Pérez-Llorca

Actualidad Jurídica
Legal Update

PRIMER SEMESTRE 2025 | FIRST HALF OF 2025

Servicios Financieros y Fondos de Inversión

Financial Services and Investment Funds

España & Unión Europea
Spain & the European Union

Queridos clientes, compañeros y amigos:

Nos complace presentaros la primera edición de nuestro boletín de Actualidad Jurídica de Regulación Financiera, una publicación dedicada a la reflexión, el análisis y la difusión del conocimiento jurídico, elaborada por el equipo de Regulación Financiera de Pérez-Llorca en España, y que irá incorporando, en futuras ediciones, la colaboración de nuestros equipos de Portugal, México y Colombia.

Esta primera edición de Actualidad Jurídica de Regulación Financiera recoge las novedades legislativas más relevantes y de especial trascendencia práctica publicadas a lo largo del primer semestre de 2025 en el ámbito financiero, incluido el mercado de valores, los criptoactivos, la financiación sostenible, la inversión alternativa, el sector bancario, y la prevención del blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo.

En este primer semestre de 2025, las autoridades europeas y nacionales (Banco de España, CNMV, ESMA, EBA y las ESAs) han impulsado un conjunto significativo de iniciativas normativas, entre las que cabe destacar:

- Criptoactivos al detalle: Se han publicado nuevas normas técnicas de desarrollo del Reglamento (UE) 2023/1114 (MiCA), que establecen el marco europeo para los mercados de criptoactivos. Esta norma constituye un paso clave hacia una regulación armonizada y más robusta.

- Actualizaciones clave en los Q&A de ESMA: La autoridad supervisora de los mercados de valores en Europa ha ampliado sus documentos de preguntas y respuestas en áreas como la financiación participativa (*crowdfunding*), los depositarios centrales de valores (DCV o CSD), los fondos de inversión alternativa (FIA) y los documentos fundamentales para el inversor (DFI o KID).

- Sostenibilidad: La EBA ha publicado nuevas directrices sobre gestión de riesgos ESG, con recomendaciones dirigidas a asegurar que las entidades financieras integren adecuadamente estos factores en sus modelos de negocio y estructuras de gobierno.

- Transparencia en la inversión colectiva: Por su parte, la CNMV ha emitido sus conclusiones tras revisar los documentos fundamentales para el inversor de instituciones de inversión colectiva y entidades de capital riesgo, con recomendaciones para reforzar la claridad y calidad de la información.

Nuestros lectores deben estar atentos también a la tramitación de las principales iniciativas legislativas en nuestro sector, pudiendo destacar:

Dear clients, colleagues and friends,

We are pleased to present the first edition of our Financial Regulation Legal Update newsletter, a publication dedicated to reflecting on, analysing and sharing legal insights. It has been prepared by Pérez-Llorca's Financial Regulation team in Spain, and future editions will include contributions from our teams in Portugal, Mexico and Colombia.

This first edition of the Financial Regulation Legal Update covers the most significant and commercially relevant legislative developments reported in the financial sector in the first half of 2025. These updates include the securities market, crypto-assets, sustainable finance, alternative investments, the banking sector, and the prevention of money laundering and terrorist financing.

In the first half of 2025, European and national authorities (the Bank of Spain, the CNMV, ESMA, the EBA and the ESAs) have promoted a significant number of regulatory initiatives, the most notable of which are:

- Crypto-assets in detail: New technical standards implementing Regulation (EU) 2023/1114 (MiCA) have been published, which establish the European framework for crypto-asset markets. This standard is a key step towards harmonised and more robust regulation.

- Key updates to ESMA's Q&As: The European securities markets supervisory authority has expanded its Q&A documents to cover areas such as crowdfunding, central securities depositories (CSDs), alternative investment funds (AIFs) and key investor information documents (KIDs).

- Sustainability: The EBA has published new guidelines on ESG risk management, with recommendations aimed at ensuring that financial entities adequately integrate these factors into their business models and governance structures.

- Transparency in collective investment: The CNMV has issued its conclusions after reviewing the key investor documents of collective investment institutions and venture capital firms, with recommendations to enhance the clarity and quality of information.

Our readers should also keep an eye on the progress of the main legislative initiatives in the finance sector, notably:

- La audiencia pública para la digitalización del sistema financiero mediante el anteproyecto de ley y varios proyectos de reales decretos enfocados en modernizar y digitalizar el sector financiero español.

- La consulta pública del proyecto de real decreto que modifica el Real Decreto 1066/2007 sobre el régimen de las OPAs para extender su aplicación a las operaciones realizadas en sistemas multilaterales de negociación (SMN), ampliando así el alcance del régimen vigente.

- La audiencia pública sobre el proyecto de orden ministerial que establecerá el marco normativo aplicable al préstamo de valores por parte de las instituciones de inversión colectiva.

- El inicio del proceso de transposición de la Directiva (UE) 2024/1640, que obliga a los Estados miembros a establecer mecanismos reforzados de detección y control para proteger el sistema financiero, mediante la consulta pública sobre la transposición de dicha Directiva.

Por otro lado, recogemos en esta primera edición un resumen de los principales pronunciamientos judiciales en materias tales como el abuso de mercado, los sistemas de control interno y riesgos de las sociedades gestoras, los incentivos indebidos y la prevención del blanqueo de capitales, así como las medidas adoptadas y las sanciones impuestas por el Banco de España y la CNMV que han sido objeto de publicación a lo largo de este primer semestre.

En este número podréis encontrar también dos interesantes artículos sobre edición. "*Sobre la terminación anticipada de los procedimientos sancionadores*", y "*La inversión alternativa pone el foco en la vivienda asequible*".

Para completar la visión que todo jurista que trabaje en el sector financiero debe tener, incluimos igualmente en este y en futuros ejemplares de la publicación una serie de Notas Jurídicas (Conocimientos Jurídicos de Pérez-Llorca) elaboradas por otras especialidades del despacho que pensamos pueden ser de vuestro interés.

Confiamos que este boletín se convierta en un referente para nuestros clientes y compañeros y que este número resulte de utilidad e interés, aprovechando la ocasión para enviaros un afectuoso saludo en nombre de todo el equipo de Regulación Financiera de Pérez-Llorca.

Un abrazo,

Equipo Pérez-Llorca

Josefina García Pedroviejo y Cristina Vidal

- The public hearing on the digitisation of the financial system through draft legislation and several draft royal decrees which are focused on modernising and digitising the Spanish financial sector.

- The public consultation on the draft royal decree amending Royal Decree 1066/2007 on public offers to extend its application to transactions carried out on multilateral trading facilities (MTFs), thereby broadening the scope of the current regime.

- The public hearing on the draft ministerial order that will establish the regulatory framework applicable to securities lending by collective investment institutions.

- The start of the transposition process of Directive (EU) 2024/1640, which requires Member States to establish enhanced detection and control mechanisms to protect the financial system, through a public consultation on the transposition of that Directive.

Furthermore, in this first edition, we have included a summary of the key judgments in areas such as market abuse, the internal control and risk systems of management companies, undue incentives and the prevention of money laundering, as well as the measures adopted and penalties imposed by the Bank of Spain and the CNMV that have been published during the first half of this year.

In this issue, you will also find two compelling articles: "*On the early termination of sanctioning proceedings*" and "*Alternative investment places the focus on affordable housing*".

To round out the perspective that every lawyer working in the financial sector should have, we are also including in this issue and future issues of the publication a series of Legal Briefings (Peréz-Llorca legal knowledge) that have been prepared by other specialists in Pérez-Llorca and which may be of interest to you.

We trust that this newsletter will become a valuable reference tool for our clients and colleagues and that you will find this issue useful and interesting. We would like to take this opportunity to send you our warmest regards on behalf of the entire Financial Regulation team at Pérez-Llorca.

Best regards,

The Pérez-Llorca Team

Josefina García Pedroviejo and Cristina Vidal

ÍNDICE | INDEX

Principales novedades 8

LEGISLACIÓN / REGULACIÓN

UNIÓN EUROPEA

Mercado de valores 8

Reglamento Delegado (UE) 2025/1003 de la Comisión, de 24 de enero de 2025, por el que se completa el Reglamento (UE) n º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a los datos de referencia identificativos de derivados extrabursátiles que deben utilizarse a efectos de los requisitos de transparencia establecidos en el artículo 8 *bis*, apartado 2, y en los artículos 10 y 21 8

Sector bancario 9

Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito en lo que respecta a los requisitos aplicables a las operaciones de financiación de valores con arreglo a la ratio de financiación estable neta 9

Prevención de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo 9

Actualización de la Comisión Europea de la lista de jurisdicciones de alto riesgo que presentan deficiencias estratégicas en materia de PBC/FT 9

Sostenibilidad / ESG 10

La Comisión Europea aprueba un paquete normativo en materia sostenibilidad empresarial 10

Criptoactivos y operativa digital 11

Paquete de RTS que desarrollan la normativa de criptoactivos 11

ESPAÑA

Mercado de valores 12

Circular 2/2025, de 26 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican las Circulares 1/2021, de 25 de marzo, 1/2010, de 28 de julio, y 5/2009, de 25 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores 12

Main Developments 8

LEGISLATION / REGULATIONS

EUROPEAN UNION

Securities markets 8

Commission Delegated Regulation (EU) 2025/1003 of 24 January 2025 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council as regards OTC derivatives identifying reference data to be used for the purposes of the transparency requirements laid down in Article 8 *bis* and Articles 10 and 21 8

Banking sector 9

Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 575/2013 on prudential requirements for credit institutions as regards requirements for securities financing transactions under the net stable funding ratio 9

Prevention of money laundering and terrorist financing 9

The European Commission updates the list of high-risk jurisdictions with strategic AML/CFT deficiencies 9

Sustainability/ESG 10

The European Commission approves a regulatory package on corporate sustainability 10

Crypto-assets and digital operations 11

The package of Regulatory Technical Standards (RTS) for the development of crypto-asset regulations 11

SPAIN

Securities market 12

Circular 2/2025, of 26 March, of the National Securities and Exchange Commission, amending Circular 1/2021 of 25 March, Circular 1/2010 of 28 July, and Circular 5/2009 of 25 November, of the National Securities and Exchange Commission 12

ÍNDICE | INDEX

Sector bancario 15

Proyecto de Ley de administradores y compradores de crédito 15

Entidades y vehículos de inversión 17

Circular 1/2025, de 5 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican la Circular 6/2008, de 26 de noviembre; la Circular 11/2008, de 30 de diciembre, y la Circular 4/2016, de 29 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores 17

SUPERVISIÓN

UNIÓN EUROPEA

Mercado de valores 18

Actualización de la herramienta de preguntas y respuestas de ESMA en lo relativo al CSDR y el Reglamento de *Crowdfunding* 18

ESMA insta a las empresas de redes sociales a hacer frente a los anuncios financieros no autorizados 20

Sector bancario 21

El Consejo Europeo adoptó la decisión de realizar modificaciones al CRR sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito en lo que respecta a los requisitos aplicables a las operaciones de financiación de valores para mantener la actual ratio de financiación estable neta 21

Informe final de ESMA sobre las RTS que especifican las condiciones en las que debe cumplirse el requisito de cuenta activa 21

Entidades y vehículos de inversión 23

Actualización de la herramienta de preguntas y respuestas de ESMA en lo relativo a AIFMD 23

Directrices de ESMA sobre las herramientas de gestión de liquidez de los fondos UCITS y los FIA de capital variable 23

Actualización del Q&A de las ESAs en relación con el DFI de PRIIPs 25

Sostenibilidad / ESG 27

Directrices de la EBA sobre la gestión de riesgos ESG 27

Banking sector 15

Draft Law on credit servicers and buyers 15

Investment entities and vehicles 17

Circular 1/2025, of 5 March, of the National Securities and Exchange Commission, amending Circular 6/2008, of 26 November; Circular 11/2008, of 30 December, and Circular 4/2016, of 29 June, of the National Securities and Exchange Commission 17

SUPERVISION

EUROPEAN UNION

Securities market 18

Update of the ESMA Q&A tool on the CSDR and the Crowdfunding Regulation 18

ESMA urges social media companies to tackle unauthorised financial advertising 20

Banking sector 21

The European Council adopted the decision to modify the CRR on prudential requirements for credit institutions as regards requirements for securities financing transactions to maintain the the current net stable funding ratio 21

ESMA publishes its final report on the RTS which establish the conditions necessary to comply with the active account requirement 21

Investment entities and vehicles 23

Update of ESMA Q&A tool on AIFMD 23

ESMA guidelines on liquidity management tools for UCITS funds and open-ended AIFs 23

Update of the ESA's Q&A regarding the PRIIPs KID 25

Sustainability/ESG 27

EBA guidelines on ESG risk management 27

ÍNDICE | INDEX

Criptoactivos y operativa digital 28

Actualización de la herramienta de preguntas y respuestas de ESMA sobre criptoactivos 28

Dictamen de ESMA sobre las RTS que especifican determinados requisitos en relación con los conflictos de intereses para los proveedores de servicios de criptoactivos en virtud del Reglamento MiCA 29

Directrices de ESMA sobre prácticas de supervisión para que las autoridades competentes prevengan y detecten el abuso de mercado en virtud del Reglamento MiCA 30

ESPAÑA

Entidades y vehículos de inversión 31

Actualización del Q&A de la CNMV sobre la normativa de IIC, ECR y otros vehículos de inversión colectiva cerrados 31

Revisión de la CNMV sobre el contenido de los DFI de IIC y de ECR 33

Sostenibilidad / ESG 34

La CNMV analiza las comunicaciones comerciales sobre sostenibilidad en las páginas web de las Sociedad Gestoras 34

Criptoactivos y operativa digital 34

Comunicación de la CNMV sobre las obligaciones de información de prestadores de servicios de criptoactivos 34

CONSULTAS Y AUDIENCIAS PÚBLICAS

REGIMEN SANCIONADOR

Principales novedades jurisprudenciales 45

Transmisión y uso de Información Privilegiada, prueba de indicios y los beneficios -y límites- de la terminación anticipada de expedientes sancionadores. 45

Las "cartas informativas" del Banco de España pueden no ser "meramente informativas". 46

Responsabilidad de los miembros del Consejo de Administración de una SGIIC por la existencia de deficiencias en sus procedimientos internos y de control 47

Crypto-assets and digital operations 28

Updating of the ESMA Q&A tool regarding criptoassets 28

ESMA Opinion on RTS specifying certain requirements in relation to conflicts of interest for crypto-asset service providers under the MiCA Regulation 29

ESMA Guidelines on supervisory practices for competent authorities to prevent and detect market abuse under the MiCA Regulation 30

SPAIN

Investment entities and vehicles 31

Update of the CNMV's Q&A on the regulation of CIIs, VCFs and other closed-end collective investment vehicles 31

CNMV review of the contents of KIDs for CIIs and VCFs 33

Sustainability/ESG 34

The CNMV analyses commercial communications on sustainability on the websites of Management Companies 34

Crypto-assets and digital operations 34

CNMV communication on the information obligations of crypto-asset service providers 34

CONSULTATIONS AND PUBLIC HEARINGS

SANCTIONING REGIME

Key developments in jurisprudence 45

The sharing and use of privileged information, circumstantial evidence, and the benefits (and limitations) of the early termination of sanctioning proceedings. 45

The Bank of Spain's "informative letters" may not be "merely informative". 46

Liability of the members of the Board of Directors of an SGIIC for deficiencies in its internal procedures and control procedures 47

ÍNDICE | INDEX

Gestión discrecional y prohibición de incentivos en integración vertical 48

Irregularidades contables y prejudicialidad penal 49

Representante ante el SEPBLAC y examen externo 50

ARTÍCULOS

Sobre la terminación anticipada de los procedimientos sancionadores 51

La inversión alternativa pone el foco en la vivienda asequible 60

Anexo I 63

Anexo II 64

Anexo III 66

Discretionary management and prohibition of incentives in vertical integration 48

Accounting irregularities and a prejudicial issue in criminal law 49

Representative before SEPBLAC and external exam 50

ARTICLES

On early termination of sanctioning proceedings 51

Alternative investment focuses on affordable housing 60

Annex I 63

Annex II 64

Annex III 66

Principales novedades
Main Developments

LEGISLACIÓN / REGULACIÓN

UNIÓN EUROPEA

Mercado de valores

Reglamento Delegado (UE) 2025/1003 de la Comisión, de 24 de enero de 2025, por el que se completa el Reglamento (UE) nº 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a los datos de referencia identificativos de derivados extrabursátiles que deben utilizarse a efectos de los requisitos de transparencia establecidos en el artículo 8 *bis*, apartado 2, y en los artículos 10 y 21

El 22 de mayo de 2025, se publicó en el DOUE el Reglamento Delegado (UE) 2025/1003 que completa al Reglamento MiFIR en lo que respecta a los datos de referencia identificativos de derivados extrabursátiles que deben utilizarse a efectos de los requisitos de transparencia establecidos en MiFIR.

De esta manera, a partir del 1 de septiembre de 2026, se utilizarán nuevos datos de referencia identificativos para las permutas extrabursátiles de tipos de interés y de riesgo de crédito lo cual permitirá a los participantes del mercado y a las autoridades competentes, entre otras, (i) identificar claramente las permutas extrabursátiles por tipo de activo (p. ej. tipos de interés, crédito, divisas, acciones, materias primas, etc.) y tipo de instrumento (p. ej. permuta, opción, contrato a plazo) y (ii) distinguir las permutas de tipos de interés según características clave (p. ej. tipo de entrega -física o en efectivo-, tipo de intercambio -fijo por variable, fijo por fijo, variable por variable-, tipo de referencia subyacente y plazo -días, semanas, meses o años-).

Además, los datos deberán incluir información sobre cláusulas contractuales generales, tales como:

- Convenciones de cómputo de días (fijos y variables).
- Frecuencias de pago (fijas y variables).
- Ajuste de días hábiles.
- Calendario de pagos.
- Fijación de tipos y posibles pagos adicionales.

Finalmente, todos los derivados extrabursátiles incluirán el Identificador Único de Producto (UPI) conforme a la norma ISO 4914.

El presente Reglamento entró en vigor el 11 de junio de 2025.

LEGISLATION / REGULATIONS

EUROPEAN UNION

Securities markets

Commission Delegated Regulation (EU) 2025/1003 of 24 January 2025 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council as regards OTC derivatives identifying reference data to be used for the purposes of the transparency requirements laid down in Article 8 *bis* and Articles 10 and 21

On 22 May 2025, Delegated Regulation (EU) 2025/1003 was published in the OJEU, supplementing MiFIR with regard to the OTC derivatives reference data to be used for the transparency requirements established in MiFIR.

Thus, from 1 September 2026, new identifying reference data will be used for OTC interest rate and credit default swaps, which will enable market participants and competent authorities, among others, to (i) clearly identify OTC swaps by asset type (e.g. interest rates, credit, currencies, equities, commodities, among others) and instrument type (e.g. swaps, options, forward contracts) and (ii) distinguish interest rate swaps according to key characteristics (e.g. type of delivery - physical or cash, type of exchange - fixed for variable, fixed for fixed, variable for variable, type of underlying reference and time period - days, weeks, months or years).

In addition, the data must include information on general contractual clauses, such as:

- Day count conventions (fixed and variable).
- Payment frequencies (fixed and variable).
- The business day adjustment convention.
- The payment calendar.
- Fixing rates and possible additional payments.

Finally, all OTC derivatives must include the ISO 4914 Unique Product Identifier (UPI).

The Regulation entered into force on 11 June 2025.

Sector bancario

Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito en lo que respecta a los requisitos aplicables a las operaciones de financiación de valores con arreglo a la ratio de financiación estable neta

El 31 de marzo de 2025, se publicó en el DOUE una propuesta de Reglamento que modifica al CRR con el objetivo de mantener el actual enfoque transitorio de la ratio de financiación estable neta o NSFR y evitar la aplicación de requisitos más estrictos a partir del 28 de junio de 2025.

La NSFR es una medida clave del marco de Basilea III destinada a asegurar que los bancos financien sus activos mediante fuentes estables, reduciendo así el riesgo de liquidez. Esta ratio fue incorporada al ordenamiento jurídico europeo en 2019 y comenzó a aplicarse en 2021, bajo un régimen transitorio que fijó un factor de financiación estable requerida del 0 % (frente al 10 % contemplado por Basilea III y al 5 % propuesto inicialmente por la Comisión), para ciertos pagos pendientes de operaciones de financiación de valores con vencimiento inferior a seis meses, como la deuda soberana.

Dicho régimen transitorio expira en junio de 2025, momento en el que debería comenzar a aplicarse el requisito previsto en "Basilea III". No obstante, dado que el enfoque vigente ha demostrado ser prudente y eficaz en términos de estabilidad financiera, la Comisión propone ahora consolidarlo de forma permanente en el marco regulatorio de la UE mediante esta modificación al CRR.

