) y se mejora el régimen de delegación de funciones de las gestoras, siendo necesario tanto en la autorización como periódicamente informar a la autoridad sobre los aspectos básicos de las delegaciones. Por otro lado, se clarifican y concretan los requisitos técnicos y humanos de los que deben disponer las gestoras de fondos de inversión alternativos (FIA o AIF por sus siglas en inglés), exigiéndose al menos dos personas a tiempo completo domiciliadas en la Unión Europea; se permite que los AIF nombren depositarios en otros Estados miembros, siempre que se demuestre la carencia de dichos servicios en el Estado de origen del fondo, entre otros requisitos; se modifica el régimen de *reporting* a las autoridades de los FIA y se establece un régimen de *reporting* para las UCITS (aunque los modelos concretos se establecerán en el nivel II). Por último, se regulan los fondos de préstamos (*loan originating AIFs*) para establecer una serie de requisitos que deben cumplir.

En 2023 ha culminado el proceso de modificación del régimen de contribuciones de las empresas de servicios de inversión (ESI) al FOGAIN mediante la aprobación del Real Decreto 1180/2023, de 27 de diciembre, por el que se modifican, entre otros, el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

El Real Decreto 1180/2023 desarrolla el régimen de adhesión al FOGAIN de las ESI, incluidas las empresas de asesoramiento financiero (EAF) y las empresas de asesoramiento financiero nacionales (EAFN), y modifica el régimen de aportaciones contemplado en el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores con el objetivo de garantizar un mayor grado de equidad en el reparto de las contribuciones anuales que llevan a cabo las entidades adheridas. Para ello, busca un mayor grado de vinculación entre la aportación de cada entidad al FOGAIN y el riesgo que esta podría suponer para el conjunto del sistema. De esta forma, la aportación anual de las entidades adheridas queda fijada como la suma de un importe fijo y uno variable. El importe fijo se calculará en función del programa de actividades registrado en la CNMV, según el siguiente detalle:

- Gestión de carteras: 2.700 euros.
- Negociación por cuenta propia: 2.700 euros.
- Recepción y transmisión de órdenes de clientes (incluida la colocación de instrumentos financieros sin base en un compromiso firme): 1.000 euros.
- Asesoramiento en materia de inversión: 800 euros.
- Resto de servicios de inversión: 2.700 euros.
- Servicio auxiliar de custodia y administración por cuenta de clientes: 2.700 euros.

El importe variable, por su parte, será el resultante de calcular el 2 ‰ del efectivo, con el límite de 100.000 euros por cliente cubierto, y el 0,08 ‰ del valor efectivo de los valores e instrumentos financieros en ellas depositados o gestionados, correspondientes a clientes cubiertos por la garantía.

Asimismo, se introduce una fórmula mediante la cual se determina el volumen de patrimonio del FOGAIN a partir del cual se producirá la reducción progresiva de las aportaciones que deben llevar a cabo las entidades adheridas, y se realiza un ajuste en la fórmula utilizada para el cálculo del patrimonio que desencadenaría la suspensión del importe variable de las aportaciones.

Por último, este real decreto elimina a los clientes profesionales de la cobertura del FOGAIN.

Según las estimaciones realizadas, el nuevo régimen implicará un descenso significativo en las contribuciones respecto a las previamente vigentes.

Herramientas macroprudenciales en el ámbito de los fondos de inversión abiertos¹

RECUADRO 16

El sector de los fondos de inversión es uno de los subsectores más importantes de la intermediación financiera no bancaria (IFNB) tanto en España como a nivel internacional. Episodios relativamente recientes, como los elevados reembolsos sufridos por algunos fondos en los primeros momentos de la crisis del COVID-19 o las dificultades de los fondos con estrategias LDI (*liability driven investments*) en el Reino Unido en 2022, han puesto de manifiesto el potencial de estas instituciones para transmitir inestabilidad al sistema financiero. Los principales organismos internacionales (FSB e IOSCO) y europeos (ESRB y ESMA) están analizando los riesgos potenciales para la estabilidad financiera de la operativa de los fondos de inversión, así como las herramientas más adecuadas para mitigar estos riesgos. Este recuadro describe las herramientas existentes en España para reducir o mitigar la transmisión de riesgos desde el sector de los fondos de inversión al sistema financiero.

La actividad de los fondos de inversión puede conllevar, principalmente, dos tipos de riesgos: el de liquidez y el de apalancamiento. El riesgo de desajuste de liquidez (*liquidity mismatch*) surge por la falta de concordancia entre el plazo en el que los inversores obtienen la liquidez procedente de sus reembolsos y el tiempo que necesita el gestor del fondo para liquidar las inversiones necesarias para hacer frente al pago de estos reembolsos. Este desajuste es mayor en los fondos que ofrecen a sus inversores reembolsos diarios e invierten una parte notable de su cartera en activos poco líquidos.

