Marisa Delgado, Jon Marina

Green MIFID y Finanzas sostenibles. Nuevos criterios y aclaraciones de CNMV

1. Introducción

El pasado mes de agosto de 2021 trajo consigo una relevante novedad regulatoria en materia de sostenibilidad para las empresas de servicio de inversión: la aprobación el 2 de agosto del Reglamento Delegado (UE) 2021/1253 de la Comisión de 21 de abril de 2021, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016 en lo que respecta a la integración de los factores, riesgos y preferencias de sostenibilidad en determinados requisitos organizativos y condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión (**"Green MiFID II"**), y que será de aplicación a partir del próximo 2 de agosto de 2022.

La principal novedad introducida por Green MiFID II es la obligación de que las entidades integren las preferencias de sostenibilidad del cliente en el proceso de evaluación de la idoneidad cuando prestan asesoramiento en materia de inversión o gestión discrecional de carteras. Es decir, la evaluación de idoneidad, que tiene como objetivo recomendar o integrar en las carteras de los clientes instrumentos financieros idóneos, ajustados a sus objetivos de inversión, situación financiera y conocimientos y experiencia, deberá ahora tener en cuenta además las preferencias de sostenibilidad del cliente como un elemento adicional. Tales preferencias, de haberlas, acotarán aún más el rango de productos financieros elegibles para la prestación de los servicios de asesoramiento o gestión de carteras.

Dada la magnitud del impacto de Green MiFID II y las dificultades prácticas y dudas acerca de cuál ha de ser el nuevo contenido a incluir en los tests de idoneidad, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (**"ESMA"**, por sus siglas en inglés) está revisando sus Directrices de ESMA de 2018 sobre la evaluación de la idoneidad[1]. Fruto de este trabajo, ESMA publicó el pasado 27 de enero un borrador de Directrices[2], que ha sido sometido a consulta pública entre febrero y abril de este año (el **"Borrador de Directrices"**). Sin embargo, el Informe Final de las Directrices sigue pendiente de publicación, y no se espera que vea la luz hasta, como mínimo, otoño de 2022, debiendo posteriormente traducirse, y entrando en vigor seis meses después de la publicación de su traducción a las lenguas oficiales de la Unión Europea.

Por ello, las empresas de servicios de inversión aun no disponen de una guía clara que facilite esa labor de incorporar la integración de las preferencias de sostenibilidad del cliente en el proceso de evaluación de idoneidad.

2. Comunicado de la CNMV de 18 de julio de 2022

Ante esta incertidumbre, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (**"CNMV"**) ha publicado un comunicado[3] en el que expone su postura en relación con la aplicación de Green MiFID II y el modo

1 Final Report Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements (link).

2 Consultation Paper - Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements (link).

3 Comunicado sobre la próxima aplicación de la modificación del Reglamento Delegado 2017/565 en lo relativo a la consideración de las preferencias de sostenibilidad de los clientes en la evaluación de la idoneidad (link).

de proceder de las entidades en lo que se refiere a integración de factores, riesgos y preferencias de sostenibilidad. En el comunicado, además, la CNMV expone las características esenciales de Green MiFID II y da una descripción práctica de la situación de la norma y el Borrador de Directrices. En particular, la CNMV:

(i) Confirma que las medidas resultarán de aplicación desde el 2 de agosto de 2022, por lo que las entidades deberán haber adaptado sus sistemas y procesos para esa fecha.

(ii) Aclara que las nuevas preguntas para la identificación de las preferencias de sostenibilidad de los clientes se deberán incluir en las evaluaciones de los nuevos clientes o cuando proceda la renovación del test de idoneidad. Es decir, no será necesaria una actualización general de las evaluaciones realizadas hasta la fecha, salvo para los clientes que así lo soliciten.

(iii) Adelanta que, es su intención incorporar el Informe Final de ESMA sobre las Directrices en sus procedimientos de supervisión.

(iv) Hasta entonces, recomienda que las empresas de servicios de inversión tomen como referencia el contenido del Borrador de Directrices, pero destacando que el mismo podría cambiar respecto de su versión definitiva.

(v) Recuerda la importancia de que el personal de las entidades cuente con una adecuada formación al respecto de estas nuevas obligaciones.