Prevención de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo

Actualización de la Comisión Europea de la lista de jurisdicciones de alto riesgo que presentan deficiencias estratégicas en materia de PBC/FT

El 10 de junio de 2025, la Comisión Europea aprobó la modificación del Reglamento Delegado (UE) 2016/1675 con el objetivo de incluir nuevos países en su lista de jurisdicciones con deficiencias estratégicas en materia de PBC/FT. Esta actualización se alinea con las revisiones realizadas por el GAFI a lo largo de 2024 y 2025 en su lista de países y territorios de alto riesgo en esta materia.

En concreto, se incorporan a la lista de la Comisión Europea los siguientes países: Angola, Argelia, Costa de Marfil, Kenia, Laos, Líbano, Mónaco, Namibia, Nepal y Venezuela.

Banking sector

Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 575/2013 on prudential requirements for credit institutions as regards requirements for securities financing transactions under the net stable funding ratio

On 31 March 2025, a proposal for a Regulation amending the CRR was published in the OJEU with the aim of maintaining the current transitional approach to the net stable funding ratio (NSFR) and avoiding the application of stricter requirements from 28 June 2025.

The NSFR is a key metric of the Basel III framework that aims to ensure that banks finance their assets through stable sources, thereby reducing liquidity risk. This ratio was incorporated into European law in 2019 and became applicable in 2021, under a transitional regime that set a required stable funding ratio of 0% (compared to 10% under Basel III and 5% initially proposed by the Commission), for certain outstanding payments from transactions financing securities with a maturity of less than six months, such as sovereign debt.

This transitional regime expires in June 2025, at which point the requirement under "Basilea III" should begin to apply. However, given that the current approach has proven to be prudent and effective in terms of financial stability, the Commission is now proposing its permanent consolidation into the EU regulatory framework through this amendment to the CRR.

Prevention of money laundering and terrorist financing

The European Commission updates the list of high-risk jurisdictions with strategic AML/CFT deficiencies

On 10 June 2025, the European Commission approved the amendment to Delegated Regulation (EU) 2016/1675 with the aim of adding new countries to its list of jurisdictions with strategic AML/CFT deficiencies. This update aligns with the revisions carried out by the FATF to its list of high-risk countries and territories in 2024 and 2025.

The following countries have been added to the European Commission's list: Angola, Algeria, Côte d'Ivoire, Kenya, Laos, Lebanon, Monaco, Namibia, Nepal and Venezuela.

Estas jurisdicciones se suman a las ya incluidas previamente, que comprenden: Burkina Faso, Camerún, República Democrática del Congo, Haití, Mali, Mozambique, Myanmar/Birmania, Nigeria, Sudáfrica, Sudán del Sur, Siria, Tanzania, Trinidad y Tobago, Vanuatu, Vietnam y Yemen.

Asimismo, la Comisión ha decidido retirar de la lista a Barbados, Emiratos Árabes Unidos, Filipinas, Gibraltar, Jamaica, Panamá, Senegal y Uganda.

Las modificaciones al Reglamento Delegado (UE) 2016/1675 están actualmente pendientes de publicación oficial en el DOUE.

Sostenibilidad / ESG

La Comisión Europea aprueba un paquete normativo en materia sostenibilidad empresarial

El pasado 26 de febrero de 2025, la Comisión Europea presentó el paquete legislativo conocido como "Ómnibus I", que propone modificaciones clave en tres directivas vinculadas a la sostenibilidad empresarial. Entre las principales modificaciones realizadas por este paquete normativo se encuentran:

- CSRD – Información corporativa en materia de sostenibilidad:

  Se amplía el ámbito de aplicación a grandes empresas con más de 1.000 empleados y que superen los 50 millones de euros en cifra de negocio o los 25 millones en activos, frente al umbral actual de 250 empleados. También se eliminan las obligaciones de reporte para las PYMES cotizadas y se pospone hasta 2028 la exigencia de reportar para empresas inicialmente previstas para 2026-2027.

- CSDDD – Diligencia debida en sostenibilidad empresarial:

  Se retrasa un año, hasta julio de 2028, la entrada en vigor de la obligación de aplicar medidas de diligencia debida para las grandes empresas, mientras que la adopción de directrices se adelanta a 2026. Se reduce la frecuencia de actualización de los procesos a cada cinco años, se excluye a las entidades financieras del régimen y se suavizan las exigencias respecto a las relaciones comerciales con impacto en derechos humanos.

- Directiva de Auditoría:

  Se elimina la obligación de que la Comisión adopte normas de verificación razonable para 2028. En su lugar, se prevé la elaboración de directrices para 2026, centradas en aspectos técnicos como la planificación y evaluación de riesgos, sin elevar el nivel de exigencia actual.

These jurisdictions have been added to those countries that were already included on the list, namely: Burkina Faso, Cameroon, Democratic Republic of the Congo, Haiti, Mali, Mozambique, Myanmar/Burma, Nigeria, South Africa, South Sudan, Syria, Tanzania, Trinidad and Tobago, Vanuatu, Vietnam and Yemen.

The Commission has also decided to remove Barbados, the United Arab Emirates, the Philippines, Gibraltar, Jamaica, Panama, Senegal and Uganda from the list.

The amendments to Delegated Regulation (EU) 2016/1675 are currently awaiting official publication in the OJEU.

Sustainability/ESG

The European Commission approves a regulatory package on corporate sustainability

On 26 February 2025, the European Commission presented the legislative package known as "Omnibus I", which proposes key amendments to three directives related to corporate sustainability. Among the main amendments introduced by this regulatory package are:

- CSRD – Corporate sustainability reporting:

The scope has been expanded to include large companies with more than 1,000 employees and a turnover greater than 50 million euros or assets with a value which exceeds 25 million euros, compared to the current threshold of 250 employees. Reporting obligations for listed SMEs have also been removed, and the reporting requirement for companies, which was initially planned for 2026-2027, has been postponed until 2028.

- CSDDD – Corporate sustainability due diligence:

The entry into force of the obligation for large companies to apply due diligence measures has been delayed by one year, until July 2028, while the adoption of guidelines has been brought forward to 2026. The frequency of process updates has been reduced to every five years, financial entities have been excluded from the regime, and the requirements for commercial relationships with an impact on human rights have been relaxed.

- The Audit Directive:

The obligation for the Commission to adopt reasonable verification standards by 2028 has been removed. In its place, guidelines which focus on technical aspects such as risk planning and assessment, without increasing the current level of requirements, are to be developed by 2026.

Las propuestas legislativas han sido enviadas al Parlamento Europeo y al Consejo para su consideración y adopción. Los cambios entrarán en vigor una vez se publiquen dichos textos legales en el DOUE.

Desde Pérez-Llorca hemos preparado, con la colaboración de distintos equipos del despacho, el artículo "*Aspectos destacados del Paquete Ómnibus en materia de sostenibilidad*", en el que analizamos en profundidad las principales novedades introducidas por esta iniciativa legislativa europea.

Criptoactivos y operativa digital

Paquete de RTS que desarrollan la normativa de criptoactivos

Durante el primer semestre de 2025, se han publicado en el DOUE numerosos Reglamentos Delegados y de Ejecución que desarrollan aspectos técnicos clave del marco normativo sobre criptoactivos establecido por el Reglamento MiCA. Estas normas técnicas de regulación y ejecución completan y concretan los requisitos aplicables tanto a emisores de criptoactivos (RTS de Criptoactivos), como a proveedores de servicios, y han comenzado a entrar en vigor progresivamente a lo largo de este primer semestre.

Entre las nuevas disposiciones se encuentran normas relativas a la tramitación de reclamaciones por parte de los proveedores de servicios de criptoactivos, los procedimientos para la aprobación de libros blancos, y las condiciones para el funcionamiento de los colegios consultivos de supervisión. Asimismo, se han definido metodologías específicas para estimar el volumen y valor de operaciones con fichas referenciadas a activos o de dinero electrónico, especialmente aquellas denominadas en monedas no oficiales de Estados miembros.

Otras normas relevantes regulan la continuidad en la prestación de servicios, los requisitos de notificación de intención de prestar servicios por parte de entidades financieras, y los estándares sobre presentación de datos de transparencia y conservación de registros. También se han aprobado disposiciones sobre fondos propios, programas de pruebas de resistencia y políticas de gobernanza y remuneración de los emisores de fichas significativas.

Además, se han establecido requisitos detallados sobre la información necesaria para las solicitudes de autorización como proveedor de servicios de criptoactivos y para la evaluación de adquisiciones de participaciones cualificadas tanto en emisores como en proveedores.

The legislative proposals have been sent to the European Parliament and the Council for their consideration and adoption. The changes will enter into force once these legal texts are published in the OJEU.

With the collaboration of various teams in the Firm, Pérez-Llorca has prepared the article "*Highlights of the Omnibus Package on Sustainability*", in which we provide an in-depth analysis of the main new features introduced by this European legislative initiative.

Crypto-assets and digital operations

The package of Regulatory Technical Standards (RTS) for the development of crypto-asset regulations

In the first half of 2025, a number of Delegated and Implementing Regulations were published in the OJEU. These regulations flesh out key technical aspects of the regulatory framework for crypto-assets established by the MiCA Regulation. These technical regulatory and implementing regulations complete and specify the requirements applicable to both crypto-asset issuers (crypto-asset RTS) and service providers, and have begun to enter into force progressively throughout the first half of this year.

The new provisions include rules on the handling of complaints by crypto asset service providers, the procedures for the approval of white papers, and the conditions for the functioning of supervisory colleges. Specific methodologies have also been defined for estimating the volume and value of transactions involving asset-referenced tokens or electronic money tokens, particularly those denominated in non-official currencies of Member States.

Other key rules cover the continuity of service provision, the requirements for financial institutions to notify their intention to provide services, and standards on the disclosure of transparency data and record keeping. Provisions have also been adopted on own funds, stress testing programmes, and governance and remuneration policies for issuers of significant tokens.

In addition, detailed requirements have been established regarding the information necessary for applications for authorisation as a crypto-asset service provider and for the assessment of acquisitions of qualifying holdings in both issuers and providers.

Finalmente, se incluyen nuevas obligaciones en materia de políticas de conflictos de intereses, así como sobre el tratamiento de datos y su legibilidad por máquina en el marco de los libros blancos.

ESPAÑA

Mercado de valores

Circular 2/2025, de 26 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican las Circulares 1/2021, de 25 de marzo, 1/2010, de 28 de julio, y 5/2009, de 25 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

El 24 de abril de 2025, se publicó en el BOE la Circular 2/2025 de la CNMV que introduce las siguientes modificaciones a:

1. La **Circular 1/2021**, de 25 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados financieros de las Empresas de Servicios de Inversión y sus grupos consolidables, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de tipo cerrado.

   Primeramente, se amplía su ámbito de aplicación para incluir a los PSC y a las EAFN que sean personas jurídicas bajo la supervisión de la CNMV. En ese sentido:

   - Se modifica el título de la Circular 1/2021 para para reflejar su aplicación a ESI, SGIIC, SGEIC, PSC y EAFN.
   - Se incluye la obligación que tendrán los PSC y las EAFN de remitir cuentas anuales conforme a los anexos de dicha Circular (que también han sido modificados).
   - Se introduce la obligación de las EAFN de enviar el Informe de Auditoría Interna y actualización del informe de autoevaluación de capital y liquidez.

   Adicionalmente, también se realizan modificaciones generales para:

   - Realizar ajustes en la periodicidad y modelos de los estados reservados, incluyendo la supresión de algunos (M51 - *Detalle del inventario de la cartera* -, M7 - *Cartera de instrumentos derivados* -, T2 - *Clasificación de la cartera* - y T3 - *Créditos y cuentas a cobrar* -) e introducir nuevos (M6 - *Saldos de clientes* -, M7 - *Actividades accesorias* -, M8 - *Seguimiento* -).

Finally, new obligations have been included regarding conflict of interest policies, as well as data processing and machine readability in the context of white papers.

SPAIN

Securities market

Circular 2/2025, of 26 March, of the National Securities and Exchange Commission, amending Circular 1/2021 of 25 March, Circular 1/2010 of 28 July, and Circular 5/2009 of 25 November, of the National Securities and Exchange Commission

On 24 April 2025, Circular 2/2025 of the CNMV was published in the Official State Gazette, and introduces the following amendments:

1. **Circular 1/2021**, of 25 March, of the National Securities and Exchange Commission, on accounting standards, annual accounts and financial statements of Investment Services Companies and their consolidated groups, Collective Investment Institution Management Companies and Closed-End Fund Management Companies.

   Firstly, its scope of application is extended to include CASPs and NFAFs which are legal entities under the supervision of the CNMV. In this regard:

   - The title of Circular 1/2021 is amended to reflect its application to ESIs, SGIICs, SGEICs, CASPs and NFAFs.
   - The obligation for CASPs and NFAFs to submit annual accounts in accordance with the annexes to that Circular (which have also been amended) has been included.
   - The obligation for NFAFs to submit the Internal Audit Report and update the capital and liquidity self-assessment report has also been introduced.

   In addition, general amendments have also been made to:

   - Carry out adjustments to the frequency and models of reserved statements, including the deletion of some (M51 - *Portfolio inventory details*, M7 - *Derivative instruments portfolio*, T2 - *Portfolio classification*, and T3 - *Loans and receivables*) and introduce new ones (M6 - *Customer balances*, M7 - *Ancillary activities*, M8 - *Monitoring*).

- Crear el estado F para aportaciones al FOGAIN.

- En el caso de SGIIC y SGEIC, eliminar los estados G11 (*Fondo de garantía de inversiones*) y R09 (*Estado aportaciones al FGI*), e incorporar el estado R11 (*Número y tipología de reclamaciones recibidas y tramitadas*).

Por último, se establece un estado anual (BCFT1) para la PBC/FT, obligatorio para las ESI (excepto a las EAF), SGIIC, SGEIC y los PSC.

2. La **Circular 1/2010**, de 27 de enero, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre estadísticas de los tipos de interés que se aplican a los depósitos y a los créditos frente a los hogares y las sociedades no financieras

Se introducen modificaciones con dos objetivos principales: por un lado, establecer un modelo de estado reservado para reportar los aspectos clave de la actividad de los PSC; y por otro, actualizar y simplificar los modelos de estados reservados ya existentes para las ESI, con el fin de mejorar la precisión de la información requerida y reducir las cargas de reporte sin comprometer una supervisión adecuada.

En relación con el primer objetivo, se introducen las siguientes modificaciones:

- Se modifica el título de la Circular para reflejar que aplica tanto a las ESI como a los PSC.

- Se actualiza la Norma Primera para ampliar el objeto de reporte, incluyendo expresamente a los PSC.

- Se modifica la Norma Segunda para incorporar a los PSC como sujetos obligados a remitir información reservada.

- Se reforma la Norma Tercera para establecer los modelos de estados reservados CR y GCR, indicando la periodicidad con la que podrían ser requeridos mediante orden imperativa individual, así como el plazo máximo para su remisión en caso de recibir dicha orden.

- Además, se incorporan dos nuevos anexos:

  – Anexo *ter*, que define el modelo del estado reservado CR, compuesto por cinco tablas destinadas a recabar datos sobre los distintos servicios de criptoactivos.

- Create statement F for contributions to the General Investment Guarantee Fund (*Fondo de General de Garantía de Inversiones*) (FOGAIN).

- In the case of SGIICs and SGEICs, delete statements G11 (*Investment guarantee fund*) and R09 (*Statement of contributions to the FGI*), and incorporate statement R11 (*Number and type of complaints received and processed*).

Finally, an annual statement (BCFT1) has been established for AML/CFT, which is mandatory for ESIs (except for EAFs), SGIICs, SGEICs and CASPs.

2. **Circular 1/2010**, of 27 January, of the Bank of Spain, to credit institutions, concerning statistics on interest rates applied to deposits and loans vis-à-vis households and non-financial corporations

Amendments have been introduced with two main objectives: firstly, to establish a reserved statement template for reporting key aspects of CASP activity; and secondly, to update and simplify the existing reserved statement templates for ESIs in order to improve the accuracy of the information required and reduce the reporting burden without compromising adequate supervision.

Regarding the first objective, the following changes have been introduced:

- The title of the Circular has been changed to reflect the fact that it applies to both ESIs and CASPs.

- Rule One has been updated to expand the scope of reporting, expressly including CASPs.

- Rule Two has been amended to include CASPs as entities required to submit reserved information.

- Rule Three has been amended to establish the CR and GCR reserved statement templates, specifying the frequency with which they may be required by individual mandatory orders, as well as the maximum deadline for their submission in the event of receiving such an order.

- In addition, two new annexes have been added:

  – Annex *ter*, which defines the format of the CR reserved statement template, which consists of five tables designed to collect data on the various crypto-asset services.

– Anexo *quater*, que establece el modelo del estado reservado GCR, compuesto por cuatro tablas, el cual también podrá ser requerido mediante orden imperativa individual.

En cuanto al segundo objetivo, orientado a la simplificación y homogeneización del reporte, se aplican las siguientes medidas:

- Se sustituye el reporte trimestral de actividad en los mercados de valores (correspondiente a los tres primeros trimestres del año) por un único reporte semestral, referido al primer semestre.

- Para homogeneizar la información reportada por las EAF, estas deberán presentar los estados T1 (*Datos societarios y personas de contacto*), T2 (*Número y tipología de clientes por servicio y por segmento comercial*), T4 (*Ingresos brutos totales percibidos por la prestación de servicios de inversión*), T5 (*Incentivos*) y T13 (*Reclamaciones*) además de los T3 (*Número de clientes minoristas por tipo de perfil de riesgo*) y T8 (*Asesoramiento en materia de inversión*) que ya venían reportando. Este mismo esquema se aplicará a las EAFN.

- Se introducen dos nuevos campos (*Instrumento financiero criptoactivo e Instrumento financiero referenciado o con subyacente criptoactivos*) en los estados reservados para adaptarlos a los PSC.

3. La **Circular 5/2009**, de 25 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que regula el Informe Anual del Auditor sobre Protección de Activos de Clientes

Se modifica por primera vez la Circular 5/2009 de la CNMV con los siguientes objetivos:

- Ampliar el contenido del Informe Anual sobre Protección de Activos de Clientes, de forma que incluya también aquellas revisiones que deben llevar a cabo los auditores externos respecto a la actividad en mercados de valores, cuando estas resulten aplicables a los servicios relacionados con criptoactivos.

- Extender el ámbito de aplicación del informe a los PSC y a EDE en relación con los servicios de criptoactivos que presten. Estas entidades podrían estar obligadas a remitir el Informe Anual a la CNMV si así se les requiere de forma expresa e individual. La definición anticipada del contenido del informe tiene como finalidad permitir que estas entidades estén preparadas para cumplir con dicho requerimiento cuando se produzca.

– Annex *quater*, which establishes the format of the GCR confidential report template, which consists of four tables and may also be requested by individual mandatory order.

Regarding the second objective, which seeks to simplify and standardise reporting, the following measures will be implemented:

- The quarterly report on activity in the securities markets (corresponding to the first three quarters of the year) is replaced by a single semi-annual report which covers the first half of the year.

- To standardise the information reported by NFAFs, they must submit the following statements: T1 (*Company data and contact persons*), T2 (*Number and type of clients by service and commercial segment*), T4 (*Total gross income received from the provision of investment services*), T5 (*Incentives*) and T13 (*Complaints*) in addition to T3 (*Number of retail clients by risk profile type*) and T8 (*Investment advice*) which they were already reporting. This same scheme will apply to NFAFs.

- Two new sections (*Crypto-asset financial instrument and Financial instrument referenced to or with crypto-assets as underlying assets*) have been added to the reserved statements to ensure their compliance with the CASPs.

3. **Circular 5/2009**, of 25 November, of the National Securities and Exchange Commission, which governs the Annual Auditor's Report on Protection of Client Assets

Circular 5/2009 of the CNMV has been amended for the first time with the following objectives:

- To expand the contents of the Annual Report on Protection of Client Assets to also include those reviews that must be carried out by external auditors concerning activity in securities markets, when applicable to services related to crypto-assets.

- To expand the scope of the report to include CASPs and Electronic Deposit Entities (EDEs) regarding the crypto-asset services they provide. These entities may be required to submit the Annual Report to the CNMV if expressly requested to do so on an individual basis. The advance definition of the contents of the report is intended to enable these entities to be prepared to comply with this requirement when it arises.

Sector bancario

Proyecto de Ley de administradores y compradores de crédito

El 4 de marzo de 2025, el Consejo de Ministros aprobó el *Proyecto de Ley de administradores y compradores de créditos y por la que se modifican la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, la Ley de contratos de crédito al consumo, la Ley de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, la Ley reguladora de los contratos de crédito inmobiliario, y el texto refundido de la Ley Concursal* (el Proyecto de Ley) y por el que se transpone al ordenamiento jurídico español la Directiva NPLs que establece el marco regulatorio comunitario de los compradores y administradores (*credit servicers*) de créditos dudosos (*non-performing loans o NPLs*) otorgados por instituciones financieras de la UE.