El riesgo de desajuste de liquidez está muy relacionado con las prácticas de valoración de activos, de modo que, por ejemplo, en situaciones de estrés financiero, si la valoración de los activos del fondo no se ajusta rápidamente a las condiciones del mercado incluyendo el posible coste de iliquidez, puede ocurrir que los inversores que reembolsan primero lo hagan en mejores condiciones. Este escenario (*first mover advantage*), además de generar situaciones poco deseables, por no equitativas, entre partícipes, podría dar lugar a espirales de reembolsos masivos, exacerbar las ventas de activos y tener un efecto desestabilizador en el sistema.

Por su parte, el apalancamiento permite a un fondo incrementar su exposición a una cartera de activos por encima del valor de su patrimonio. Este apalancamiento se puede conseguir recurriendo al endeudamiento financiero o a través de la operativa con instrumentos financieros derivados. Un uso excesivo del apalancamiento puede amplificar más allá de lo asumible riesgos ya existentes, tales como el de liquidez o el de mercado. El uso de derivados es particularmente relevante porque puede acarrear necesidades importantes de liquidez para los fondos en determinados casos (*margin calls*) o aumentar el riesgo de contrapartida y también las interconexiones con otros participantes en los mercados.

La regulación de los fondos de inversión españoles contempla una serie de medidas y herramientas que se pueden considerar macroprudenciales. En la mayoría de los casos, estas fueron establecidas con una finalidad de protección del inversor. Sin embargo, al aplicarse a la totalidad de los fondos de

inversión abiertos, pueden tener un efecto estabilizador sobre el sistema financiero en su conjunto. Las herramientas macroprudenciales se pueden clasificar en dos tipos: i) medidas estructurales establecidas en la normativa que limitan los riesgos que los fondos de inversión españoles pueden asumir y ii) herramientas de gestión de la liquidez que nuestro marco normativo permite usar a las sociedades gestoras de fondos de inversión.

i) Medidas estructurales contenidas en la normativa de instituciones de inversión colectiva (IIC) en España.

El 99 % de las IIC abiertas domiciliadas en España, en términos de patrimonio, son armonizadas, es decir, o bien están sujetas a los preceptos de la Directiva sobre UCITS, o bien son cuasi-UCITS², lo que supone limitaciones al riesgo que pueden asumir individualmente. Las principales exigencias en este sentido son:

- **Activos elegibles.** Los fondos deben invertir fundamentalmente en activos cotizados, estando sometidos a límites de inversión en activos no cotizados, así como a reglas de diversificación de riesgos.
- **Gestión de la liquidez.** Las gestoras deben contar con procedimientos internos adecuados para realizar un seguimiento permanente del nivel de riesgo de liquidez de las IIC gestionadas y asegurar que estos son suficientes para atender sus obligaciones.
- **Límites al apalancamiento.** El endeudamiento directo está limitado al 10 % del patrimonio (solo se permite de forma temporal para hacer frente a necesidades transitorias de liquidez) y el apalancamiento a través de derivados está limitado al 100 %.

ii) Herramientas de gestión de la liquidez disponibles en España³.

Dentro de este grupo se distinguen tres grupos de herramientas: antidilutivas, herramientas que proporcionan flexibilidad para atender los reembolsos y herramientas que los restringen o limitan.

— **Herramientas antidilutivas.**

Tienen como objetivo repercutir a los inversores que reembolsan (o suscriben) el coste de transacción que asumirá el fondo en el momento de la venta (compra) de activos derivado de dicho reembolso (o suscripción). Estas medidas persiguen, cuando se aplican sobre los reembolsos, prevenir el *first mover advantage* descrito antes. En España se pueden aplicar tres herramientas de este tipo: **swing pricing, valoración a precios *bid* o *ask* y descuento a favor del fondo** en reembolsos o suscripciones. La primera de ellas (*swing pricing*) —que es, probablemente, la más empleada en la esfera internacional en momentos de turbulencias en los mercados— ajusta el valor liquidativo al alza (en suscripciones) o a la baja (en reembolsos), aplicando un factor que recoge el efecto de los costes de transacción que asumirá el fondo. La segunda (valoración a precios *bid* o *ask*) consiste en la posibilidad de pasar de valorar a precios de mercado *mid* a precios *bid* o *ask* en determinadas situaciones y fue ampliamente utilizada por los gestores de fondos españoles durante la pandemia.