3. Borrador de directrices

Teniendo en cuenta el comunicado de CNMV, es importante que las empresas de servicios de inversión tengan claro el contenido del Borrador de Directrices para poder afrontar el periodo que media entre el 2 de agosto y la publicación del Informe Final de ESMA sobre las Directrices con el mínimo riesgo regulatorio posible.

Para entender bien el Borrador de Directrices, se debe tener en cuenta que Green MiFID II ha introducido una definición del concepto de "preferencias de sostenibilidad" que las empresas de servicios de inversión deberán tener en cuenta a la hora de recabar información (la **"Definición"**), entendiéndose como tal la decisión de un cliente o posible cliente de integrar o no en su inversión uno o varios de los instrumentos financieros siguientes, y, en su caso, en qué medida:

(a) un instrumento financiero en relación con el cual el cliente o posible cliente determine que una proporción mínima habrá de invertirse en inversiones medioambientalmente sostenibles, tal como se definen en el artículo 2, punto 1, del Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo;

(b) un instrumento financiero en relación con el cual el cliente o posible cliente determine que una proporción mínima habrá de invertirse en inversiones sostenibles, tal como se definen en el artículo 2, punto 17, del Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo;

(c) un instrumento financiero que tome en consideración las principales incidencias adversas en los factores de sostenibilidad, siendo el cliente o posible cliente quien determine los elementos cualitativos o cuantitativos que demuestren esa consideración.

La Definición busca asegurar la elegibilidad de todos los instrumentos financieros con características relacionadas con la sostenibilidad para clientes que expresen sus preferencias, tomando en consideración las diferencias a nivel de regulación de producto financiero entre MiFID II, SFDR y el Reglamento de Taxonomía.

Teniendo en cuenta la Definición, listamos a continuación las principales novedades que introduce el Borrador de Directrices.

(i) ESMA recuerda que la valoración de las preferencias de sostenibilidad debe llevarse a cabo, en todo caso, después de valorar los conocimientos, experiencias, situación financiera y objetivos de inversión del cliente. Una vez se haya identificado el rango de productos adecuados para el cliente, con base en estos factores, se identificarán las preferencias de sostenibilidad del cliente.

(ii) En el caso de que ninguno de los instrumentos disponibles encaje con lo declarado, los clientes podrán en todo momento adaptar sus preferencias de sostenibilidad.

(iii) Las empresas de servicios de inversión deberán facilitar al cliente la comprensión del concepto de "preferencias de sostenibilidad", las clases de producto incluidas bajo tal definición y sus posibles elecciones, de cara a que puedan llevar a cabo una autoevaluación al respecto con el mayor conocimiento de causa posible.

(iv) A la hora de obtener de sus clientes la información sobre preferencias de sostenibilidad, las empresas de servicios de inversión deberán asegurarse de recabar de manera imparcial y sin influenciar sus respuestas, la siguiente información:

  (a) Si el cliente tiene preferencias de sostenibilidad (si/no). En caso de que el cliente responda negativamente, se le considerará "neutral a la sostenibilidad" y se le podrá recomendar cualquier producto, siempre que cumpla con su perfil de idoneidad.

  (b) Si las preferencias de sostenibilidad del cliente son en relación a los apartados a), b) o c) (o sus posibles combinaciones) de la Definición, y, en caso afirmativo, en qué proporción.

  (c) En relación a los apartados a) y b) de la Definición, el cliente deberá determinar la menor proporción de sus preferencias de sostenibilidad. Es decir, la proporción mínima del instrumento financiero que deberá invertirse en inversiones medioambientalmente sostenibles (artículo 2.1. Reglamento de Taxonomía) o sostenibles (artículo 2.17. de SFDR).

  (d) En relación con el apartado c) de la Definición, cuáles son los principales efectos adversos a considerar en relación con tales criterios (incluyendo datos cualitativos y cuantitativos).

(v) Para facilitar la consecución de lo indicado en el apartado (iv) anterior, el Borrador de Directrices establece un recorrido de 6 pasos que consisten en:

  (a) Recabar la información sobre el grado de expectativas relacionadas con la sostenibilidad que el cliente tiene en relación con uno o más de los apartados de la Definición de Green MiFID II. Al hacerlo, las empresas pueden confirmar si las preferencias de los clientes se refieren a uno o más de los apartados de la Definición mediante preguntas de respuesta binaria (sí o no).

  Adicionalmente, las empresas podrían preguntar, en este primer paso, la proporción de instrumentos alineados con los apartados a) a c) de la Definición desean incluir en su inversión o cartera.