El Proyecto de Ley publicado en el Boletín Oficial de las Cortes Generales el pasado 14 de marzo de 2025 -actualmente en trámite parlamentario - introduce importantes novedades regulatorias en relación con la gestión de los NPLs.

Entre las medidas más relevantes, destaca la obligación de obtener autorización del Banco de España para aquellas personas jurídicas que, en el ejercicio de su actividad empresarial, gestionen, ejecuten o administren derechos y obligaciones derivados de créditos y contratos de NPLs (administradores de crédito) en nombre de un comprador de créditos, siempre que realicen al menos una de las siguientes actividades:

- Reclamación o cobro de pagos vencidos al prestatario.
- Renegociación de las condiciones del crédito o contrato de NPL con el prestatario, de acuerdo con las instrucciones del comprador de créditos, cuando no se trate de un intermediario de crédito o de un intermediario de crédito inmobiliario.
- Administración de reclamaciones relacionadas con créditos o contratos de crédito.
- Comunicación al prestatario de modificaciones en tipos de interés, gastos u otros aspectos relacionados con el crédito o contrato.

De esta manera, los administradores de crédito, para poder obtener la autorización correspondiente, deberán cumplir con una serie de requisitos, tales como:

- Ser personas jurídicas con ánimo de lucro, legalmente constituidas en España y con domicilio social o centro de administración efectivo en territorio nacional.

Banking sector

Draft Law on credit servicers and buyers

On 4 March 2025, the Council of Ministers approved the *Draft Law on credit servicers and buyers, amending the Law on measures to reform the financial system, the Law on consumer credit contracts, the Law on the organisation, supervision and solvency of credit institutions, the Law regulating real estate credit contracts, and the revised text of the Insolvency Law* (the "Draft Law") and which transposes into Spanish law the NPL Directive which establishes the community regulatory framework for the buyers and credit servicers of non-performing loans (NPLs) granted by EU financial institutions.

The Draft Law, which was published in the Official Gazette of the Spanish Parliament on 14 March 2025, is currently pending before the Congress of Deputies and introduces significant regulatory changes concerning the management of NPLs.

Among the most significant measures is the obligation to obtain an authorisation from the Bank of Spain for legal entities that, in the course of their business activities, manage, execute or administer rights and obligations arising from NPLs (credit servicers) on behalf of a credit purchaser, provided that they carry out at least one of the following activities:

- Claiming or collecting overdue payments from borrowers.
- Renegotiating the terms of credits or NPL contracts with borrowers, in accordance with the instructions of the credit purchaser, provided that they are not credit intermediaries or real estate credit intermediaries.
- Administering claims related to credits or credit contracts.
- Notifying borrowers of changes in interest rates, expenses or other aspects relating to the credit or credit contract.

To obtain the relevant authorisation, credit servicers must meet a series of requirements. These requirements include the following:

- They must be for-profit legal entities, which have been legally incorporated in Spain and which have their registered office or effective centre of administration in Spain.

- Acreditar que los miembros de su órgano de administración y quienes dirijan efectivamente la actividad reúnen los requisitos de honorabilidad e idoneidad (por ejemplo, carecer de antecedentes penales o no estar en concurso de acreedores).

- Contar con sistemas de gobernanza sólidos y mecanismos de control interno adecuados, incluyendo procedimientos contables, gestión de riesgos, nombramiento de un delegado de protección de datos y un sistema de atención y resolución de reclamaciones de prestatarios.

Por otro lado, el Proyecto de Ley también define a los compradores de crédito siendo estos cualquier persona física o jurídica -excepto entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito- que adquiera créditos o contratos de NPLs en el ejercicio de su actividad profesional, estableciendo para ellos varias obligaciones, como:

- Designar a un administrador de créditos, una entidad de crédito o un establecimiento financiero de crédito para gestionar los créditos adquiridos.

- Nombrar por escrito un representante con domicilio social o centro de administración efectivo en la Unión Europea, en caso de que el comprador opere en España, pero no esté domiciliado ni tenga su sede en la UE.

- Comunicar al Banco de España la identidad y dirección del administrador de créditos o de la entidad responsable de las actividades de gestión de los NPLs.

El Proyecto de Ley no será de aplicación a la administración de créditos realizada por sociedades gestoras, notarios, abogados, la Administración de Justicia, Sareb o el Fondo de Garantía de Depósitos. También se excluye la adquisición de créditos por parte de entidades de crédito o establecimientos financieros de crédito establecidos en la Unión Europea.

Las entidades que ya estuvieran desarrollando actividades de administración de créditos al momento de la entrada en vigor del Proyecto de Ley dispondrán de un plazo de 3 meses para presentar la solicitud de autorización ante el Banco de España y poder continuar su actividad.

- They must demonstrate that the members of their management body and those who effectively direct the activity meet the requirements of good standing and suitability (for example, that they have no criminal record and are not subject to bankruptcy proceedings).

- They must have robust governance systems and adequate internal control mechanisms, including accounting procedures, risk management, the appointment of a data protection officer and a system for handling and resolving borrower complaints.

Furthermore, the Draft Law also defines credit purchasers as any natural or legal persons, except credit institutions and financial credit institutions, who acquire credits or NPL contracts in the course of their professional activity. The Draft Law establishes various obligations for them, such as:

- Designating a credit servicer, a credit entity or a financial credit institution to manage the acquired credits.

- The appointment in writing of a representative with a registered office or effective centre of administration in the European Union, if the purchaser operates in Spain but is not domiciled and does not have its registered office in the EU.

- Notification to the Bank of Spain of the identity and address of the credit servicer or the entity responsible for the management activities of the NPLs.

The Draft Law will not apply to credit servicing carried out by management companies, notaries, lawyers, the Administration of Justice, the Bank Restructuring Asset Management Company (*Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria*) (Sareb) or the Deposit Guarantee Fund. The acquisition of loans by credit entities or financial credit institutions established in the European Union has also been excluded.

Entities that were already carrying out credit servicing activities at the time of the entry into force of the Draft Law will have a period of three months to submit their application for authorisation to the Bank of Spain in order to continue their activity.

Entidades y vehículos de inversión

Circular 1/2025, de 5 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican la Circular 6/2008, de 26 de noviembre; la Circular 11/2008, de 30 de diciembre, y la Circular 4/2016, de 29 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

El 17 de marzo de 2025, se publicó en el BOE la Circular 1/2025 de la CNMV que tiene como objetivo mejorar la información que reportan las Sociedades Gestoras y los depositarios, mediante la modificación de las siguientes circulares:

1. **Circular 6/2008** sobre la determinación del valor liquidativo y aspectos operativos de las instituciones de inversión colectiva.

   Se introducen modificaciones para adaptar las normas sobre la comisión de gestión sobre resultados a los requisitos que establecen las Directrices de ESMA sobre las comisiones de gestión sobre resultados en fondos UCITS y ciertos tipos de FIA.

   Entre los principales cambios, destacan los siguientes:

   - Sistema de cálculo: Se definen los elementos mínimos que debe contener el sistema de cálculo de la comisión de éxito, incluyendo obligatoriamente un indicador de referencia. Las entidades podrán elegir entre varias opciones, como una marca de agua o un índice de referencia.

   - Determinación de resultados: Se permite el devengo en firme de la comisión de resultados en casos específicos, como la sustitución de la sociedad gestora, el cambio en la política de inversión de la IIC o la eliminación de la comisión de gestión sobre resultados.

   - Inicio del periodo de referencia: Se establece que el periodo de referencia de rentabilidad comenzará en la fecha de inscripción en el registro de la CNMV del folleto que recoja la comisión de gestión sobre resultados.

2. **Circular 11/2008** sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las entidades de capital-riesgo.

   Se realizan modificaciones para exigir a los FILPE que presenten ante la CNMV los modelos de estados de información pública y reservada, con el objetivo de equipararlos al reporte que actualmente realizan el resto de entidades / vehículos regulados por la Ley 22/2014.

Investment entities and vehicles

Circular 1/2025, of 5 March, of the National Securities and Exchange Commission, amending Circular 6/2008, of 26 November; Circular 11/2008, of 30 December, and Circular 4/2016, of 29 June, of the National Securities and Exchange Commission

On 17 March 2025, Circular 1/2025 of the CNMV was published in the Official State Gazette (BOE) with the aim of improving the information reported by Management Companies and depositaries by amending the following circulars:

1. **Circular 6/2008** on the determination of the net asset value and operational aspects of collective investment institutions.

   Amendments have been introduced to adapt the rules on management fees to the requirements established by the ESMA Guidelines on management fees for UCITS funds and certain types of AIFs.

   The main changes include the following:

   - A calculation system: The minimum elements that the management fee calculation system must contain have been defined, and include a mandatory benchmark. Entities may choose from several options, such as a watermark or a benchmark index.

   - Determination of results: Performance fees may be definitively accrued in specific cases, such as the replacement of the management company, a change in the investment policy of the collective investment institution (CII) or the elimination of the performance-based management fee.

   - Start of the reference period: The performance reference period shall begin on the date on which the prospectus setting out the performance-based management fee is registered with the CNMV.

2. **Circular 11/2008** on accounting standards, annual accounts and reserved information statements of venture capital entities.

   Amendments have been introduced to require ELTIFs to submit public and reserved information statements to the CNMV, with the aim of bringing them into line with the reports currently submitted by other entities/vehicles regulated by Law 22/2014.

Adicionalmente, se introduce la presentación, como documento electrónico normalizado, del informe de seguimiento sobre las salvedades incluidas en los informes de auditoría de las ECR.

3. **Circular 4/2016** sobre las funciones de los depositarios de IIC y entidades reguladas por la Ley 22/2014.

   Se incluya la obligación de los depositarios de presentar, como documento electrónico normalizado, el informe de periodicidad anual sobre el cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión de entidades reguladas en la LECR.

Por último, se realizan adaptaciones en las tres Circulares para actualizar algunas referencias normativas (actualización de los artículos de la LECR.

Esta Circular entró en vigor el 6 de marzo de 2025, con excepción a las modificaciones de la Norma Primera, esto es, las modificaciones realizadas a la Circular 6/2008 sobre los estados reservados y la determinación del valor liquidativo y aspectos operativos de las IIC, que serán exigibles con referencia a 31 de diciembre de 2025.

In addition, the follow-up report on the caveats included in the audit reports of the venture capital firms (VCFs) must now be submitted as a standardised electronic document.

3. **Circular 4/2016** on the functions of depositaries of CIIs and entities regulated by Law 22/2014.

   This includes the obligation for depositaries to submit, as a standardised electronic document, the annual report on compliance with the monitoring and supervision function of entities regulated by the Law on Venture Capital Entities (using the Spanish acronym, LECR).

Finally, adjustments have been made to the three Circulars to update certain regulatory references (updating of the articles of the LECR).

This Circular entered into force on 6 March 2025, except for the amendments to Rule One, i.e. the amendments made to Circular 6/2008 on reserved statements and the determination of the net asset value and operational aspects of CIIs, which will be enforceable with reference to 31 December 2025.

SUPERVISIÓN

UNIÓN EUROPEA

Mercado de valores

Actualización de la herramienta de preguntas y respuestas de ESMA en lo relativo al CSDR y el Reglamento de *Crowdfunding*

Durante el primer semestre del 2025 ESMA, mediante su herramienta de preguntas y respuestas (*ESMA Q&A tool*), realizó diversas aclaraciones relativas a:

1. El **artículo 9** del Reglamento sobre Depositarios Centrales de Valores o CSDR

   ESMA aclaró si deben notificarse los cambios en la titularidad real de una cuenta de cliente (independientemente de cómo se haga desde una perspectiva técnica) en virtud del 9 del CSDR.

   En este sentido, ESMA respondió positivamente añadiendo que el artículo 9.1 del CSDR obliga a los internalizadores de la liquidación a comunicar trimestralmente a su autoridad competente el volumen y valor agregados de

SUPERVISION

EUROPEAN UNION

Securities market

Update of the ESMA Q&A tool on the CSDR and the Crowdfunding Regulation

During the first half of 2025, ESMA, through its Q&A tool, provided various clarifications on:

1. **Article 9** of the Central Securities Depositories Regulation (CSDR)

   ESMA has clarified whether changes to the beneficial ownership of a client account (regardless of how this is done from a technical perspective) must be reported under Article 9 of the CSDR.

   In this regard, ESMA responded in the affirmative, adding that Article 9.1 of the CSDR requires settlement internalisers to report the aggregate volume and value of securities transactions settled outside official settle-

las operaciones de valores liquidadas fuera de los sistemas oficiales de liquidación.

A estos efectos, se entiende por "internalizador de la liquidación" cualquier entidad que ejecute órdenes de transferencia por cuenta propia o de clientes, al margen de un sistema de liquidación. Por su parte, una "orden de transferencia" incluye toda instrucción para transferir la titularidad o participación en valores mediante anotación registral u otros medios.

Por tanto, toda operación que implique un cambio en la titularidad real de valores, realizada fuera de un sistema de liquidación, debe ser declarada conforme al artículo 9 del CSDR.

2. El **artículo 2.1.c)** del Reglamento *Crowdfunding*

En esta ocasión, ESMA aclara cómo debe calcularse el umbral establecido en la letra c) del apartado 1 del artículo 2 del Reglamento *Crowdfunding* que permite a los promotores de proyectos recaudar hasta 5.000.000 EUR en un periodo de 12 meses, utilizando plataformas de *crowdfunding*.

Para calcular este umbral, ESMA señala que se deben sumar los siguientes importes recaudados por un mismo promotor en los últimos 12 meses:

- Ofertas de valores negociables e instrumentos admitidos realizadas a través de plataformas de *crowdfunding*.
- Préstamos recaudados.
- Otras ofertas públicas de valores exentas de folleto conforme al Reglamento de Folletos, conocidas como "pequeñas ofertas".

Si la suma de los elementos anteriores supera los 5.000.000 EUR, la oferta queda fuera del ámbito de aplicación del Reglamento *Crowdfunding*.

Así, tanto el promotor del proyecto como el proveedor de servicios de *crowdfunding*, deben controlar el cumplimiento de dicho umbral y verificar que se mantiene por debajo del límite.

3. El **artículo 25.3.b)** del Reglamento *Crowdfunding*

ESMA proporciona aclaraciones sobre la aplicación de la obligación de divulgación establecida en el artículo 25(3) del Reglamento *Crowdfunding*, en relación con los tablones de anuncios que pueden habilitar los proveedores de servicios de *crowdfunding* para que sus clientes expresen su interés en la compraventa de préstamos, valores nego-

ment systems to their competent authority on a quarterly basis.

For these purposes, "settlement internaliser" means any entity that executes transfer orders on its own behalf or on behalf of clients, outside a settlement system. A "transfer order" includes any instruction to transfer ownership or a shareholding in securities through a registration or other means.

Therefore, any transaction involving a change in the actual ownership of securities, carried out outside a settlement system, must be reported under Article 9 of the CSDR.

2. **Article 2.1.c)** of the Crowdfunding Regulation

In this case, ESMA clarifies how the threshold established in Article 2.1.c) of the Crowdfunding Regulation, which allows project promoters to raise up to EUR 5,000,000 over a 12-month period using crowdfunding platforms, should be calculated.

To calculate this threshold, ESMA states that the following amounts raised by the same promoter in the last 12 months must be added together:

- Offers of transferable securities and eligible instruments carried out through crowdfunding platforms.
- Loans raised.
- Other public offers of securities exempt from the Prospectus Regulation, known as "small offers".

If the sum of the above items exceeds EUR 5,000,000, the offer falls outside the scope of the Crowdfunding Regulation.

Thus, both the project promoter and the crowdfunding service provider must monitor compliance with this threshold and verify that it remains below the limit.

3. **Article 25.3.b)** of the Crowdfunding Regulation

ESMA has clarified the application of the disclosure obligation established in Article 25.3 of the Crowdfunding Regulation concerning notice boards that crowdfunding service providers may provide to their clients to express their interest in buying or selling loans, transferable securities or other instruments used for crowdfunding, initially offered through their platforms.

ciables u otros instrumentos utilizados para el *crowdfunding*, inicialmente ofrecidos a través de sus plataformas.

A este respecto, ESMA indica que, para cumplir con dicha obligación, los proveedores de servicios de *crowdfunding* que gestionen un tablón de anuncios deberán exigir a sus clientes -cuando anuncien la intención de vender un préstamo, valor transferible o instrumento admitido con fines de financiación participativa- que pongan a disposición de los potenciales inversores la ficha de información clave para el inversor (*Key Investment Information Sheet* o KIIS). Este documento debe haber sido elaborado bajo la responsabilidad del promotor del proyecto al momento de realizarse la oferta de financiación participativa, y su contenido debe mantenerse actualizado hasta el cierre de la oferta correspondiente.

No obstante lo anterior, ESMA reconoce que, al momento de publicarse un anuncio en el tablón, la información contenida en la KIIS puede no estar actualizada. Por ello, considera que, en los casos en que un cliente publique un anuncio en el tablón de anuncios de un proveedor una vez cerrada la oferta, dicho proveedor deberá asegurarse de que el cliente vendedor indique la fecha (mes y año) en la que recibió la KIIS.

In this regard, ESMA states that to comply with this obligation, crowdfunding service providers operating a notice board must require their clients, when announcing their intention to sell a loan, transferable security or instrument eligible for crowdfunding, to make the Key Investor Information Document (KIID) available to potential investors. This document must have been prepared by the project promoter at the time of the crowdfunding offer and its contents must be kept up to date until the end of the offer.

Notwithstanding the above, ESMA acknowledges that at the time an advertisement is published on the board, the information contained in the KIID may not be up to date. Therefore, ESMA considers that, in cases where a client publishes an advertisement on a provider's notice board after the offer has closed, that provider must ensure that the selling client states the date (month and year) on which it received the KIID.

ESMA insta a las empresas de redes sociales a hacer frente a los anuncios financieros no autorizados

El 28 de mayo de 2025, ESMA remitió cartas a diversas redes sociales y plataformas digitales (entre ellas X, Meta, TikTok, Alphabet, Telegram, Snap, Amazon, Apple, Google y Reddit) instándolas a adoptar medidas proactivas para prevenir la promoción de servicios financieros no autorizados.

ESMA alerta sobre el creciente riesgo de estafas en línea dirigidas a inversores minoristas, que no solo provocan pérdidas económicas, sino que también socavan la confianza en el sistema financiero, en las plataformas digitales y en el entorno en línea en general. Estas prácticas suelen inducir a error a los consumidores, llevándolos a contratar servicios ofrecidos por entidades que no cuentan con la debida autorización.

En respuesta a esta amenaza, ESMA solicita a las plataformas que amplíen su política de verificación de servicios financieros a todos los Estados miembros de la UE, con el fin de reforzar la protección de los inversores a nivel comunitario. Asimismo, les anima a considerar la reciente iniciativa de IOSCO sobre la lucha contra los daños en línea y el papel de los proveedores de plataformas digitales, en la que se subraya la creciente preocupación global ante los riesgos derivados de conductas financieras indebidas en entornos digitales.

ESMA urges social media companies to tackle unauthorised financial advertising

On 28 May 2025, ESMA wrote to various social media and digital platforms (including X, Meta, TikTok, Alphabet, Telegram, Snap, Amazon, Apple, Google and Reddit) urging them to take proactive measures to prevent the promotion of unauthorised financial services.

ESMA has warned of the growing risk of online scams targeting retail investors, which not only cause financial losses but also undermine confidence in the financial system, digital platforms and the online environment in general. These practices often mislead consumers, leading them to contract services offered by entities that are not duly authorised.

In response to this threat, ESMA is asking platforms to extend their financial services verification policy to all EU Member States in order to strengthen investor protection at EU level. It also encourages them to consider the recent IOSCO Statement on Combatting Online Harm and The Role of Digital Platform Providers, which highlights the growing global concern about the risks arising from improper financial conduct in digital environments.

Por último, ESMA invita a las plataformas a consultar su registro de empresas de inversión autorizadas conforme a MiFID II, con el fin de verificar si las entidades que se pretende promocionar cuentan con la correspondiente autorización de una autoridad supervisora de la UE o actúan en nombre de una empresa debidamente autorizada.

Finally, ESMA has invited platforms to consult its register of investment firms authorised under MiFID II in order to verify whether the entities they intend to promote are authorised by an EU supervisory authority or are acting on behalf of a duly authorised firm.

Sector bancario

El Consejo Europeo adoptó la decisión de realizar modificaciones al CRR sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito en lo que respecta a los requisitos aplicables a las operaciones de financiación de valores para mantener la actual ratio de financiación estable neta

El 12 de junio de 2025, el Consejo Europeo adoptó modificaciones específicas al CRR, con el objetivo de mantener la actual ratio de financiación estable neta o NSFR.

En virtud del CRR, algunas operaciones de financiación de valores a corto plazo disfrutan de ratio de una NSFR inferior a la establecida en Basilea III, no obstante, la aplicación de dicha NSFR expiraba el 28 de junio de 2025 por lo que a partir de esa fecha, aplicarían los requisitos establecidos en Basilea III.