- **Herramientas que proporcionan al fondo flexibilidad para atender los reembolsos.**

Dentro de este grupo destacan dos herramientas: los **preavisos en reembolsos** (*notice periods*), por los cuales se exige a los partícipes que avisen con cierta antelación sobre su intención de reembolsar, y la **ampliación del periodo de liquidación** de los reembolsos (hasta un máximo de cinco días hábiles). En ambos casos la gestora dispone de más tiempo para realizar una venta ordenada de los activos y atender los reembolsos.

- **Herramientas que suponen una limitación o una restricción al reembolso.**

Dentro de este grupo destacarían las siguientes: i) los reembolsos máximos, ii) los *side pockets* o compartimentos de propósito especial, iii) las suspensiones parciales de reembolsos, iv) las suspensiones de reembolsos y v) los reembolsos en especie.

Los **reembolsos máximos** (*gates*) son límites a los reembolsos máximos permitidos en cada fecha de reembolso. Se pueden aplicar en fondos inmobiliarios y de inversión libre. Los *side pockets* (o compartimentos de propósito especial) son creados para traspasar los activos ilíquidos de un fondo de inversión, con la finalidad de liquidarlo en el futuro. Los activos líquidos permanecen en el fondo original, que sigue operando con normalidad. Las **suspensiones parciales de reembolsos** se dan cuando los mercados en los que cotizan algunos activos del fondo suspenden la negociación (por ejemplo, en los primeros momentos de la invasión rusa de Ucrania). En esos casos, el fondo sigue atendiendo suscripciones y reembolsos parciales por la parte no suspendida y la diferencia se hace efectiva cuando se reanuda la contratación. La **suspensión de los reembolsos** es una herramienta que únicamente puede activarse en situaciones excepcionales y que permite a la gestora suspender temporalmente las suscripciones y los reembolsos. Finalmente, mediante la herramienta conocida como **reembolsos en especie**, los reembolsos se realizan asignando activos de la cartera del fondo como pago.

El papel de la CNMV en la política macroprudencial es doble: por un lado, supervisa que los fondos de inversión cumplen los límites establecidos en la normativa y que sus sociedades gestoras articulan políticas adecuadas de gestión del riesgo, incluido el uso apropiado de las herramientas de gestión de la liquidez. Por otro lado, en situaciones excepcionales y en aras de garantizar la estabilidad financiera, la CNMV puede activar o instar a las gestoras a que activen algunas de estas herramientas. La CNMV tiene potestad directa sobre tres de ellas: i) el aumento de la inversión en activos de alta liquidez, ii) la exigencia de preavisos en los reembolsos sin límite temporal ni de importe mínimo y iii) la suspensión temporal de los reembolsos.

Un elemento importante de la articulación de una política macroprudencial efectiva es la disponibilidad de datos por parte del regulador. En este sentido, la CNMV destaca a nivel internacional entre los reguladores con más información disponible sobre la actividad de los fondos de inversión⁴, que le permite cumplir con la función de supervisar que se respetan los límites establecidos en la normativa, así como los riesgos asumidos por los fondos. También permite a España observar las recomendaciones y directrices de organismos internacionales, como se ha puesto de manifiesto en recientes procesos de evaluación⁵ por parte de IOSCO y el FSB. Con todo, la institución mantiene una voluntad proactiva y constante para trasladar al marco normativo español todos aquellos posibles cambios o mejoras que resulten necesarios para adaptarse a las nuevas directrices derivadas de los trabajos en curso a nivel internacional sobre fondos de inversión y su impacto en la estabilidad financiera.

-
- 1 Este recuadro presenta un resumen del artículo Cambón, M.I. y Pedrón, G. (2023). «Herramientas macroprudenciales en el ámbito de los fondos de inversión abiertos». Banco de España, *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 45 (otoño).
 - 2 Con este término (no oficial) se hace referencia, en general, a aquellos fondos a los que, acogiéndose a lo dispuesto en el artículo 72 del Reglamento de desarrollo de la LIIC, se les permite una cierta flexibilidad adicional respecto a las IIC armonizadas o UCITS.
 - 3 Las disposiciones que permiten su uso se encuentran recogidas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, en el reglamento que la desarrolla (Real Decreto 1082/2012) y en la *Guía técnica 1/2022* de la CNMV sobre la gestión y el control de la liquidez de las instituciones de inversión colectiva.
 - 4 Véase FSB (2022). *Assessment of the Effectiveness of the FSB's 2017 Recommendations on Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds*, en el que se señala el modelo de reporte de datos al regulador en España (CNMV) como un ejemplo de buenas prácticas.
 - 5 Véase la nota a pie de página 3 y *Thematic Review on Liquidity Risk Management Recommendations*.