  (b) Las empresas podrían, como segundo escalón, recabar información sobre si las preferencias de sostenibilidad del cliente con respecto a los apartados b) y c) de la Definición, de haberlas, se centran en criterios medioambientales, sociales o de gobernanza, o una combinación de ellos.

(c) Seguidamente, las empresas de servicios de inversión podrán recabar información sobre la menor proporción de activos con enfoque sostenible, de los apartados a) y b) de la Definición, que quiere mantener en su cartera o en relación con los cuales quiere ser asesorado.

(d) En cuarto lugar, en caso de que el cliente desee introducir en el servicio un instrumento financiero que tome en consideración los principales efectos adversos (en línea con la letra c) de la Definición), la información recabada debe incluir datos cualitativos y cuantitativos.

En este sentido, las empresas podrán valorar las preferencias y el interés del cliente por la integración de principales efectos adversos en sus preferencias utilizando las categorías presentadas en el Anexo I al RTS de SFDR[4] (en lugar de un enfoque basado en cada uno de los indicadores de principales efectos adversos), tales como las emisiones, el rendimiento energético, el agua y los residuos, etc.

A continuación, se podría iniciar una evaluación cualitativa para determinar qué categorías son esenciales para el cliente. Que podrá basarse en los criterios con base en los cuales los instrumentos financieros valoran los principales efectos adversos (por ejemplo, estrategias de exclusión o políticas de voto).

(e) Como quinto paso, las empresas de servicios de inversión deberían disponer de procedimientos para los casos en que el cliente declare que tiene preferencias de sostenibilidad, pero no se alinee expresamente con ninguno de los apartados a) a c) de la Definición. ESMA propone que la empresa, previa información al cliente, seleccione cualquiera de los tipos, pero sin incluir una proporción mínima de cara a la evaluación de idoneidad.

(f) Por último, las empresas deberían garantizar que la información relativa a las preferencias de sostenibilidad se recoge con el mismo nivel de detalle cuando se prestan servicios de gestión de carteras o asesoramiento en materia de inversión a nivel de cartera de activos.

Las preferencias deberán recabarse en relación con la totalidad de cartera, manteniendo la posibilidad de recibir instrucciones relativas a instrumentos financieros concretos. Para ello, las empresas de servicios de inversión podrían preguntar a los clientes qué proporción de la cartera, en su caso, desean que se destine a instrumentos financieros con características de sostenibilidad.

(vi) Se confirma la obligación de incorporar la información sobre preferencias de sostenibilidad del cliente en la próxima renovación de su evaluación e idoneidad, para relaciones ya existentes, o en la primera reunión o asesoramiento en materia de inversión al cliente que tenga lugar después del próximo 2 de agosto.

(vii) El Borrador de Directrices incluye, también, la obligación de las empresas de servicios de inversión de asegurar que sus empleados y quienes presten los servicios de asesoramiento y/o gestión de carteras en su nombre, disponen de los conocimientos necesarios para valorar adecuadamente los factores de sostenibilidad de los instrumentos que recomienden o en los que inviertan en nombre de los clientes (en cumplimiento del artículo 25.1 de MiFID II). Igualmente, tal conocimiento debe ser suficiente para explicar estos factores a los clientes de una forma clara y comprensible, haciendo uso de términos no técnicos.

---

4 Commission Delegated Regulation (EU) XX/XX. of 6.4.2022 supplementing Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the details of the content and presentation of the information in relation to the principle of 'do no significant harm', specifying the content, methodologies and presentation of information in relation to sustainability indicators and adverse sustainability impacts, and the content and presentation of the information in relation to the promotion of environmental or social characteristics and sustainable investment objectives in pre-contractual documents, on websites and in periodic report. (Link).

(viii) Por último, ESMA, confirma que las empresas de servicios de inversión deben de mantener registros sobre las preferencias de sostenibilidad del cliente.

4. Más novedades relacionadas con la sotenibilidad – Q&A de la CNMV

Por otro lado, el pasado 20 de julio la CNMV publicó una actualización del documento de "Preguntas y Respuestas sobre la normativa de sostenibilidad aplicable a los productos financieros: Reglamento 2019/2088 (SFDR) y Reglamento 2020/852 (taxonomía)".