Sin embargo, el Consejo Europeo ha decidido hacer permanente la aplicación de los actuales niveles de la NSFR y modificar el CRR en este sentido.

Esta es la última etapa del proceso de adopción de las modificaciones al CRR que se publicarán próximamente en el DOUE y serán de aplicación a partir del 29 de junio de 2025.

Banking sector

The European Council adopted the decision to modify the CRR on prudential requirements for credit institutions as regards requirements for securities financing transactions to maintain the the current net stable funding ratio

On June 12, 2025, the European Council adopted specific amendments to the CRR, with the objective of maintaining the current net stable funding ratio or NSFR.

Under the CRR, certain funding operations of short-term securities enjoy a lower NSFR ratio than that established in Basel III, however, the application of such NSFR was due to expire on June 28, 2025 and, as of that date, the requirements established in Basel III would apply.

However, the European Council has decided to make the application of the current NSFR levels permanent and to amend the CRR accordingly.

This is the last step in the process of adopting the amendments to the CRR which will be published shortly in the OJEU and will be applicable as of June 29, 2025.

Informe final de ESMA sobre las RTS que especifican las condiciones en las que debe cumplirse el requisito de cuenta activa

El 19 de junio de 2025, ESMA publicó su informe final sobre las RTS que determinan las condiciones necesarias para cumplir con el requisito de cuenta activa, establecido en el artículo 7 *bis* del Reglamento EMIR.

Este artículo exige que las contrapartes financieras y no financieras sujetas a la obligación de compensación -o que puedan quedar sujetas a ella- y que superen los umbrales establecidos en ciertas categorías de derivados (como derivados sobre tipos de interés denominados en euros o en eslotis polacos, o derivados sobre tipos de interés a corto plazo en euros), mantengan al menos una cuenta activa en una ECC que ofrezca servicios de compensación para dichos instrumentos.

ESMA publishes its final report on the RTS which establish the conditions necessary to comply with the active account requirement

On 19 June 2025, ESMA published its final report on the RTS which establish the conditions necessary to comply with the active account requirement, as set out in Article 7 bis of the European Market Infrastructure Regulation (EMIR) Regulation.

This article requires financial and non-financial counterparties that are subject to the clearing obligation – or that may become subject to it – and that exceed the thresholds set for certain categories of derivatives (such as derivatives on interest rates denominated in euros or Polish zloty, or derivatives on short-term interest rates in euros) to maintain at least one active central counterparty (CCP) account that offers clearing services for those instruments.

De esta manera, el informe de ESMA especifica que, para cumplir con este requisito, las entidades obligadas deberán, entre otras:

- Contar con un acuerdo contractual, incluyendo aspectos relacionados con cuentas de efectivo y de garantía, con una ECC autorizada, un miembro compensador o un cliente que proporcione servicios de compensación de clientes.
- Establecer políticas y procedimientos internos relacionados con estos acuerdos.
- Disponer de un sistema informático conectado a la ECC autorizada, miembro compensador o cliente correspondiente.
- Implementar mecanismos internos para supervisar exposiciones y garantizar la operatividad en distintos escenarios, identificando posibles obstáculos jurídicos y operativos.
- Demostrar que cuentan con los recursos humanos necesarios para asegurar el funcionamiento eficaz de la compensación, incluso ante un gran volumen de posiciones o nuevas operaciones.
- Realizar pruebas técnicas y funcionales que validen la conectividad y capacidad operativa con la ECC o los intermediarios mencionados.

Además, se establecen requisitos específicos para las contrapartes que compensen derivados extrabursátiles sobre tipos de interés en euros, tales como:

- Identificación de las cinco subcategorías más relevantes en las que se concentre el mayor número de operaciones dentro de un servicio de compensación de importancia sistémica sustancial.
- Cálculo del número mínimo de operaciones que deben compensarse, determinado en función de la duración de los siguientes períodos de referencia:
  - 1 mes, para contrapartes con un volumen nocional pendiente de compensación superior a 100.000.000 de euros.
  - 6 meses, para aquellas cuyo volumen nocional pendiente sea inferior a dicho umbral.

Asimismo, se definen las condiciones para la remisión de información (*reporting*) a las autoridades competentes.

Por último, ESMA presentará el informe final y el proyecto de RTS a la Comisión Europea, que dispondrá de un plazo de 3 meses para decidir si adopta dichas normas en forma de Re-

The ESMA report specifies that, in order to comply with this requirement, the entities concerned must, among other things:

- Have a contractual agreement, which includes factors relating to cash and collateral accounts, with an authorised CCP, a clearing member or a client that provides client clearing services.
- Establish internal policies and procedures related to these agreements.
- Have an IT system connected to the authorised CCP, clearing member or relevant client.
- Implement internal mechanisms to monitor exposures and ensure operational continuity in different scenarios, identifying potential legal and operational obstacles.
- Demonstrate that they have the necessary human resources to ensure the effective functioning of clearing, even in the event of a large volume of positions or new transactions.
- Conduct technical and functional tests to validate connectivity and operational capacity with the CCP or intermediaries mentioned above.

In addition, specific requirements have been established for counterparties that clear OTC derivatives on euro interest rates, such as:

- Identification of the five most significant subcategories in which the largest number of transactions are concentrated within a clearing service of substantial systemic importance.
- Calculation of the minimum number of transactions to be cleared, which are determined on the basis of the duration of the following reference periods:
  - 1 month, for counterparties with a notional amount yet to be cleared that exceeds EUR 100,000,000.
  - 6 months, for those with a notional amount yet to be cleared that is below the abovementioned threshold.

The conditions for reporting to the competent authorities have also been defined.

Finally, ESMA will submit the final report and draft RTS to the European Commission, which will have three months to decide whether to adopt these rules in the form of a Dele-

glamento Delegado. Tras su adopción, el Parlamento Europeo y el Consejo tendrán la posibilidad de oponerse en el marco del procedimiento de no objeción.

Entidades y vehículos de inversión

Actualización de la herramienta de preguntas y respuestas de ESMA en lo relativo a AIFMD

1. Sobre el **artículo 20.1.d)** de la AIFMD

   El 6 de enero de 2025, mediante su herramienta de preguntas y respuestas (*ESMA Q&A tool*) ESMA aclaró diversos aspectos relativos a la autorización de las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión Alternativa (SGEIC) para delegar la gestión de carteras o riesgos a entidades no supervisadas establecidas fuera de la UE.

   Así, ESMA advierte que no es posible realizar dicha delegación de acuerdo con lo establecido por el Artículo 20.1.d) de la AIFMD, en el que se exige que la delegación de funciones de gestión de carteras o de riesgos en una empresa establecida fuera de la UE garantice la cooperación entre las autoridades nacionales competentes del Estado miembro de origen de la Sociedad Gestora y la autoridad supervisora de la empresa del tercer país.

   Además, también aclara que el artículo 78.3 del Reglamento Delegado 231/2013 establece las condiciones mínimas necesarias para garantizar dicha cooperación, entre las que se encuentran que la entidad en la que se delega debe estar autorizada para gestionar activos o registrada con dicha finalidad y sujeta a la supervisión efectiva de una autoridad competente de su país de origen.

Directrices de ESMA sobre las herramientas de gestión de liquidez de los fondos UCITS y los FIA de capital variable

El 15 de abril de 2025, ESMA publicó las Directrices sobre Herramientas de Gestión de Liquidez o Directrices LMT aplicables a los vehículos de inversión UCITS y a los FIA de capital variable. A través de estas directrices, ESMA busca fortalecer la capacidad de las Sociedades Gestoras para gestionar eficazmente la liquidez, en especial en contextos de tensión en los mercados.

Entre los aspectos más destacados de las Directrices LMT se incluyen:

gated Regulation. Following adoption, the European Parliament and the Council may object under the non-objection procedure.

Investment entities and vehicles

Update of ESMA Q&A tool on AIFMD

1. Regarding **Article 20.1.d)** of the AIFMD

   On 6 January 2025, through its Q&A tool, ESMA clarified various aspects of the authorisation of Alternative Investment Fund Management Companies (SGEICs) to delegate portfolio or risk management to non-supervised entities established outside the EU.

   ESMA warns that such delegation is not possible under Article 20.1.d) of the AIFMD, which requires that the delegation of portfolio or risk management functions to an entity established outside the EU must ensure cooperation between the competent national authorities of the Management Company's home Member State and the supervisory authority of the third-country entity.

   Furthermore, it also clarifies that Article 78.3 of Delegated Regulation 231/2013 establishes the minimum conditions necessary to ensure such cooperation, including that the entity to which the delegation is entrusted must be authorised to manage assets or registered for that purpose and subject to effective supervision by a competent authority in its country of origin.

ESMA guidelines on liquidity management tools for UCITS funds and open-ended AIFs

On 15 April 2025, ESMA published its Guidelines on Liquidity Management Tools or LMT Guidelines applicable to UCITS investment vehicles and open-ended AIFs. Through these guidelines, ESMA seeks to strengthen the ability of Management Companies to effectively manage liquidity, particularly in times of market stress.

Highlights of the LMT Guidelines include:

- Evaluación de la idoneidad de las herramientas LMT: Al realizar esta evaluación, las SGEIC deberán tener en cuenta, al menos, los siguientes factores con respecto a los vehículos de inversión que gestionen:
  - Estructura jurídica del vehículo (por ejemplo, si se trata de una estructura principal-subordinada) y su política o estrategia de inversión.
  - Perfil de liquidez del vehículo y de sus activos subyacentes, considerando los reembolsos de los inversores y otras posibles fuentes de riesgo de liquidez.
  - Resultados de las pruebas de tensión (*stress test*) de liquidez.
  - Política de distribución del vehículo.
- Gestión de reembolsos: Las Sociedades Gestoras deberán evaluar la idoneidad de implementar "puertas de reembolso" (*redemption gates*) en todos los vehículos de inversión, dado que todos los activos pueden experimentar dificultades de liquidez en condiciones de mercado adversas. La activación de herramientas LMT puede resultar clave para evitar la suspensión de reembolsos.
- Extensión de los períodos de notificación: Para prevenir un incremento en las solicitudes de reembolso, las Sociedades Gestoras deberán calibrar cuidadosamente la duración de los períodos de notificación, teniendo en cuenta el tiempo necesario para la liquidación de activos.
- Precios duales (*swing pricing*): Las Sociedades Gestoras deberán considerar esta herramienta como una opción adecuada, especialmente para vehículos que invierten principalmente en activos cuyo coste de liquidez se refleja fundamentalmente en el diferencial entre precios de compra y venta.

Las Directrices LMT entrarán en vigor a partir de la fecha de aplicación de las RTS sobre las características de las herramientas LMT, que actualmente se encuentran en proceso de adopción por la Comisión Europea.

No obstante, las Sociedades Gestoras de fondos UCITS o FIA de capital variable ya constituidos antes de la entrada en vigor de estas Directrices dispondrán de un plazo de 12 meses, contado a partir de la fecha de su aplicación, para implementarlas.

- Assessment of the suitability of the LMT tools: When conducting this assessment, SGEICs must take into account at least the following factors regarding the investment vehicles they manage:
  - The legal structure of the vehicle (e.g. whether it involves a master-feeder structure) and its investment policy or strategy.
  - The liquidity profile of the vehicle and its underlying assets, taking into account investor redemptions and other potential sources of liquidity risk.
  - The results of liquidity stress tests.
  - The vehicle's distribution policy.
- *Redemption management:* Management Companies must assess the appropriateness of implementing redemption gates in all investment vehicles, given that all assets may experience liquidity difficulties in adverse market conditions. The activation of LMT tools may be key to avoiding the suspension of redemptions.
- Extension of notification periods: To prevent an increase in redemption requests, Management Companies must carefully calibrate the length of notification periods, taking into account the time needed for the settlement of assets.
- *Swing pricing:* Management companies must consider this tool an appropriate option, especially for vehicles that invest primarily in assets whose liquidity cost is mainly reflected in the spread between bid and ask prices.

The LMT Guidelines will enter into force on the date of application of the RTS on the features of LMT tools, which are currently being adopted by the European Commission.

However, Management Companies of UCITS or open-ended AIFs already established before the entry into force of these Guidelines will have a 12-month period, starting from the date of their application, to implement them.

Actualización del Q&A de las ESAs en relación con el DFI de PRIIPs

El 5 de mayo de 2025, las ESAs publicaron una nueva actualización de su documento de preguntas y respuestas (Q&A) sobre el DFI de PRIIPs que contiene las siguientes aclaraciones:

- Parámetro de riesgo de mercado

  Se actualiza la pregunta 9 para aclarar cómo abordar la revisión anual del DFI cuando cambia la clase del Parámetro de Riesgo de Mercado o PRM, pero ésta no se ha mantenido durante los 4 meses anteriores.

  De esta manera, según el Reglamento Delegado PRIIPs, los productores deben revisar el DFI al menos cada 12 meses y actualizarlo inmediatamente si hay cambios relevantes, como puede ser por ejemplo una modificación en el Indicador Resumido de Riesgo (IRR). Además, cualquier cambio en el PRM debe evaluarse con base en datos de los últimos 4 meses para evitar reflejar fluctuaciones temporales, debiendo proceder a actualizar el DFI, en su caso. Esta previsión se alinea con la obligación de revisar el PRM tras cambios en la estrategia de inversión y la posibilidad de ajustar el IRR si no representa adecuadamente el riesgo del producto.

- Escenarios de rentabilidad

  Se actualiza la pregunta 24 del apartado de escenarios de rentabilidad para aclarar el cálculo del escenario de tensión en los PRIIPs de categoría 3 frente a los de categoría 2.

  El apartado 26 del Anexo IV del Reglamento Delegado PRIIPs establece que, para los PRIIPs de categoría 3, deben aplicarse ciertos ajustes en el cálculo de escenario de tensión, como deducir la volatilidad en condiciones de tensión conforme a lo indicado en el punto 18, letras a) y c) de dicho Anexo IV. Sin embargo, no se menciona la letra d), que especifica el percentil a utilizar (99 para un año y 95 para otros periodos), siendo este un elemento clave para aplicar correctamente la metodología.

  Por ello, las ESAs aclaran que para calcular el escenario de tensión para los PRIIPs de categoría 3, también debe considerarse el citado punto 18.d).

  Asimismo, se actualiza la pregunta 25 para precisar que, al calcular los escenarios de rendimiento para períodos de tenencia intermedios en PRIIPs de categoría 2, debe utilizarse la duración de dicho período como horizonte temporal para aplicar los métodos de subintervalo fijo o

Update of the ESA's Q&A regarding the PRIIPs KID

On 5 May 2025, the ESAs published a new update to their Q&A document on the PRIIPs KID with the following clarifications:

- Market risk parameters

  Question 9 has been updated to clarify how to approach the annual review of the KID when the Market Risk Parameter (MRP) class changes, but this has not been maintained over the previous four months.

  Thus, according to the PRIIPs Delegated Regulation, manufacturers must review the KID at least every 12 months and update it immediately if there are any relevant changes, such as a change in the Summary Risk Indicator (SRI). In addition, any change to the MRP must be assessed based on data from the last 4 months to avoid reflecting temporary fluctuations, and the DFI must be updated if necessary. This provision aligns with the obligation to review the MRP following changes to the investment strategy and the possibility of adjusting the SRI if it does not adequately represent the risk of the product.

- Profitability scenarios

  Question 24 in the section on profitability scenarios has been updated to clarify the calculation of the stress scenario for category 3 PRIIPs as opposed to category 2 PRIIPs.

  Section 26 of Annex IV to the PRIIPs Delegated Regulation establishes that, for category 3 PRIIPs, certain adjustments must be applied to the stress scenario calculation, such as deducting volatility under stress conditions as specified in point 18, a) and c) of Annex IV. However, point d), which specifies the percentile to be used (99 for one year and 95 for other periods), is not mentioned, and this is a key element for the correct application of the methodology.

  Therefore, the ESAs clarify that point 18 d) must also be taken into account when calculating the stress scenario for category 3 PRIIPs.

  Question 25 has also been updated to clarify that when calculating performance scenarios for intermediate holding periods in category 2 PRIIPs, the duration of that period should be used as the time horizon for applying the fixed or decreasing sub-interval methods. The latter

decreciente. Este último solo es aplicable si el período intermedio supera 1 año.

Según el punto 35 del Anexo IV del Reglamento Delegado PRIIPs, los valores para escenarios desfavorable, moderado y favorable deben calcularse conforme a los puntos 5 a 14 de dicho anexo, usando el período especificado en el punto 6, pero basándose en los resultados del período de tenencia intermedio. Las ESAs aclaran que esta duración debe usarse como referencia tanto para el subintervalo fijo como, si procede, para el subintervalo decreciente.

Por último, en relación con los escenarios de rentabilidad, se actualiza la pregunta 26 con el fin de precisar el cálculo del escenario de tensión para los PRIIPs de categoría 2, conforme al punto 18.a) del Anexo IV del Reglamento Delegado PRIIPs.

Las ESAs aclaran que dicho punto debe utilizarse como base para aplicar la fórmula indicada en el punto 18.c) del mismo Anexo, relativa al cálculo de la volatilidad, teniendo en cuenta tanto el período de tenencia recomendado como, en su caso, los períodos intermedios. Asimismo, cuando el período de tenencia sea igual o inferior a un año, deberán utilizarse los valores recogidos en la tabla bajo la etiqueta "1 año" para calcular el escenario de estrés.

- Cálculo del indicador resumido de costes

En relación con el cálculo del indicador resumido de costes, se aclara la pregunta 6 para precisar que los costes de entrada deben estar incluidos dentro del importe de 10.000 € mencionado en el punto 90 del Anexo VI del Reglamento Delegado PRIIPs.

Este punto establece cómo deben presentarse los costes para todos los tipos de PRIIPs. En concreto, indica que los cuadros de "Costes a lo largo del tiempo" y "Composición de los costes", previstos en el artículo 5 del Reglamento Delegado PRIIPS, deben mostrar los costes conocidos por el productor del PRIIP en términos monetarios y porcentuales, tomando como referencia una inversión de 10.000 € (para productos sin pagos periódicos) o 1.000 € al año (para productos con pagos periódicos).

Las ESAs aclaran que dentro de esos 10.000 € ya deben estar incluidos los costes de entrada.

is only applicable if the intermediate period exceeds one year.

According to point 35 of Annex IV to the PRIIPs Delegated Regulation, the values for unfavourable, moderate and favourable scenarios must be calculated in accordance with points 5 to 14 of that Annex, using the period specified in point 6, but based on the results of the intermediate holding period. The ESAs clarify that this duration should be used as a reference for both the fixed sub-interval and, where applicable, the decreasing sub-interval.

Finally, concerning profitability scenarios, question 26 has been updated to clarify the calculation of the stress scenario for category 2 PRIIPs, in accordance with point 18 a) of Annex IV to the PRIIPs Delegated Regulation.

The ESAs clarify that this point must be used as the basis for applying the formula set out in point 18 c) of the same Annex, relating to the calculation of volatility, taking into account both the recommended holding period and, where applicable, the intermediate periods. Furthermore, where the holding period is equal to or less than one year, the values set out in the table under the label "1 year" must be used to calculate the stress scenario.

- Calculation of the summary cost indicator

Regarding the calculation of the summary cost indicator, question 6 has been clarified to specify that entry costs must be included in the amount of €10,000 mentioned in point 90 of Annex VI to the PRIIPs Delegated Regulation.

This point establishes how costs must be presented for all types of PRIIPs. Specifically, it states that the tables "Costs over time" and "Composition of costs" provided for in Article 5 of the PRIIPs Delegated Regulation must show the costs known to the PRIIP manufacturer in monetary and percentage terms, taking as a reference an investment of €10,000 (for products without periodic payments) or €1,000 per year (for products with periodic payments).

The ESAs clarify that the €10,000 must already include entry costs.

Sostenibilidad / ESG

Directrices de la EBA sobre la gestión de riesgos ESG

El 8 de enero de 2025, la EBA publicó su informe final sobre las Directrices sobre la gestión de riesgos ambientales, sociales y de gobernanza o ESG (Directrices ESG) que, entre otras, recogen pautas para garantizar la resiliencia del modelo de negocio y el perfil de riesgo de las entidades financieras en materia de sostenibilidad y requisitos para los procesos internos y los mecanismos de gestión de riesgos ESG.

De esta manera, con respecto a la evaluación de materialidad de los riesgos ESG, las Directrices ESG señalan que las entidades deberán:

- Realizar una evaluación periódica, al menos una vez al año, de la materialidad de los riesgos ESG, o con mayor frecuencia en caso de que se produzca un cambio sustancial en su entorno empresarial relacionado con factores ESG (p.ej.: nuevas políticas públicas significativas, cambios en el modelo de negocio, en las carteras o en las operaciones de la entidad).

- Utilizar un enfoque basado en el riesgo que tenga en cuenta la probabilidad de ocurrencia y la magnitud potencial de los efectos financieros de los riesgos ESG en el corto y mediano plazo y en un horizonte de largo plazo de, al menos, 10 años.

- Evaluar los factores de riesgo, tanto de transición como físicos, considerando al menos lo siguiente:

  - Los principales sectores económicos que los activos financiados apoyan.

  - Cambios materiales actuales y potenciales en las políticas públicas, las tecnologías y las preferencias del mercado (por ejemplo, nuevas regulaciones ambientales o incentivos fiscales, desarrollo de tecnologías innovadoras bajas en carbono).

  - Exposiciones a sectores que contribuyen en gran medida al cambio climático.

  - Las zonas geográficas en las que se encuentran ubicados los activos clave de las contrapartes.

  - El nivel de vulnerabilidad a los riesgos ambientales (por ejemplo, riesgos relacionados con la temperatura, el viento, el agua o la masa sólida).

En lo relativo a la identificación y medición de los riesgos ESG, entre otros, los procedimientos internos de las entidades fi-

Sustainability/ESG

EBA guidelines on ESG risk management

On 8 January 2025, the EBA published its final report on the Guidelines on the management of Environmental, Social and Governance risks (ESG Guidelines), which, among other things, established guidelines to ensure the resilience of financial institutions' business models and risk profiles regarding sustainability and the requirements for internal processes and ESG risk management mechanisms.

Thus, regarding the materiality assessment of ESG risks, the ESG Guidelines state that institutions must:

- Conduct a periodic assessment, at least once a year, of the materiality of ESG risks, or more frequently in the event of a material change in their business environment related to ESG factors (e.g., significant new public policies, changes to the business model, portfolios or operations of the entity).

- Use a risk-based approach that takes into account the likelihood of occurrence and the potential magnitude of the financial effects of ESG risks in the short and medium term and over a long-term horizon of at least 10 years.

- Evaluate both transition and physical risk factors, considering at a minimum the following:

  - The main economic sectors that the financed assets support.

  - Current and potential material changes to public policies, technologies and market preferences (e.g. new environmental regulations or tax incentives, or the development of innovative low-carbon technologies).

  - Exposure to sectors that contribute significantly to climate change.

  - The geographical locations of counterparties' key assets.

  - The vulnerability level to environmental hazards (e.g. temperature-related, wind-related, water-related or solid mass-related hazards).

Regarding the identification and measurement of ESG risks, among others, financial institutions' internal procedures must

nancieras deberán contemplar herramientas y metodologías que permitan evaluar tanto los factores impulsores de estos riesgos como la calidad de los datos utilizados, incluyendo su nivel de granularidad y precisión, así como los métodos de cuantificación e indicadores empleados. Tales elementos deberán adecuarse a la evaluación de materialidad de cada entidad, a su tamaño y complejidad, y estar especialmente enfocados en el corto y medio plazo.

De igual manera, los procedimientos internos deberán incorporar criterios específicos por sector y por cartera, y contemplar, al menos, una metodología de alineación de carteras. Esta permitirá evaluar, desde una perspectiva sectorial, el grado en que las carteras de la entidad financiera se alinean con trayectorias climáticas o escenarios de referencia.

Con respecto a las políticas y procedimientos aplicables a las distintas categorías de riesgo financiero, las entidades deberán ser capaces de entender y gestionar tanto el impacto actual como el potencial futuro de los riesgos ESG. Esto abarca su exposición al riesgo de crédito, la valoración de posiciones sujetas al riesgo de mercado (especialmente a efectos de valoración prudente), el perfil de riesgo de liquidez y sus reservas, los riesgos operacionales (incluidos los litigios), y los riesgos reputacionales. Para ello, se podrá recurrir también a análisis prospectivos.

Las Directrices ESG entrarán en vigor el 11 de enero de 2026, salvo para las entidades financieras pequeñas y no complejas, para las que se aplicarán a más tardar a partir del 11 de enero de 2027.

Criptoactivos y operativa digital

Actualización de la herramienta de preguntas y respuestas de ESMA sobre criptoactivos

Durante el primer trimestre del 2025 (el 6 de enero y el 12 de marzo) ESMA, mediante su herramienta de preguntas y respuestas (*ESMA Q&A tool*), realizó las siguientes aclaraciones en lo que respecta al Reglamento MiCA y los FIA:

1. Sobre el **artículo 3.1.16)** de MiCA

   En esta ocasión, ESMA responde si los servicios de "*copy trading*" relacionados con criptoactivos, se deben considerar dentro del servicio de gestión de carteras de criptoactivos de MiCA o de cualquier otro servicio enumerados en su artículo 3.1.16) de MiCA.

   A estos efectos, ESMA responde que, dado que los servicios de "*copy trading*" no están definidos por MiCA, es importante determinar y calificar los servicios de criptoactivos

include tools and methodologies to assess both the drivers of these risks and the quality of the data used, including its level of granularity and accuracy, as well as the quantification methods and indicators used. These elements must be tailored to each institution's materiality assessment, size and complexity, and must be particularly focused on the short and medium term.

Similarly, internal procedures must incorporate specific criteria by sector and portfolio and include at least one portfolio alignment methodology. This will enable an assessment, from a sectoral perspective, of the extent to which the financial institution's portfolios are aligned with climate trajectories or reference scenarios.

Concerning the policies and procedures applicable to the different categories of financial risk, institutions must be able to understand and manage both the current and future potential impact of ESG risks. This covers their exposure to credit risk, the valuation of positions subject to market risk (especially for prudent valuation purposes), the liquidity risk profile and reserves, operational risks (including litigation), and reputational risks. Prospective analysis may also be used for this purpose.

The ESG Guidelines will enter into force on 11 January 2026, except for small and non-complex financial institutions, for which they will apply from 11 January 2027 at the latest.

Crypto-assets and digital operations

Updating of the ESMA Q&A tool regarding criptoassets

During the first quarter of 2025 (6 January and 12 March), ESMA, through the ESMA Q&A tool, provided the following clarifications regarding the MiCA Regulation and AIFs:

1. On **Article 3.1.16** of MiCA

   In this case, ESMA addresses whether copy trading services related to crypto assets should be considered within the crypto asset portfolio management service under MiCA or any other service listed in Article 3.1.16 of MiCA.

   Accordingly, ESMA states that given that copy trading services are not defined by MiCA, it is important to determine and classify the crypto-asset services provided

que presta el proveedor de servicios de criptoactivos para poder determinar qué autorización debe obtener y que requisitos de MiCA le son aplicables. Así, ESMA considera que las definiciones y el alcance de los servicios de asesoramiento en materia de inversión y gestión de carteras de MiFID II y los servicios de asesoramiento sobre criptoactivos y gestión de carteras de criptoactivos de MiCA son similares y, por tanto, deben interpretarse de forma similar.

Por tanto, para poder resolver la cuestión planteada, se deberán analizar los servicios prestados caso a caso y teniendo en cuenta lo establecido en la pregunta 9 de Q&A de ESMA sobre la protección al inversor e intermediarios, así como las subsecciones 2.1 y 2.2 informe de supervisión de ESMA sobre las expectativas de supervisión en relación con las empresas que ofrecen servicios de *copy trading*.

2. Sobre el **artículo 60.5** de MiCA

ESMA aclara que, si bien el artículo 60.5 del Reglamento MiCA faculta a las Sociedades Gestoras para prestar determinados servicios relacionados con criptoactivos, dicha facultad está sujeta a importantes limitaciones en determinados casos, conforme a lo establecido en el marco normativo aplicable.

Específicamente, aquellas Sociedades Gestoras de FIA (como las SGEIC) que operan bajo las exenciones contempladas en el artículo 3.2 de la AIFMD, esto es (i) que gestionan, directa o indirectamente, carteras de FIA cuyos activos totales no superan los 100 millones de euros o (ii) que gestionan activos que no exceden los 500 millones de euros, cuando sus carteras están compuestas por FIA no apalancados y sin derechos de reembolso ejercibles durante los primeros 5 años tras la inversión inicial, no podrán prestar servicios de criptoactivos mediante una simple notificación sino que deberán solicitar explícitamente la autorización correspondiente para poder ofrecer servicios relacionados con criptoactivos.

by the crypto-asset service provider in order to determine which authorisation it must obtain and which MiCA requirements apply to it. Therefore, ESMA considers that the definitions and scope of investment advice and portfolio management services under MiFID II and crypto asset advice and crypto asset portfolio management services under MiCA are similar and should therefore be interpreted similarly.

Therefore, to resolve the issue raised, the services provided must be analysed on a case-by-case basis, taking into account the provisions of question 9 of ESMA's Q&A on investor protection and intermediaries, as well as subsections 2.1 and 2.2 of ESMA's supervisory briefing on supervisory expectations in relation to firms offering copy trading services.

2. Regarding **Article 60.5** of MiCA

ESMA clarifies that, although Article 60.5 of the MiCA Regulation authorises Management Companies to provide certain services related to crypto-assets, this power is subject to significant limitations in certain cases, under the applicable regulatory framework.

Specifically, those Management Companies of AIFs (such as SGEICs) operating under the exemptions provided for in Article 3.2 of the AIFMD, i.e. (i) those that, directly or indirectly, manage portfolios of AIFs whose total assets do not exceed EUR 100 million or (ii) those that manage assets that do not exceed EUR 500 million, when their portfolios are composed of unleveraged AIFs with no redemption rights during the first five years after the initial investment, will not be able to provide crypto asset services by simple notification but must explicitly request the relevant authorisation in order to offer crypto asset-related services.

Dictamen de ESMA sobre las RTS que especifican determinados requisitos en relación con los conflictos de intereses para los proveedores de servicios de criptoactivos en virtud del Reglamento MiCA

El 24 de enero de 2025, ESMA emitió un dictamen formal en relación con el borrador de las RTS que especifican los requisitos en materia de políticas y procedimientos de prevención, identificación, gestión y divulgación de conflictos de interés aplicables a los proveedores de servicios de criptoactivos

ESMA Opinion on RTS specifying certain requirements in relation to conflicts of interest for crypto-asset service providers under the MiCA Regulation

On 24 January 2025, ESMA issued a formal opinion on the draft RTS governing the requirements for policies and procedures concerning the prevention, identification, management, and disclosure of conflicts of interest applicable to crypto-asset service providers under the MiCA Regulation. This opinion is

en virtud del Reglamento MiCA. Este dictamen responde a la carta remitida por la Comisión Europea el pasado 29 de noviembre de 2024, en la que se informaba de la intención de adoptar los RTS con modificaciones.

Así, ESMA sugiere un número limitado de cambios a las modificaciones propuestas por la Comisión, entre las que se encuentran mantener las disposiciones relativas a las operaciones personales como un artículo independiente (artículo 6, Políticas y procedimientos sobre conflictos de intereses en el contexto de las operaciones personales) sobre la base de que las operaciones personales pueden ser problemáticas no sólo porque pueden entrar en conflicto con los intereses de los PSC, sino también con los intereses de uno o más clientes.

Las propuestas de modificaciones de ESMA serán enviadas nuevamente a la Comisión Europea para su adopción (o en su caso, rechazo), teniendo el Parlamento y el Consejo de la Unión Europea 3 meses para oponerse a la versión final del RTS adoptado por la Comisión.

a response to the letter sent by the European Commission on 29 November 2024, which advised its intention to adopt the RTS with amendments.

ESMA suggests a limited number of changes to the amendments proposed by the Commission, including maintaining the provisions on personal transactions as a separate article (Article 6, Policies and procedures on conflicts of interest in the context of personal transactions) on the basis that personal transactions can be problematic not only because they may conflict with the interests of the CASPs but also with the interests of one or more clients.

ESMA's proposed amendments will be submitted to the European Commission for adoption (or, where appropriate, rejection), with the European Parliament and the Council of the European Union having three months to object to the final version of the RTS adopted by the Commission.

Directrices de ESMA sobre prácticas de supervisión para que las autoridades competentes prevengan y detecten el abuso de mercado en virtud del Reglamento MiCA

El 29 de abril de 2025, ESMA publicó su informe final sobre las Directrices relativas a prácticas de supervisión para que las autoridades competentes prevengan y detecten el abuso de mercado en virtud del Reglamento MiCA, con el objetivo de garantizar la coherencia entre las prácticas de supervisión de las autoridades competentes de la Unión Europea en esta materia.

De esta manera y en cumplimiento de lo establecido en las Directrices las autoridades competentes deberán, entre otras cuestiones:

- Supervisar el mercado de criptoactivos de forma que puedan responder sin demora indebida a los riesgos identificados para la integridad del mercado. En particular, se espera que las autoridades competentes den seguimiento a cualquier amenaza detectada para la integridad del mercado en un plazo razonable. Los problemas identificados no deben quedar sin una conclusión o un plan de acción adecuados.
- Incluir en su actividad de seguimiento aquellas prácticas manipuladoras que puedan derivarse de la tecnología específica detrás de los criptoactivos (por ejemplo, la manipulación del suministro de tokens).
- Considerar la posibilidad de monitorear las redes sociales con la mayor diligencia posible para cubrir la información

ESMA Guidelines on supervisory practices for competent authorities to prevent and detect market abuse under the MiCA Regulation

On 29 April 2025, ESMA published its final report on the Guidelines on supervisory practices for competent authorities to prevent and detect market abuse under the MiCA Regulation, with the aim of ensuring consistency between the supervisory practices of competent authorities in the European Union in this area.

In this way, and in compliance with the Guidelines, competent authorities must, among other things:

- Supervise the crypto-asset market in a way that enables them to respond to identified risks to market integrity without undue delay. In particular, competent authorities are expected to follow up on any detected threats to market integrity within a reasonable timeframe. Identified problems must not be left without a proper conclusion or action plan.
- Include in their monitoring activity any manipulative practices that may stem from the specific technology behind crypto assets (e.g. token supply manipulation).
- Consider monitoring social media on a best-effort basis to cover information posted on crypto-assets, given

publicada sobre criptoactivos, dado el mayor riesgo de difundir información falsa o engañosa que dichos medios puedan plantear en el entorno criptográfico en comparación con los mercados financieros tradicionales.

- Informarse y compartir información sobre las medidas adoptadas para prevenir y detectar el abuso de mercado de conformidad con estas Directrices, e intercambiar información sobre las mejores prácticas identificadas para garantizar la integridad del mercado.

Por último, con respecto al uso de información privilegiada, las autoridades competentes deben tomar en consideración, además de la posesión de información privilegiada por una persona que tenga acceso a ella a través del ejercicio de un empleo, profesión o funciones, la posesión de información privilegiada por una persona en relación con su rol en la tecnología de registro distribuido o tecnología similar (por ejemplo, "mineros" o validadores que realizan operaciones de compraventa anticipada o influyen en el flujo de transacciones validadas).

Estas Directrices serán de aplicación tres meses después de su publicación en todos los idiomas oficiales de la UE en el sitio web de ESMA.

the higher risk of spreading false or misleading information that such media may pose in the crypto environment in comparison to traditional financial markets.

- Inform and share information on the measures taken to prevent and detect market abuse in accordance with these Guidelines, and exchange information on best practices identified to ensure market integrity.

Finally, regarding insider dealing, competent authorities should take into consideration, in addition to the possession of inside information by a person having access to inside information through the exercise of an employment, profession or duties, the possession of inside information by a person in relation to his/her role in the distributed ledger technology or similar technology (e.g. miners or validators conducting front running or influencing the flow of validated transactions).

These Guidelines shall apply three months after their publication in all official EU languages on the ESMA website.

ESPAÑA

Entidades y vehículos de inversión

Actualización del Q&A de la CNMV sobre la normativa de IIC, ECR y otros vehículos de inversión colectiva cerrados

El 15 de enero de 2025, la CNMV actualizó su documento de "*Preguntas y respuestas sobre la normativa de instituciones de inversión colectiva, entidades de capital riesgo y otros vehículos de inversión colectiva cerrados*".

En esta actualización la CNMV aclara los siguientes puntos:

- Requisitos para que las IIC puedan invertir en fondos de titulización.

  CNMV responde que las IIC (incluyendo las IIC de inversión libre) y los vehículos de inversión cerrados solo pueden invertir en fondos de titulización cuando:

  - el originador retenga al menos un 5 % del interés económico neto, acorde con el Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013 *por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales*

SPAIN

Investment entities and vehicles

Update of the CNMV's Q&A on the regulation of CIIs, VCFs and other closed-end collective investment vehicles

On 15 January 2025, the CNMV updated its document "*Questions and answers on the regulation of collective investment institutions, venture capital entities and other closed-end collective investment vehicles*".

In this update, the CNMV clarifies the following points:

- Requirements for CIIs to invest in securitisation funds

  The CNMV states that CIIs (including free investment CIIs) and closed-end investment vehicles may only invest in securitisation funds when:

  - the originator retains at least 5% of the net economic interest, under *Delegated Regulation (EU) 231/2013 supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regard to exemptions, general conditions, deposi-*

de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión, y

– cumplan con los límites de titulización previstos en dicho Reglamento Delegado.

Adicionalmente, la CNMV también aclara que, tras las modificaciones de las directivas UCITS y AIFMD (en enero de 2023), las titulizaciones que incumplan el *Reglamento Delegado 2017/2402 por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada* tampoco son aptas para inversión por parte de los fondos constituidos en cumplimiento de los requisitos de UCITS y AIFMD, invalidando, por tanto, las inversiones en fondos de titulización regulados por la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial, que no se ajusten a dicho Reglamento Delegado.

- Aspectos que debe incluir el proceso de elección y designación del depositario para dar cumplimiento a la exigencia de que se base en criterios predefinidos objetivos y atienda exclusivamente a los intereses de las IIC y sus inversores

A este respecto la CNMV aclara que las Sociedades Gestoras deben disponer, en primer lugar, de un procedimiento que, con carácter general:

– Recoja el número de entidades mínimas a evaluar.

– Determine los criterios evaluados, considerándose adecuado que la Sociedad Gestora tenga en cuenta, entre otros, todos los costes soportados por las IIC (p.ej. las comisiones de depositaría, de liquidación, cambio de divisa y la remuneración de las cuentas de efectivo) así como la calidad del servicio prestado por el depositario y cualquier otro parámetro que se considere oportuno.

– Asigne una ponderación a cada uno de los criterios evaluados, debiendo ser la ponderación adecuada y proporcionada con base en el interés de las IIC. A este respecto se considera como buena práctica que en el proceso de selección se analicen, al menos, dos candidatos preseleccionados con base en criterios adecuados (p.ej.: volumen de negocio, mercados que cubre, tipos de gestoras a las que presta servicio).

Para garantizar la objetividad del proceso, también se considerará buena práctica comparar los servicios prestados y los costes reales de todos los depositarios evaluados. Además, la Sociedades Gestoras. para la selección del depositario. podrán contar con el apoyo de asesores

taries, leverage, transparency and supervision, and

– comply with the securitisation limits established in that Delegated Regulation.

In addition, the CNMV has also clarified that, following the amendments to the UCITS and AIFMD Directives in January 2023, securitisations that do not comply with *Delegated Regulation 2017/2402 laying down a general framework for securitisation and creating a specific framework for simple, transparent and standardised securitisation*, are also not eligible for investment by funds established in compliance with the requirements of UCITS and AIFMD, thereby invalidating investments in securitisation funds regulated by Law 5/2015 on the promotion of business financing that do not comply with that Delegated Regulation.

- Criteria that must be included in the process of selecting and appointing the depositary in order to comply with the requirement that it be based on predefined objective criteria and exclusively serve the interests of CIIs and their investors

In this regard, the CNMV has clarified that Management Companies must first have a procedure that, in general:

– Specifies the minimum number of entities to be evaluated.

– Determines the criteria to be evaluated, considering it appropriate for the Management Company to take into account, among other things, all costs incurred by the CIIs (e.g. depositary fees, settlement fees, currency exchange fees and cash account remuneration) as well as the quality of the service provided by the depositary and any other parameters deemed appropriate.

– Assign a weighting to each of the criteria evaluated, which should be appropriate and proportionate based on the interests of the CIIs. In this regard, it is considered good practice to ensure that the selection process analyses at least two pre-selected candidates based on appropriate criteria (e.g. turnover, markets covered, types of managers served).

To ensure the objectivity of the process, it is also considered good practice to compare the services provided and the actual costs of all the depositaries evaluated. In addition, Management Companies may seek the support of external advisors or, where appropriate, other entities

externos o, en su caso, de otras entidades de su grupo.

Por el contrario, CNMV aclara que no resultará adecuado considerar criterios relativos a:

- Costes no imputables directamente a las IIC (p. ej.: costes operativos en los que incurriría la Sociedad Gestora ante un posible cambio de depositario, o los desarrollos informáticos necesarios).
- Ahorros para la Sociedad Gestora derivados de las sinergias existentes con los depositarios designados o las economías de escala.

- Obligación de los contratos de las Sociedades Gestoras con los depositarios de recoger condiciones de subrogación en terceros

La CNMV aclara que, al vencimiento del contrato entre la Sociedad Gestora y el depositario de una IIC, la primera debe cumplir con su obligación legal de designar un nuevo depositario, aplicando criterios objetivos y en beneficio exclusivo de la IIC y sus inversores (art. 22.1 del Reglamento Delegado 2016/438).