Como principales novedades y criterios introducidos a fin de impulsar la integración de los riesgos de sostenibilidad por parte de las gestoras, destacan los siguientes:

(i) La CNMV confirma que las obligaciones de SFDR aplican a todos los vehículos de inversión colectiva cerrados (Ley 22/2014), y no solo a aquellos que tengan el periodo de comercialización o inversión abierto.

(ii) La CNMV establece una serie de guías sobre la utilización de expresiones o elementos ESG en la denominación comercial de los productos financieros, así como limitaciones generales en las comunicaciones comerciales. Destacamos las siguientes:

- Términos como "impacto" o "inversiones de impacto" sólo deben utilizarse por aquellos fondos cuyas inversiones se lleven a cabo con la intención de generar impacto social o medioambiental positivo y medible.
- Otros términos, tales como "ESG", "ASG", "verde", "social", "ético" o similares solo se pueden incluir si está debidamente justificado y se puede probar que son consistentes con las características y la política de inversión del fondo.
- Términos como "sostenible" y "sostenibilidad" solo se deben usar en la denominación de aquellos fondos de inversión del art.9 de SFDR (art.5 del Reglamento de Taxonomía) y del art. 8 (artículo 6 del Reglamento de Taxonomía) que tengan inversión sostenible.

(iii) La CNMV señala que sólo se pueden imputar a los fondos de inversión aquellos gastos recogidos en folleto que respondan a servicios efectivamente prestados al fondo, que resulten imprescindibles para el normal desarrollo de la actividad, y que no supongan un coste adicional respecto a las retribuciones que cobran gestora o depositario en sus respectivas comisiones.

En cuanto a los gastos de análisis de sostenibilidad, CNMV considera que se pueden imputar al fondo de inversión siempre que se informe de ello en el folleto y proponga conclusiones significativas que no sean evidentes. Bajo estos requisitos podrían considerarse asimilables a los gastos de análisis financiero.

(iv) La CNMV confirma que las entidades que prestan asesoramiento en materia de inversión, exclusivamente sobre productos no cubiertos por el artículo 2.12 de SFDR, también se verán afectadas por las obligaciones de transparencia de dicho Reglamento: dado que el servicio de asesoramiento en materia de inversión no se restringe a dichos productos, tampoco las obligaciones de transparencia de SFDR deben hacerlo.

(v) La CNMV especifica que la información precontractual sobre la integración de los riesgos de sostenibilidad (artículo 6.2 de SFDR) deberá proporcionarse a los clientes a los que ya se les estuviera prestando el servicio de asesoramiento, cuando se lleven a cabo recomendaciones a

partir del 10 de marzo de 2021. No obstante, la información a nivel de entidad contemplada en los artículos 3.2, 4.5 y 5 del SFDR debe estar recogida en la página web de la entidad desde el 10 de marzo de 2021.

(vi) La CNMV señala como fecha de aplicación del nivel dos de las Directivas UCITS[5] y AIFMD[6] próximo 2 de agosto de 2022.

Respecto a AIFMD, su nivel dos[7] es de aplicación directa, sin embargo, en el caso del nivel dos de UCITS (la Directiva Delegada (UE) 2021/1270), de no estar traspuesta a normativa nacional en tal fecha, CNMV entiende que se podrá invocar el efecto directo que pueden tener en ciertos casos las Directivas europeas conforme a la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea.

Por lo tanto, del 2 de agosto en adelante, todas las gestoras de instituciones de inversión colectiva deberán integrar, además de los riesgos de carácter financiero, el riesgo de sostenibilidad en sus políticas y procedimientos de toma de decisiones de inversión, diligencia debida, políticas y procedimientos de gestión de riesgos, así como en la estructura general de gobierno. Añade CNMV que, a este fin, las gestoras deberán disponer de personal con la capacidad y conocimientos técnicos necesarios para analizar y gestionar dichos riesgos.

---

5 Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

6 Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011 relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos.

7 Reglamento Delegado (UE) 2021/1255 de la Comisión, de 21 de abril de 2021.

CONTACTO

Josefina García Pedroviejo
Socia de Servicios Financieros
y Fondos de Inversión
jgarciapedroviejo@perezllorca.com
T. +34 91 389 01 09

www.perezllorca.com | Madrid | Barcelona | Londres | Nueva York | Bruselas

La información contenida en esta Nota Informativa es de carácter general y no constituye asesoramiento jurídico.
Este documento ha sido elaborado 26 de julio de 2022 y Pérez-Llorca no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.