Incluso cuando existan cláusulas de renovación tácita, las Sociedades Gestoras deben reevaluar periódicamente la idoneidad del depositario y las condiciones contractuales.

Si el depositario pertenece al mismo grupo que la Sociedad Gestora, es obligatorio comparar su designación con otros depositarios no vinculados (art. 22.2).

Además, se considera una buena práctica revisar anualmente la calidad del servicio del depositario.

Por último, el contrato debe incluir expresamente las condiciones para su modificación, rescisión y subrogación.

Revisión de la CNMV sobre el contenido de los DFI de IIC y de ECR

El 22 de abril de 2025, la CNMV comunicó sus conclusiones sobre la revisión que ha llevado a cabo sobre los DFI de IIC y ECR con la finalidad de verificar la adecuación de los mismos al Reglamento PRIIPs.

En este sentido, aunque en general en España los DFI cumplen con el mencionado texto legal, se han identificado algunas deficiencias relevantes:

within their group for the selection of the depositary.

On the other hand, the CNMV has clarified that it is not appropriate to consider criteria relating to:

- Costs that are not directly attributable to the CIIs (e.g. operating costs that would be incurred by the Management Company in the event of a change of depositary, or the necessary IT developments).
- Savings for the Management Company resulting from synergies with the appointed depositaries or economies of scale.

- Obligation of Management Companies and depositaries' contracts of subrogation to a third party

The CNMV has clarified that, upon the expiry of the contract between the Management Company and the depositary of a CII, the former must comply with its legal obligation to appoint a new depositary, applying objective criteria and in the exclusive interest of the CII and its investors (Article 22.1 of Delegated Regulation 2016/438).

Even where there are tacit renewal clauses, Management Companies must periodically reassess the suitability of the depositary and the contractual conditions.

If the depositary belongs to the same group as the Management Company, its appointment must be compared with other unrelated depositaries (Article 22.2).

In addition, it is considered good practice to review the quality of the depositary's service annually.

Finally, the contract must expressly include the conditions for its amendment, termination and subrogation.

CNMV review of the contents of KIDs for CIIs and VCFs

On 22 April 2025, the CNMV announced its conclusions on the review it had carried out on the KIDs for CIIs and VCFs in order to verify their compliance with the PRIIPs Regulation.

In this regard, although generally, in Spain, KIDs comply with the aforementioned legal text, some significant deficiencies have been identified:

- Información incompleta sobre la política de inversión con derivados.
- Ausencia de advertencias obligatorias, especialmente sobre inversiones de baja calidad crediticia.
- Errores en la asignación del nivel de riesgo en las ECR (no se indica el nivel 6 cuando corresponde).
- Uso de *benchmarks* no representativos, lo que lleva a una infraestimación del riesgo.
- Escenarios de rentabilidad poco prudentes, con rendimientos positivos incluso en escenarios de tensión.
- Inconsistencias en la información de costes, como omisión de costes de transacción en fondos con alta rotación o discrepancias con otros documentos oficiales.

La CNMV ha instado a las Sociedades Gestoras a corregir estas deficiencias y reforzar sus controles, anunciando que continuará supervisando este ámbito de actuación.

Sostenibilidad / ESG

La CNMV analiza las comunicaciones comerciales sobre sostenibilidad en las páginas web de las Sociedad Gestoras

El 25 de febrero de 2025, la CNMV anunció su análisis sobre las comunicaciones comerciales en las páginas web de diversas Sociedades Gestoras para detectar posibles prácticas de *greenwashing*, entendiéndose por tal (de acuerdo con la definición de ESMA adoptada por la CNMV) cualquier declaración o acción sobre sostenibilidad que no refleje fielmente el perfil real de sostenibilidad y pueda inducir a error a inversores o consumidores.

CNMV ha concluido que, en términos generales, la información sobre sostenibilidad proporcionada por las Sociedades Gestoras es adecuada y cumple con la normativa vigente, tanto a nivel institucional como a nivel de productos.

No obstante, se observaron casos puntuales de imprecisión, como declaraciones generales sobre sostenibilidad no vinculadas a productos concretos.

Criptoactivos y operativa digital

Comunicación de la CNMV sobre las obligaciones de información de prestadores de servicios de criptoactivos

El 9 de abril de 2025, la CNMV publicó un comunicado para informar sobre las obligaciones derivadas del Reglamento

- Incomplete information on the investment policy with derivatives.
- The absence of mandatory warnings, especially concerning investments with low credit quality.
- Errors in the allocation of risk levels in VCFs (level 6 has not been stated when applicable).
- The use of unrepresentative benchmarks, which leads to an underestimation of risk.
- Imprudent profitability scenarios, with positive returns even in stress scenarios.
- Inconsistencies in cost information, such as the omission of transaction costs in funds with high turnover or discrepancies with other official documents.

The CNMV has urged Management Companies to correct these deficiencies and strengthen their controls, and has announced that it will continue to monitor this area of activity.

Sustainability/ESG

The CNMV analyses commercial communications on sustainability on the websites of Management Companies

On 25 February 2025, the CNMV announced that it would analyse commercial communications on the websites of various Management Companies to detect possible greenwashing practices, understood as (under the ESMA definition adopted by the CNMV) any statement or action on sustainability that does not accurately reflect the actual sustainability profile and which may mislead investors or consumers.

The CNMV has concluded that, generally, the information on sustainability provided by Management Companies is adequate and complies with current regulations, both at the institutional level and at the product level.

However, isolated inaccuracies were observed, such as general statements on sustainability which were not linked to specific products.

Crypto-assets and digital operations

CNMV communication on the information obligations of crypto-asset service providers

On 9 April 2025, the CNMV published a statement to provide information on the obligations arising from the MiCA Regu-

MiCA, que afectan a los proveedores de servicios de criptoactivos.

Mediante dicho comunicado la CNMV ha informado sobre los canales habilitados para la recepción de información sobre operaciones ejecutadas y operaciones sospechosas que estarán en vigor hasta que se implementen las herramientas informáticas definitivas.

De esta manera, los proveedores de servicios de criptoactivos deberán enviar mensualmente, y antes del día 15 de cada mes, un informe con las operaciones ejecutadas, tanto por cuenta propia como de sus clientes. Esta información deberá presentarse a través de la sede electrónica de la CNMV. Además, cualquier operación que despierte sospechas deberá notificarse mediante correo electrónico, identificando a una persona de contacto para atender posibles requerimientos adicionales de la CNMV.

lation, which affect crypto-asset service providers.

In this statement, the CNMV provided information on the channels set up to receive information on transactions that have been executed and suspicious transactions, which will remain in force until the final IT tools are implemented.

Thus, crypto-asset service providers must submit a monthly report, before the 15th of each month, detailing the transactions executed on their own behalf and on behalf of their clients. This information must be submitted via the CNMV's electronic portal. In addition, any suspicious transactions must be reported by email, and must identify a contact person to respond to any additional requests from the CNMV.

CONSULTAS Y AUDIENCIAS PÚBLICAS

CONSULTATIONS AND PUBLIC HEARINGS

Descripción *Description*	**Próximos pasos** *Next steps*
● **Audiencia Pública del Anteproyecto de ley y proyectos de real decreto para la digitalización y modernización del sector financiero** ● *Public hearing on the Preliminary Draft Law and Draft Royal Decrees for the digitisation and modernisation of the financial sector* **Organismo**: Ministerio de Economía, Comercio y Empresa | ***Body***: *Ministry of Economy, Commerce and Business* ✓ **Fecha de publicación** | ***Publication date***: 02/01/2025 ✕ **Fecha de cierre** | ***Closing date***: 17/01/2025	
Las principales iniciativas incluidas en este paquete regulatorio en el ámbito de las finanzas digitales son: • **Ciberresiliencia**: Transposición de la Directiva complementaria al Reglamento DORA y establecimiento de su régimen sancionador. • **Criptoactivos**: Revisión de la normativa de PBC/FT y adecuación al Reglamento MiCA. • **Tecnología DLT**: Desarrollo reglamentario para su uso en la representación de instrumentos financieros, según lo previsto en la LMVSI. • **Pagos**: Permitir el acceso directo de entidades de pago a sistemas de pago conforme al Reglamento IPR. • **Sandbox regulatorio**: Incorporación de mejoras para mantener su utilidad como herramienta de innovación financiera. • **PAUE**: Transposición de la Directiva que establece un punto único de acceso a la información financiera y no financiera de las entidades.	En trámite parlamentario

Descripción *Description*	**Próximos pasos** *Next steps*
The main initiatives included in this regulatory package concerning digital finance are: • **Cyber resilience**: Transposition of the Directive supplementing the DORA Regulation and establishment of its sanctioning regime. • **Crypto-assets**: Review of AML/CFT regulations and adaptation to the MiCA Regulation. • **DLT technology**: Regulatory development for its use in the representation of financial instruments, as provided for in the Law on Securities Markets and Investment Services. • **Payments**: Allow payment entities to have direct access to payment systems in accordance with the Instant Payments Regulation. • **Regulatory sandbox**: Incorporation of improvements to maintain its usefulness as a financial innovation tool. • **European Single Access Point (ESAP)**: Transposition of the Directive establishing a single access point to financial and non-financial information on entities.	Currently being processed by parliament

Audiencia Pública del Proyecto de Real Decreto por el que se modifica el RD 1066/2007, de 27 de julio, sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores, para extender su aplicación a los sistemas multilaterales de negociación

Public hearing on the Draft Royal Decree amending Royal Decree 1066/2007 of 27 July, on the Regime governing Takeover Bids, to extend its application to multilateral trading facilities

Organismo: Ministerio de Economía, Comercio y Empresa | ***Body***: *Ministry of Economy, Commerce and Business*

✓ **Fecha de publicación** | ***Publication date***: 08/01/2025 ✕ **Fecha de cierre** | ***Closing date***: 17/01/2025

Esta medida prevé la incorporación de un nuevo Capítulo XII en el Real Decreto 1066/2007 sobre el régimen de OPAs, incluyendo, entre otras: • Nuevas exenciones a la obligación de formular una OPA por toma de control. • Ampliación de los plazos para reducir la participación o presentar una OPA en casos de toma de control indirecta o sobrevenida. • Eliminación de la revisión por parte de la CNMV del informe del experto independiente en las OPAs de exclusión. • Simplificación del procedimiento de exclusión de negociación, cuando sea promovido por la propia entidad emisora. • Mayor flexibilidad en la acreditación de la garantía de precio. This measure provides for the incorporation of a new Chapter XII into Royal Decree 1066/2007 on the Regime Governing Takeover Bids, which includes, among others, the following: • New exemptions from the obligation to submit a takeover bid to take control. • The extension of the time limits for reducing the shareholding or submitting a takeover bid in cases of an indirect or unforeseen takeover. • The elimination of the CNMV's review of the independent expert's report on share buyback offers. • The simplification of the delisting procedure when initiated by the issuing entity itself. • Greater flexibility in the verification of price guarantees.	Pendiente de iniciar trámite parlamentario. Awaiting the commencement of parliamentary processing

Audiencia pública del Proyecto de Orden por la que se regula el préstamo de valores de las Instituciones de Inversión Colectiva

Public hearing on the Draft Order regulating securities lending by Collective Investment Schemes

Organismo: Ministerio de Economía, Comercio y Empresa | ***Body***: *Ministry of Economy, Commerce and Business*

✓ **Fecha de publicación** | ***Publication date***: 09/01/2025 ✕ **Fecha de cierre** | ***Closing date***: 31/01/2025

La principal finalidad de esta norma es autorizar a las IIC a realizar operaciones de préstamo de valores, lo que permitiría ceder temporalmente acciones en cartera a terceros a cambio de una contraprestación económica. De esta manera, se incluye en el borrador de la Orden:	

Descripción *Description*	**Próximos pasos** *Next steps*
• Normas sobre garantías exigibles. • Requisitos de control interno para las Sociedades Gestoras y, en su caso, las sociedades de inversión. • Obligaciones específicas para los depositarios (p.ej.: SCR/SICC), encargados de supervisar el cumplimiento normativo en estas operaciones. • También se exige que los préstamos vayan acompañados de garantías adecuadas y se limita su volumen en función de la capacidad de la IIC para atender reembolsos. The main purpose of this regulation is to authorise CIIs to carry out securities lending transactions, which would allow them to temporarily transfer shares in their portfolios to third parties in exchange for financial consideration. Accordingly, the Draft Order includes: • Rules on enforceable guarantees. • Internal control requirements for Management Companies and, where applicable, investment companies. • Specific obligations for depositaries (e.g. Venture capital companies (SCRs)/Closed-end collective investment undertakings (SICCs)), responsible for supervising regulatory compliance in these transactions. • Loans must also be accompanied by adequate guarantees, and their volume is limited based on the CII's capacity to meet repayments.	Se prevé que la orden ministerial entrará en vigor al día siguiente de haber transcurrido veinte días desde su publicación en el Boletín Oficial del Estado (BOE). The ministerial order is expected to enter into force on the day following the expiry of twenty days from its publication in the Official State Gazette (BOE).

Consulta pública sobre el proyecto de Reglamento Delegado (UE) de la Comisión por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2022/803 de la Comisión en lo que respecta a las normas de procedimiento para el ejercicio de la facultad de imponer multas o multas coercitivas por parte de la Autoridad Europea de Valores y Mercados en relación con los proveedores de información consolidada

Public consultation on the draft Commission Delegated Regulation (EU) amending Commission Delegated Regulation (EU) 2022/803 as regards the rules of procedure for the exercise of the power to impose fines or periodic penalty payments by the European Securities and Markets Authority regarding data reporting service providers

Organismo: Comisión Europea | ***Body***: *Comisión Europea*

✓ **Fecha de publicación** | ***Publication date***: 06/02/2025 ✕ **Fecha de cierre** | ***Closing date***: 06/03/2025

Mediante este Reglamento Delegado se especifican las normas de procedimiento para el ejercicio del poder de imponer sanciones o pagos coercitivos periódicos por parte de ESMA en relación con los proveedores de servicios de información (PSI). De esta manera, a la luz del próximo proceso de autorización que deben solicitar los PSI que sean proveedores de cinta consolidada introducido por MIFIR II, es necesario modificar el ámbito de aplicación del Reglamento Delegado (UE) 2022/803 de la Comisión para garantizar que cubra a todos los DRSP, incluidos a los proveedores de cinta consolidada. This Delegated Regulation establishes the procedural rules for the exercise of the power to impose penalties or periodic penalty payments by ESMA in relation to information service providers (ISPs). In light of the upcoming authorisation process that must be requested by ISPs that are consolidated tape providers introduced by MiFIR II, it is necessary to amend the scope of Commission Delegated Regulation (EU) 2022/803 to ensure that it covers all data reporting service providers (DRSPs), including consolidated tape providers.	En análisis por la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo Under review by the European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs

Consulta sobre las Directrices para los criterios de evaluación de conocimientos y competencias en el marco del Reglamento MiCA
Consultation on the Guidelines for the criteria on the assessment of knowledge and competence under MiCA

Organismo: ESMA | ***Body***: *ESMA*

✓ **Fecha de publicación** | ***Publication date***: 17/02/2025 ✕ **Fecha de cierre** | ***Closing date***: 22/04/2025

Estas directrices tienen como objetivo asegurar que el personal encargado de ofrecer información o asesoramiento en el ámbito de los criptoactivos posea un nivel mínimo de cualificación técnica y profesional, reforzando así la protección de los inversores y fomentando la confianza en los mercados de criptoactivos. De esta manera, mediante esta consulta ESMA busca que las partes interesadas se pronuncien sobre los siguientes aspectos:	

Descripción *Description*	**Próximos pasos** *Next steps*
• los requisitos mínimos de conocimientos y competencia exigibles al personal que proporciona información o asesoramiento sobre criptoactivos o servicios relacionados; • las obligaciones organizativas que deben cumplir los proveedores de servicios de criptoactivos para evaluar, mantener y actualizar los conocimientos y la competencia de dicho personal. These guidelines seek to ensure that personnel responsible for providing information or advice in the area of crypto-assets have a minimum level of technical and professional qualifications, thereby strengthening investor protection and promoting confidence in crypto-asset markets Through this consultation, ESMA is seeking the views of interested parties on the following issues: • the minimum knowledge and competence requirements for personnel who provide information or advice on crypto-assets or related services; • the organisational obligations that crypto-asset service providers must comply with in order to assess, maintain, and update the knowledge and competence of such personnel.	En elaboración del informe final por ESMA Final report being prepared by ESMA

Consulta pública sobre la transposición de la Directiva (UE) 2024/1640 del PE y del Consejo, de 31 de mayo de 2024, relativa a los mecanismos que deben establecer los Estados miembros a efectos de la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo

Public consultation on the transposition of Directive (EU) 2024/1640 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2024 on the mechanisms to be put in place by Member States for the prevention of the use of the financial system for the purposes of money laundering or terrorist financing

Organismo: Ministerio de Economía, Comercio y Empresa | ***Body***: *Ministry of Economy, Commerce and Business*

✓ **Fecha de publicación** | ***Publication date***: 18/03/2025 ✕ **Fecha de cierre** | ***Closing date***: 27/03/2025

El nuevo paquete normativo europeo refuerza la lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo mediante: • Creación de la AMLA, que coordinará la supervisión a nivel de la UE y armonizará metodologías basadas en riesgos. • Ampliación de sujetos obligados y refuerzo del control interno, con nuevos requisitos para responsables de cumplimiento. • Mayor transparencia en la titularidad real, obligando a entidades extracomunitarias a declarar sus titulares y reforzando los registros centrales. • Fortalecimiento de la cooperación entre autoridades nacionales y europeas. • Nuevas medidas para riesgos específicos, como los programas de residencia por inversión. El objetivo es lograr una aplicación uniforme, más eficaz y preventiva en toda la Unión Europea. The new European regulatory package strengthens the fight against money laundering and terrorist financing through: • The creation of the Authority for Anti-Money Laundering and Countering the Financing of Terrorism (AMLA), which will coordinate supervision at EU level and harmonise risk-based methodologies • The expansion of the scope of obliged entities and the strengthening of internal control, with new requirements for compliance officers • Greater transparency in beneficial ownership, requiring non-EU entities to declare their beneficial owners and strengthening central registers • Strengthening cooperation between national and European authorities • New measures for specific risks, such as investment residency programmes The aim is to achieve a uniform, more effective, and preventive enforcement approach throughout the European Union.	La fecha límite para la transposición de la Directiva es el 10 de julio de 2027. The deadline for transposing the Directive is 10 July 2027

Descripción *Description*	**Próximos pasos** *Next steps*
Consulta pública del proyecto de Circular sobre requerimientos de información estadística sobre activos y pasivos de las instituciones de inversión colectiva de la Unión Europea *Public consultation on the draft Circular on statistical information requirements regarding assets and liabilities of collective investment schemes in the European Union* **Organismo**: CNMV | ***Body***: *The CNMV* ✓ **Fecha de publicación** | ***Publication date***: 23/04/2025 ✕ **Fecha de cierre** | ***Closing date***: 14/05/2025	
La CNMV ha abierto una consulta pública sobre un proyecto de nueva Circular sobre información estadística de activos y pasivos de IIC de la UE. Esta nueva norma: • Deroga las Circulares 5/2014 y 5/2008. • Adapta los requerimientos al Reglamento (UE) 2024/1988 del BCE. • Incluye nuevos requisitos para cumplir también con el Reglamento (UE) 1011/2012 sobre estadísticas de carteras de valores. • Se actualizan y amplían los modelos estadísticos exigidos hasta ahora. • Se establece un criterio general para exenciones por tamaño. • Los incumplimientos serán sancionables según el régimen del Reglamento (CE) 2533/98 del Consejo. El objetivo es mejorar la coherencia y cobertura estadística del sector de inversión colectiva. The CNMV has opened a public consultation on a draft new Circular on statistical information on assets and liabilities of EU CIIs. This new regulation: • Repeals Circulars 5/2014 and 5/2008 • Adapts the requirements to Regulation (EU) 2024/1988 of the ECB • Includes new requirements to also comply with Regulation (EU) 1011/2012 concerning statistics on holdings of securities • Updates and expands the statistical models required until now • Establishes a general criterion for size exemptions • Non-compliance will be sanctioned under Council Regulation (EC) 2533/98 The aim is to improve the consistency and statistical coverage of the collective investment sector	Publicación de las respuestas por la CNMV Publication of responses by the CNMV
Consulta pública previa del anteproyecto de Ley Orgánica por la que se modifica la Ley Orgánica 9/2022, de 28 de julio, por la que se establecen normas que faciliten el uso de información financiera y de otro tipo para la prevención, detección, investigación o enjuiciamiento de infracciones penales, de modificación de la Ley Orgánica 8/1980, de 22 de septiembre, de financiación de las comunidades autónomas y otras disposiciones conexas y de modificación de la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal *Prior public consultation on the preliminary draft of the Organic Law amending Organic Law 9/2022, of 28 July, establishing rules to facilitate the use of financial and other information for the prevention, detection, investigation or prosecution of criminal offences, amending Organic Law 8/1980, of 22 September, on the financing of autonomous communities and other related provisions and amending Organic Law 10/1995, of 23 November, on the Criminal Code* **Organismo**: Ministerio del Interior | ***Body***: *Ministry of the Interior* ✓ **Fecha de publicación** | ***Publication date***: 21/05/2025 ✕ **Fecha de cierre** | ***Closing date***: 06/06/2025	
El anteproyecto tiene como objetivo transponer la *Directiva (UE) 2024/1654 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2024, por la que se modifica la Directiva (UE) 2019/1153 en lo que respecta al acceso de las autoridades competentes a los registros centralizados de cuentas bancarias a través del sistema de interconexión y a las medidas técnicas destinadas a facilitar el uso de los registros de operaciones*, al ordenamiento jurídico español mediante la modificación parcial de la Ley Orgánica 9/2022. Su finalidad principal es mejorar el acceso y uso de los registros financieros (como los Ficheros de Titularidades Financieras) para reforzar la lucha contra la criminalidad grave.	

Descripción *Description*	**Próximos pasos** *Next steps*
También busca establecer normas técnicas claras para el envío de información por parte de las entidades obligadas, fortalecer la protección de datos personales y garantizar la participación de la Unidad de Inteligencia Financiera (UIF) en solicitudes de apoyo de Europol. The preliminary draft seeks to transpose Directive (EU) 2024/1654 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2024 amending Directive (EU) 2019/1153 as regards access by competent authorities to centralised bank account registries through the interconnection system and technical measures to facilitate the use of transaction records into Spanish law by partially amending Organic Law 9/2022. Its main purpose is to improve access to and the use of financial records (such as Financial Beneficial Ownership Information) to strengthen measures against serious crime It also seeks to establish clear technical rules for the transmission of information by obliged entities, to strengthen the protection of personal data, and ensure the participation of the Financial Intelligence Unit (FIU) in requests for support from Europol	En trámite parlamentario Currently being processed by parliament

Consulta pública para comprender la participación del inversor minorista en los mercados de capitales
Public consultation to understand retail investor participation in capital markets

Organismo: ESMA | ***Body***: *ESMA*

✓ **Fecha de publicación** | ***Publication date***: 21/05/2025 ✕ **Fecha de cierre** | ***Closing date***: 21/07/2025

ESMA ha abierto una consulta pública para evaluar si los requisitos establecidos por MiFID II protegen de manera efectiva a los inversores minoristas sin obstaculizar su participación en los mercados financieros. En particular, se analizan aspectos clave como la divulgación de información, la evaluación de idoneidad y de conveniencia. La consulta examina si los requisitos actuales están bien diseñados para ofrecer protección al inversor sin añadir una complejidad innecesaria, si la información proporcionada es clara y comprensible, si las evaluaciones se adaptan adecuadamente al perfil de cada inversor y si se logra un equilibrio adecuado entre protección y accesibilidad ESMA has launched a public consultation to assess whether the requirements established by MiFID II effectively protect retail investors without impeding their participation in financial markets. In particular, key aspects such as the disclosure of information and the assessment of suitability and appropriateness are analysed The consultation examines whether the current requirements are adequately designed to provide investor protection without adding unnecessary complexity, whether the information provided is clear and understandable, whether the assessments are appropriately tailored to the profile of each investor, and whether an appropriate balance between protection and accessibility is achieved.	Evaluación de ESMA, junto con las ANC, de las medidas para mejorar la protección de los inversores. Assessment by ESMA, together with the NCAs, of measures to improve investor protection.

Consulta sobre divulgación de información sobre riesgos ESG, exposiciones a renta variable y exposición agregada a entidades bancarias en la sombra
Consultation on amended disclosure requirements for ESG risks, equity exposure and aggregate exposure to shadow banking entities

Organismo: EBA | ***Body***: *EBA*

✓ **Fecha de publicación** | ***Publication date***: 22/05/2025 ✕ **Fecha de cierre** | ***Closing date***: 22/08/2025

La EBA ha abierto una consulta pública para recabar opiniones sobre la modificación del marco de divulgación del Pilar 3, en línea con los nuevos requisitos del CRR 3. La propuesta busca mejorar la transparencia y coherencia de la información divulgada, al tiempo que simplifica los procesos de reporte para las entidades. Incluye novedades sobre riesgos ESG, exposiciones de capital y banca en la sombra, así como aclaraciones sobre exposiciones dudosas. Además, amplía el alcance de las entidades obligadas a divulgar información ESG, incluyendo no solo grandes entidades cotizadas, sino también grandes no cotizadas, entidades pequeñas y no complejas, y grandes filiales.	Evaluación por la EBA para la presentación del proyecto definitivo a la Comisión Europea.

Descripción *Description*	**Próximos pasos** *Next steps*
The EBA has launched a public consultation to gather views on the amendment of the Pillar 3 disclosure framework, in line with the new requirements of the Capital Requirements Regulation 3 (CRR 3) The proposal seeks to improve the transparency and consistency of the information disclosed, while simplifying the reporting processes for entities. It includes new updates on ESG risks, exposures to capital and shadow banking, as well as clarifications on doubtful exposures. In addition, it broadens the scope of the entities required to disclose ESG information, including not only large, listed institutions, but also large unlisted institutions, small and non-complex institutions, and large subsidiaries	Assessment by the EBA for the submission of the final project to the European Commission.

REGIMEN SANCIONADOR

SANCTIONING REGIME

Comisión Nacional del Mercado de Valores
National Securitites and Exchange Commission

Infractor *Infringing party*	**Descripción de la infracción** *Description of the infringement*	**Tipo de infracción** *Type of infringement*	**Sanción** *Sanction*	**Publicación** *Firmeza* ***Publication*** *Final*
Persona física *Natural Person*	Realización de prácticas constitutivas de manipulación de mercado sobre las acciones de una sociedad cotizada. Carrying out practices that constitute the manipulation of the market for the shares of a listed company.	Muy grave (continuada) Very serious (continued)	Multa: 150.000 euros. Fine: 150,000 euros	**Resolución / *Resolution*:** 17/01/2025 **Publicación / *Publication*:** 30/01/2025 *Firme a todos los efectos* *Final for all purposes*
Persona física *Natural Person*	Realización de prácticas constitutivas de manipulación de mercado sobre las acciones de una sociedad cotizada. Carrying out practices that constitute the manipulation of the market for the shares of a listed company.	Muy grave (continuada) Very serious (continued)	Multa: 50.000 euros*. Fine: 50,000 euros*.	**Resolución / *Resolution*:** 17/01/2025 **Publicación / *Publication*:** 30/01/2025 *Firme a todos los efectos* *Final for all purposes*
Sociedad cotizada y su Presidente *Listed company and its Chairman*	Realización de prácticas constitutivas de manipulación de mercado sobre las acciones de la Sociedad. Carrying out practices that constitute the manipulation of the market for the shares of the Company.	Grave Serious	Multa: • Sociedad: 30.000 euros*. • Presidente: 10.000 de euros*. Fine: • Company: 30,000 euros* • Chairman: 10,000 euros*	**Resolución / *Resolution*:** 17/01/2025 **Publicación / *Publication*:** 30/01/2025 *Firme a todos los efectos* *Final for all purposes*

*Con renuncia a la interposición de recursos en vía administrativa

*With a waiver of the right to appeal in administrative proceedings.

Infractor *Infringing party*	**Descripción de la infracción** *Description of the infringement*	**Tipo de infracción** *Type of infringement*	**Sanción** *Sanction*	**Publicación** *Firmeza* ***Publication*** *Final*
Personas físicas *Natural Persons*	Comunicación ilícita de información privilegiada Illegal disclosure of privileged information.	Muy grave Very serious	Multa: Persona física: 70.000 euros*. Fine: Natural person: 70,000 euros*	**Resolución / *Resolution*:** 29/01/2025 **Publicación / *Publication*:** 10/02/2025 *Firme en vía administrativa* *Final in administrative proceedings*
	Adquisición de acciones estando en posesión de información privilegiada. Acquisition of shares while in possession of privileged information.	Grave Serious	Multa: Persona física: 200.000 euros*. Fine: Natural person: 20,000 euros*	
Entidad de crédito *Credit institution*	Incumplimiento no meramente ocasional o aislado de la obligación de actuar con diligencia y transparencia en relación con los deberes de información a los clientes. This is not a merely occasional or isolated breach of the obligation to act with diligence and transparency in relation to client information obligations.	Muy grave Very serious	Multa: 5.000.000 de euros Suspensión de la actividad de asesoramiento en materia de inversión sobre determinados productos por el plazo de un año. Fine: 5,000,000 euros Suspension of investment advisory activity for certain products for a period of one year	**Resolución / *Resolution*:** 29/01/2025 **Publicación / *Publication*:** 10/02/2025 *Interpuesto Recurso Contencioso - Administrativo* *Contentious-Administrative appeal filed*
	Incumplimiento no meramente ocasional o aislado de la obligación de actuar en el mejor interés de sus clientes. This is not a merely occasional or isolated breach of the obligation to act in the best interests of the client.	Muy grave Very serious	Multa: 5.000.000 de euros*. Fine: 5,000,000 euros*	
Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva ("SGIIC") *Management Company of Collective Investment Schemes ("SGIIC")*	No actuar en interés de las IIC gestionadas al imponer su depositario (que forma parte de su Grupo) tarifas de liquidación superiores a la media del mercado y no someter dichas condiciones económicas a autorización o controles periódicos. Realización de operaciones sin cumplir con las exigencias del régimen de conflictos de interés (operaciones vinculadas) generando perjuicios para las IIC, sus participes/accionistas. Failure to act in the interests of the managed CII by imposing settlement fees on its depositary (which is part of its Group) that are above the market average, and the failure to submit these economic conditions to authorisation or periodic controls. Carrying out transactions without complying with the requirements of the conflict-of-interest regime (related-party transactions), causing damage to the CIIs and their unit holders/shareholders.	Grave Serious	Multa: 1.000.000 de euros*. Fine: 1,000,000 euros*	**Resolución / *Resolution*:** 27/03/2025 **Publicación / *Publication*:** 07/03/2025 *Firme en vía administrativa* *Final in administrative proceedings*

*Con renuncia a la interposición de recursos en vía administrativa

*With a waiver of the right to appeal in administrative proceedings.

Infractor *Infringing party*	**Descripción de la infracción** *Description of the infringement*	**Tipo de infracción** *Type of infringement*	**Sanción** *Sanction*	**Publicación** *Firmeza* ***Publication*** *Final*
Persona física *Natural person*	Realización de prácticas constitutivas de manipulación de mercado sobre las acciones de una sociedad cotizada. Carrying out practices that constitute the manipulation of the market for the shares of a listed company.	Muy grave (continuada) Very serious (continued)	Multa: 10.000 euros*. Fine: 10,000 euros*	**Resolución / *Resolution***: 11/03/2025 **Publicación / *Publication***: 24/04/2025 *Firme en vía administrativa* *Final in administrative proceedings*

*Con renuncia a la interposición de recursos en vía administrativa

*With a waiver of the right to appeal in administrative proceedings.

Banco de España
Bank of Spain

Sujeto *Subject*	**Descripción de la infracción** *Description of the infringement*	**Tipo de infracción** *Type of infringement*	**Sanción / Medida accesoria** *Sanction / Additional measure*	**Publicación** *Firmeza* ***Publication*** *Final*
Sociedad Limitada *Limited company*	No facilitar en tiempo y forma la información y documentación requerida por el Banco de España en el marco de una inspección, impidiendo al Supervisor bancario comprobar si la sociedad realiza actividades reservadas a las entidades de crédito (p.ej. recepción de depósitos u otros fondos reembolsables del público) o a los proveedores de servicios de pago. Failure to provide in a timely manner the information and documentation required by the Bank of Spain in the context of an inspection, preventing the banking supervisor from verifying whether the company carries out activities reserved for credit institutions (e.g. receiving deposits or other repayable funds from the public) or payment service providers.	Muy grave Very serious	Multa: 240.000 de euros *. Medida accesoria: amonestación pública. Fine: 240,000 euros* Additional measure: public censure	**Resolución / *Resolution***: 31/03/2025 **Publicación / *Publication***: 29/04/2025 *Firme en vía administrativa* *Final in administrative proceedings*

* tras la aplicación del **40% de descuento** en los términos previstos en el artículo 85 de la Ley 39/2015.
** tras la aplicación de la reducción del **20% por pago voluntario** en los términos previstos en el artículo 85 de la Ley 39/2015.

* after applying the **40% discount** under the terms established in Article 85 of Law 39/2015.
** after applying the **20% reduction for voluntary payment** under the terms established in Article 85 of Law 39/2015.

Sujeto *Subject*	**Descripción de la infracción** *Description of the infringement*	**Tipo de infracción** *Type of infringement*	**Sanción / Medida accesoria** *Sanction / Additional measure*	**Publicación** *Firmeza* ***Publication*** *Final*
Sociedad de tasación, su Presidente, Director General y miembros de su Consejo de Administración *Appraisal company, its Chairman, Managing Director, and members of its Board of Directors*	Presentar deficiencias en su organización administrativa, técnica o de personal o en sus procedimientos de control interno, no quedando asegurada la capacidad de la entidad para conocer la situación y condiciones del mercado inmobiliario en el que opera, el cumplimiento uniforme de las normas de valoración aplicables, su independencia profesional de accionistas o clientes, o el control de las obligaciones de incompatibilidades a que están sujetos los profesionales a su servicio. Deficiencies in its administrative, technical or staff organisation or in its internal control procedures, failing to ensure the entity's ability to understand the situation and conditions of the real estate market in which it operates, uniform compliance with applicable valuation standards, its professional independence from shareholders or clients, or the control of the incompatibility obligations to which the professionals in its service are subject.	Muy grave Very serious	Multa: • Sociedad: 540.000 euros*. • Consejero Delegado: 16.000 euros**. • Director General: 12.000 euros**. • Presidente: 6.000 euros*. • Consejero: 6.000 euros*. • Consejero: 6.000 euros**. • Consejero: 4.500 euros*. Fine: • Company: 540,000 euros* • Chief Executive Officer: 16,000 euros ** • Managing Director 12,000 euros ** • Chairman 6,000 euros * • Director: 6,000 euros * • Director: 6,000 euros ** • Director: 4,500 euros *	**Resolución /** ***Resolution***: 09/12/2024 **Publicación /** ***Publication***: 09/01/2025 *Firme a todos los efectos* *Final for all purposes*

* tras la aplicación del **40% de descuento** en los términos previstos en el artículo 85 de la Ley 39/2015.
** tras la aplicación de la reducción del **20% por pago voluntario** en los términos previstos en el artículo 85 de la Ley 39/2015.

* after applying the **40% discount** under the terms established in Article 85 of Law 39/2015.
** after applying the **20% reduction for voluntary payment** under the terms established in Article 85 of Law 39/2015.

Principales novedades jurisprudenciales
Key developments in jurisprudence

Las casualidades y "dónde dije digo, digo Diego"...

Transmisión y uso de Información Privilegiada, prueba de indicios y los beneficios -y límites- de la terminación anticipada de expedientes sancionadores.

Sentencia de la Audiencia Nacional (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección Tercera) de 16 de enero de 2025, Recurso 2132/2022

Se impugna una resolución sancionadora de la CNMV por la que se impusieron sanciones consistentes en multa por importe de 50.000 euros y 38.000 euros a un directivo de una sociedad cotizada y su esposa por la comunicación ilícita y uso indebido de información privilegiada, habiéndose acogido al descuento del 20% por pronto pago al que hace referencia el artículo 85 de la Ley 39/2015: "*expresamos la aceptación inmediata del expediente, acogiéndonos a la reducción del 20%, siendo esta la única razón por la que lo aceptamos, si bien y a los efectos del derecho de defensa, no compartimos las conclusiones y procederemos a la presentación del oportuno recurso en vía contenciosa, cuestión que en nada afecta a la aceptación inmediata que la CNMV requiere en su escrito*".

La Audiencia Nacional considera que la prueba indiciaria utilizada por la CNMV es suficiente para desvirtuar la presunción de inocencia (p.ej. falta de experiencia inversora previa; coincidencia temporal de las compras; y la condición de "iniciado permanente" en la compañía, etc.) y señala que el "*significado que se puede otorgar al pago con reducción de la sanción lleva implícito una aceptación de la multa (no se puede cuestionar en vía administrativa), de ahí que, la defensa y contradicción (artículo 24 CE), si bien queda preservada como derecho fundamental, queda afectada por el pago, subordinando a ese comportamiento la defensa posterior (doctrina de los actos propios y buena fe)*, recordando la doctrina del Tribunal Supremo relativa a que "*la renuncia o el desistimiento que se exigen en el artículo 85 de la Ley 39/2015 para poder beneficiarse de la reducción en el importe de la sanción se proyectan única y exclusivamente sobre las acciones o recursos contra la sanción a ejercitar en la vía administrativa y no en la judicial (...) " el pago voluntario implica la renuncia a cualquier acción o recurso en la vía administrativa en relación con los hechos imputados y por ello se beneficia de dicha reducción, ya que, en caso contrario, el procedimiento hubiese podido terminar con la imposición de las sanciones indicadas en la propuesta de resolución*".

Coincidences and "I said this, but now I say that"...

The sharing and use of privileged information, circumstantial evidence, and the benefits (and limitations) of the early termination of sanctioning proceedings.

Judgment of the National Court (Contentious-Administrative Chamber, Third Section) of 16 January 2025, Appeal 2132/2022

A CNMV sanctioning resolution that imposed fines of €50,000 and €38,000 on a director of a listed company and his wife for the unlawful disclosure and misuse of privileged information was challenged in circumstances where the director and his wife took advantage of the 20% discount for the early payment of the fine referred to in Article 85 of Law 39/2015; "*we express our immediate acceptance of the proceedings, taking advantage of the 20% reduction, this being the only reason why we accept it, although, for the purposes of the right of defence, we do not agree with the conclusions and will move forward with the filing of the appropriate appeal, a matter which in no way affects the immediate acceptance required by the CNMV in its letter*".

The National Court held that the circumstantial evidence used by the CNMV was sufficient to rebut the presumption of innocence (e.g. a lack of previous investment experience; a coincidence in the timing of the purchases; and the status of "permanent insider" in the company, among other factors). The Court also noted that "*the meaning that can be given to the payment with a reduction in the penalty implies acceptance of the fine (which cannot be challenged through administrative channels), hence the right to defence and rebuttal (Article 24 of the Spanish Constitution), although preserved as a fundamental right, is affected by the payment, subordinating the subsequent defence to that behaviour (the doctrine of own acts and good faith)*. The Court cited the doctrine of the Supreme Court that "*the waiver or withdrawal required by Article 85 of Law 39/2015 in order to benefit from the reduction in the amount of the penalty applies solely and exclusively to actions or appeals against the penalty to be brought through administrative channels and not through the courts (...), voluntary payment implies the waiver of any action or appeal in the administrative proceedings in relation to the alleged facts and therefore benefits from this reduction, since, otherwise, the proceedings could have ended with the imposition of the penalties indicated in the proposed resolution*".

Finalmente se concluye que las sanciones impuestas resultan proporcionadas si se tiene en cuenta la gravedad de los hechos, los bienes jurídicos protegidos y demás elementos concurrentes y que la ganancia es solo un factor de graduación, incidiendo en el hecho de que la comisión de la infracción y su sanción no puede ser más beneficiosa que la observancia de la norma.

Finally, the Court held that the penalties imposed were proportionate, taking into account the seriousness of the facts, the legal rights protected and other concurrent factors, and that any profits were only a mitigating factor, given that the commission of the offence and its penalty cannot be more beneficial than compliance with the rule.

Misivas explosivas...

Las "cartas informativas" del Banco de España pueden no ser "meramente informativas".

Sentencia de la Audiencia Nacional (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección Quinta) de 29 de enero de 2025, procedimiento ordinario núm. 874/2022

La Audiencia Nacional analiza la impugnación formulada por una SOCIMI contra la Resolución del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital por la que se inadmitió el recurso de alzada por entender que el escrito objeto de impugnación, dirigido por el Director del Departamento de Estadística de la Dirección General de Economía y Estadística del Banco de España a la SOCIMI, fue remitido a efectos informativos (se comunicaban los principales criterios tenidos en cuenta para la sectorización estadística) y por tanto carecía de efectos administrativos, no siendo en consecuencia susceptible de recurso.

La Sala de lo Contencioso Administrativo concluye que dicha "comunicación" no es "meramente informativa", sino que rechaza de forma expresa la solicitud de cambio de sectorización estadística de la entidad recurrente (de "Otros Intermediarios Financieros" S.125 a "Sociedades no financieras" S.11) y, por tanto, produce verdaderos efectos jurídicos: ", *el escrito/comunicación [....] contiene una decisión sobre la solicitud, en sentido desestimatorio y sobre una base jurídica precisa, por lo que, a juicio de esta Sección, no cabe hablar de mera "carta informativa o aclaratoria", entrañando un acto administrativo susceptible de impugnación. No obsta a la conclusión expuesta la indicación, en su texto, de que tales criterios se ponen "en su conocimiento a efectos de proporcionar las oportunas aclaraciones sobre la metodología que aplica para la sectorización estadística de las SOCIMI en el sector S.125 (Otros Intermediarios Financieros)" pues, como se desprende de sus propios términos, incorpora un contenido decisorio sobre el cambio de segmentación pretendido, que excede de un acto de contenido meramente informativo*".

Entrando en el fondo, la Sentencia confirma que la sectorización en el subsector S.125 (Otros Intermediarios Financieros)

Explosive letters...

The Bank of Spain's "informative letters" may not be "merely informative".

Judgment of the National Court (Contentious-Administrative Chamber, Fifth Section) of 29 January 2025, Ordinary Proceedings No. 874/2022

The National Court has analysed the challenge brought by a REIT (*Real Estate Investment Trust*) against the Resolution of the Ministry of Economic Affairs and Digital Transformation, through which it dismissed the appeal on the grounds that the document that was the subject of the challenge, sent by the Director of the Statistics Department of the Directorate General of Economy and Statistics of the Bank of Spain to the REIT, was sent for information purposes (it communicated the main criteria taken into account for statistical sectorisation) and, therefore, had no administrative effect and was not, consequently, subject to appeal.

The Contentious-Administrative Chamber concluded that this "communication" was not "merely informative", but rather expressly dismissed the appellant's request to change the statistical sector classification (from "Other Financial Intermediaries" S.125 to "Non-financial Companies" S.11) and, therefore, produced real legal effects: "*the letter/communication [...] contains a decision about the request, in the sense of rejection and on a precise legal basis, so that, in the opinion of this Section, it cannot be considered a mere "informative or explanatory letter*", but rather an administrative act that can be challenged. The conclusion set out above is not precluded by the indication in the text that such criteria are brought "*to your attention for the purpose of providing the necessary clarifications on the methodology applied for the statistical classification of REITs in sector S.125 (Other Financial Intermediaries)" since, as can be inferred from its own terms, it incorporates a decision on the intended change in segmentation, which goes beyond an act of a merely informative content*".

Concerning the substance of the appeal, the Court confirmed that the sectorisation in subsector S.125 (Other Financial In-

se ajusta a los criterios del Reglamento (UE) n.º 549/2013, pues las SOCIMI se conciben como vehículos de inversión que canalizan fondos de los inversores hacia el mercado inmobiliario, sin que la mera discrepancia con dicha clasificación o la invocación de normativa propia de entidades financieras reservadas constituyan vulneración de los límites de la discrecionalidad técnica que en materia estadística asiste al Banco de España.

De este modo, se estima parcialmente el recurso contencioso-administrativo al anularse la inadmisión, pero se desestiman las pretensiones formuladas relativas a la reclasificación.

termediaries) complies with the criteria of Regulation (EU) No. 549/2013, since REITs are conceived as investment vehicles that channel funds from investors to the real estate market, without the mere discrepancy with that classification or the invocation of specific regulations for reserved financial institutions constituting a violation of the limits of technical discretion that the Bank of Spain has in statistical matters.

Thus, the contentious-administrative appeal was partially upheld by annulling the inadmissibility, but the claims relating to reclassification were dismissed.

Sobre la primera vez...

Responsabilidad de los miembros del Consejo de Administración de una SGIIC por la existencia de deficiencias en sus procedimientos internos y de control

Sentencia de la Audiencia Nacional (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección Tercera), de 14 de febrero de 2025, Recurso 1616/2022

Se impugna la resolución sancionadora de la CNMV por la que se impuso una sanción pecuniaria por importe de 15.000 euros a un miembro del órgano de administración de una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC), como responsable de una infracción muy grave por deficiencias en los procedimientos de control interno y gestión de riesgos, la falta de control interno adecuado en la gestión de riesgos, el incumplimiento de obligaciones de comunicación a la CNMV, la deficiente función de cumplimiento normativo y las irregularidades en el servicio de asesoramiento.

La Audiencia Nacional considera probada la existencia de distintas deficiencias (falta de comunicación a la CNMV de la delegación de riesgos, informes genéricos sin análisis concreto de cada IIC, ausencia de control efectivo sobre la prestación de servicios de asesoramiento, formación inadecuada del personal que asesora) que, en suma, pusieron en riesgo los intereses de accionistas y partícipes, considerando igualmente acreditada la ausencia de un comportamiento adecuado (p.ej. supervisión de informes y subsanación de incidencias) por parte de su Consejo de Administración, responsable de garantizar la eficacia de las políticas y procedimientos de la entidad, así como de supervisar la función de gestión de riesgos y de cumplimiento normativo, incumplimiento por tanto "*su responsabilidad de evaluar la eficacia de las políticas y procedimientos de control interno, asegurar la identificación de los riesgos y garantizar el correcto funcionamiento de las funciones de gestión de riesgos y cumplimiento nor-*

About the first time...

Liability of the members of the Board of Directors of an SGIIC for deficiencies in its internal procedures and control procedures

Judgment of the National Court (Contentious-Administrative Chamber, Third Section), of 14 February 2025, Appeal 1616/2022

This appeal challenged a CNMV sanctioning resolution which imposed a fine of €15,000 on a member of the management body of a Management Company of a Collective Investment Institution ("SGIIC") for a very serious infringement due to deficiencies in internal control and risk management procedures, the lack of adequate internal control in the management of risks, the failure to comply with reporting obligations to the CNMV, the deficient regulatory compliance function and irregularities in the advisory service.

The National Court held that there was evidence of various deficiencies (the failure to notify the CNMV of the delegation of risks, generic reports without specific analysis of each CII, an absence of effective control over the provision of advisory services, and inadequate training of advisory staff) which, in short, put the interests of shareholders and unitholders at risk. The Court also accepted that there was an absence of appropriate conduct (e.g. supervision of reports and rectification of incidents) on the part of its Management Board, which was responsible for ensuring the effectiveness of the entity's policies and procedures, as well as the supervision of the risk management and regulatory compliance function. This amounted to a failure by the Management Board to fulfil "*its responsibility to assess the effectiveness of internal control policies and procedures, ensure the identification of risks and guarantee the proper functioning of risk management and regulatory compliance functions, which has jeopardised*

mativo, lo que ha puesto en riesgo los intereses de las IIC y clientes", apreciando una "*falta de diligencia exigible o, mejor dicho, de negligencia en el cumplimiento de las funciones que, como miembro del Consejo de Administración de la Gestora, le correspondían*" sin que en la demanda se invoque una "*interpretación razonable de la norma*" en justificación de esa negligencia, para lo que sería necesario acreditar una constatación objetiva (p.ej. que la norma admite diversas interpretaciones y todas razonables) apuntando, respecto de la trayectoria intachable invocada por el recurrente, que "*siempre hay un primer día y una primera infracción*".

the interests of the CIIs and clients". The Court also found there was a "*lack of due diligence or, rather, negligence in the performance of the duties incumbent upon [the individual in question] as a member of the Management Board of the Management Company*" without the claim invoking a "*reasonable interpretation of the rule*" to justify such negligence, for which it would be necessary to prove an objective finding (e.g. that the rule allows for various interpretations, all of which are reasonable), pointing out, with regard to the impeccable track record invoked by the appellant, that "*there is always a first day and a first offence*".

Hablando claro de las comisiones e incentivos...

Gestión discrecional y prohibición de incentivos en integración vertical

Sentencia de la Audiencia Nacional (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección Tercera) de 9 de abril de 2025, Recurso 217/2024

La Audiencia Nacional ha confirmado la sanción impuesta por la CNMV a una sociedad de valores, consistente en una multa de 20.000 euros y la restitución de 471.403 euros a sus clientes, por haber cometido una infracción muy grave en la prestación de servicios de inversión.

El tribunal considera que la entidad vulneró las normas de independencia en la gestión discrecional de carteras, recogidas en el artículo 220 *quater* de la Ley del Mercado de Valores, al percibir o no devolver incentivos (comisiones) en un contexto de integración vertical, tanto con la sociedad gestora de su grupo, como mediante comisiones de intermediación con otra entidad financiera.

La Sala aclara que, tras la entrada en vigor de MiFID II, la prohibición de recibir y conservar incentivos se aplica tanto a incentivos explícitos como implícitos. En este caso, el hecho de no incluir formalmente comisiones en el contrato con su sociedad gestora, pero mantener los importes en una entidad participada al 100%, constituye una forma encubierta de percepción de incentivos. Asimismo, las comisiones pagadas por la entidad de crédito en operaciones de renta variable extranjera, al no haber sido devueltas a los clientes, también vulneran la normativa.

La sentencia confirma íntegramente la resolución sancionadora de la CNMV, al considerar que la conducta de la entidad supuso una grave infracción del régimen de protección al inversor y de la prohibición de incentivos en la gestión de carteras.

Speaking clearly about commissions and incentives...

Discretionary management and prohibition of incentives in vertical integration

Judgment of the National Court (Contentious-Administrative Chamber, Third Section) of 09 April 2025, Appeal 217/2024

The National Court has upheld a CNMV sanction, consisting of a fine of €20,000 and the repayment of €471,403 to clients, imposed on a securities company for having committed a very serious infringement in the provision of investment services.

The Court held that the company violated the rules of independence in discretionary portfolio management, established in Article 220 *quater* of the Securities Market Law, by receiving or failing to return incentives (commissions) in a context of vertical integration, both with its group's management company and through brokerage commissions with another financial institution.

The Court noted that, following the entry into force of MiFID II, the prohibition on receiving and retaining incentives applied to both explicit and implicit incentives. In this case, the fact that commissions were not formally included in the contract with its management company, but that the amounts were retained in a wholly-owned subsidiary, constituted a covert form of receiving incentives. Similarly, the commissions paid by the credit institution on foreign equity transactions, as they were not returned to clients, also violated the regulations.

The judgment fully upheld the CNMV's sanctioning resolution, in that it considered that the company's conduct constituted a serious breach of the investor protection regime and the prohibition against incentives in portfolio management.

¿Quién dijo que la contabilidad era fácil?...

Irregularidades contables y prejudicialidad penal

Sentencia de la Audiencia Nacional (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección Tercera) de 11 de abril de 2025, Recurso 892/2023

Tres miembros del consejo de administración de una sociedad (anteriormente, Agencia de Valores) impugnan la resolución sancionadora de la CNMV por la que se impuso una sanción de 30.000 euros a cada uno de los consejeros por la comisión de una infracción muy grave consistente en "*la llevanza de la contabilidad con irregularidades esenciales*" (artículo 283.1 de la Ley del Mercado de Valores). El procedimiento administrativo se centró en la defectuosa contabilización de una partida de 755.000 euros a cobrar de otra empresa del grupo que, según los propios gestores, era de difícil realización y estaba mal contabilizada.

Entre los argumentos de los recurrentes figuraba la existencia de un proceso penal paralelo por posible delito de administración desleal, solicitando la suspensión integra del expediente administrativo por prejudicialidad penal. Sin embargo, la Sala confirma la decisión de la CNMV de suspender solo parcialmente el procedimiento, al quedar claro que la infracción contable administrativa (activos mal registrados que afectaban al coeficiente de solvencia) no coincidía con los hechos del objeto del procedimiento penal (presunto perjuicio patrimonial a clientes).

La Audiencia Nacional considera acreditado que la contabilidad no reflejaba la verdadera situación económica de la sociedad, incumpliendo las exigencias de veracidad y transparencia en el mercado de valores. Destaca asimismo la responsabilidad de los administradores, en la medida en que sus obligaciones de diligencia y supervisión abarcan la veracidad de los asientos contables.

En definitiva, se desestima el recurso contencioso-administrativo y se confirman las sanciones impuestas, por haberse probado que las irregularidades contables eran esenciales, ocultando un grave deterioro patrimonial y afectando a la solvencia de la entidad.

Who said accounting was easy?

Accounting irregularities and a prejudicial issue in criminal law

Judgment of the National Court (Contentious-Administrative Chamber, Third Section) of 11 April 2025, Appeal 892/2023

Three members of the management board of a company (formerly, a securities agency) challenged a sanctioning resolution by the CNMV which imposed a fine of €30,000 on each of the directors for committing a very serious infringement which consisted of "*keeping accounts with fundamental irregularities*" (Article 283.1 of the Securities Market Law). The administrative proceedings focused on the incorrect accounting of a receivable worth €755,000 that was due from another company in the group, which, according to the managers themselves, was difficult to realise and had been incorrectly accounted for.

Among the appellants' arguments was the existence of parallel criminal proceedings for possible unfair administration. Consequently, they sought the full suspension of the administrative proceedings due to the existence of a criminal prejudicial issue. However, the Chamber upheld the CNMV's decision to suspend the proceedings only partially, as it was clear that the administrative accounting offence (assets that were incorrectly recorded and which affected the solvency ratio) was not related to the subject matter facts of the criminal proceedings (alleged financial damage to customers).

The National Court accepted that the accounts did not reflect the true financial situation of the company, which represented a breach of the requirements of truthfulness and transparency in the securities market. The Court also highlighted the responsibility of the directors, insofar as their duties of diligence and supervision included the accuracy of accounting entries.

In short, the contentious-administrative appeal was dismissed, and the sanctions imposed were upheld, as it was proven that the accounting irregularities were critical and concealed a serious deterioration in the company's assets, which also affected its solvency.

Por no comunicar y faltar al examen...

Representante ante el SEPBLAC y examen externo

Sentencia de la Audiencia Nacional (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección Tercera) de 27 de marzo de 2025, Recurso 34/2024

Se recurre en apelación la Sentencia n. º 121/2024, de 24 de septiembre, dictada por el Juzgado Central de lo Contencioso-Administrativo n. º 1 desestimatoria del recurso contencioso n.º 28/2023 que tiene por objeto dos sanciones consistentes en multa por importe de 60.000 euros (cada una) impuestas por el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital por el incumplimiento de la obligación relativa a la designación del representante ante el SEPBLAC (artículo 26 de la Ley 10/2010) y de la obligación de examen externo (artículo 28 de la Ley 10/2010).

La Audiencia Nacional confirma la resolución sancionadora y rechaza la aplicación retroactiva pretendida por el recurrente, advirtiendo que el régimen introducido por el Real Decreto-Ley 11/2018 no alteró la identidad sustancial de las infracciones de forma que "*inane deviene la polémica acerca de si la referida reforma era o no aplicable a los hechos imputados, cuya tipificación es la misma antes y después de la meritada reforma*" y que, en todo caso, "*en ambas infracciones se ha impuesto la sanción mínima de las contempladas en la reforma del Real Decreto-Ley 11/2018, cuya sanción mínima es más favorable que la existente en la situación normativa anterior a la reforma*".

Asimismo, la Sala descarta la ausencia de motivación sobre la culpabilidad, entendiendo que la simple omisión de las obligaciones que se consideran incumplidas supone un incumplimiento de la debida diligencia exigible en esta materia, lo que justifica las sanciones concluyendo con meridiana rotundidad que "*es de notar que las exigencias de la motivación dependen de las circunstancias de cada caso concreto, siendo así que en el caso que nos ocupa la culpabilidad resulta de un incumplimiento de determinadas normas por falta de la diligencia debida y exigible al sujeto obligado, lo que fácilmente fluye del conjunto de la resolución sancionadora, que al respecto no requería de una mayor motivación al ser evidente la falta de diligencia de la actora en el cumplimiento de las correspondientes obligaciones*".

Due to the failure to communicate and missing the exam...

Representative before SEPBLAC and external exam

Judgment of the National Court (Contentious-Administrative Chamber, Third Section) of 27 March 2025, Appeal 34/2024

In this case, an appeal was filed against Judgment No. 121/2024, of 24 September, which was issued by the Central Contentious-Administrative Court No. 1. Judgment No. 121/2024 dismissed Administrative Appeal No. 28/2023 concerning two sanctions which consisted of fines of €60,000 (each) imposed by the Ministry of Economic Affairs and Digital Transformation for the failure to comply with the obligation to appoint a representative before SEPBLAC (Article 26 of Law 10/2010) and the obligation of external review (Article 28 of Law 10/2010).

The National Court upheld the sanctioning resolution and rejected the retroactive application sought by the appellant, noting that the regime introduced by Royal Decree-Law 11/2018 did not alter the substantive identity of the infringements in such a way that "*the dispute over whether or not the aforementioned reform was applicable to the alleged facts, the classification of which is the same before and after the reform in question is rendered meaningless*" and that, in any case, "*in both infringements, the minimum penalty provided for in the reform of Royal Decree-Law 11/2018 has been imposed, which is more favourable than the existing penalty prior to the reform*".

Similarly, the Court rejected the absence of grounds for the finding of guilt, considering that the mere omission of the obligations considered to have been breached constituted a breach of the due diligence required in this area, which justified the sanctions, concluding with clarity that "*it should be noted that the requirements for the grounds depend on the circumstances of each specific case, and that in the case at hand, the culpability results from a breach of certain rules due to a lack of due diligence required of the obligated party, which easily follows from the sanctioning decision as a whole, which did not require further reasoning in this regard, as the plaintiff's lack of diligence in complying with the corresponding obligations was evident*".

ARTÍCULOS

Sobre la terminación anticipada de los procedimientos sancionadores

En nuestra experiencia en el ámbito de la regulación financiera, hemos constatado que aquello que hemos denominado coloquialmente como el régimen de "autoinculpación" previsto en el artículo 85 de la Ley 39/2015, sin perjuicio de ciertas particularidades y matices, incluidos los que resultan de las escasas sentencias dictadas al respecto, no ha sido aplicado uniformemente por las autoridades competentes. Ello ha generado cierta controversia doctrinal y práctica sobre la aplicación del citado precepto en tanto norma básica del régimen sancionador lo que, en última instancia afecta, en nuestra opinión, a la seguridad jurídica.

A fin y al cabo, un procedimiento sancionador justo no es aquel que termina con rapidez, sino aquel que respeta los derechos y garantías de quien se enfrenta al ejercicio de la potestad administrativa sancionadora.

El Tribunal Constitucional ha reconocido de forma constante, reiterada e inequívoca que los principios (tipicidad, culpabilidad, proporcionalidad, presunción de inocencia, etc.) y garantías (p.ej. el derecho de defensa, formular alegaciones y utilizar los medios de prueba pertinentes, conocer la imputación, contradicción, separación de la fase instructora y de la fase sancionadora, etc.) del Derecho Penal son aplicables, con ciertos matices, en el ámbito del Derecho Administrativo Sancionador al ser ambos manifestaciones del *ius puniendi* del Estado y afectar, de forma sustancial, a los derechos y libertades fundamentales de los administrados sean estos personas físicas o jurídicas.

El procedimiento sancionador se inicia con el acuerdo de incoación en el que se comunica al interesado, junto con la identidad del/los instructor/es y el derecho a formular alegaciones y aportar la documentación e información que se considere oportuna, los hechos, su posible calificación jurídica (tipificación) y las sanciones que, en su caso, pudieran corresponder así como la posibilidad de reconocer su responsabilidad a los efectos previstos en el artículo 85 de la Ley 39/2015, esto es, a los efectos de resolver el procedimiento con la imposición de la sanción que proceda. Este contenido mínimo, en determinados ámbitos, se ve completado con información sobre la posibilidad de terminación anticipada por pago voluntario de la sanción como más adelante explicaremos.

En esta primera fase del procedimiento sancionador, la imputación inicial de los hechos y su calificación jurídica se

ARTICLES

On early termination of sanctioning proceedings

In our experience within the field of financial regulation, we have observed that what we have colloquially termed the "self-incrimination" regime provided for in Article 85 of Law 39/2015 has not been uniformly applied by the competent authorities, notwithstanding certain particularities and nuances, including those arising from the limited judgments delivered in this regard. This has generated considerable doctrinal and practical controversy over the application of the aforementioned provision as a fundamental rule of the sanctioning regime, which ultimately affects, in our opinion, legal certainty.

After all, fair sanctioning proceedings are not those that end quickly, but those that respect the rights and protections of those facing the exercise of administrative sanctioning power.

The Constitutional Court has consistently, repeatedly and unequivocally recognised that the principles (legality, culpability, proportionality, presumption of innocence, etc.) and protections (e.g. the right to defence, to make submissions and use relevant evidence, to know the charge, to a fair hearing, separation of the investigative and punitive phases, etc.) of criminal law are applicable, with certain nuances, in the field of administrative sanction law. Both are manifestations of the State's *ius puniendi* and substantially affect the fundamental rights and freedoms of those facing sanctioning proceedings, whether they are natural or legal persons.

Sanctioning proceedings are initiated by a decision whereby the interested party is informed of the facts, their possible legal classification and the sanctions that may, where appropriate, be imposed. Also communicated are the identity of the investigating body or bodies and the right to submit arguments and provide such documentation and information as may be considered appropriate, as well as the possibility of acknowledging their liability for the purposes provided in Article 85 of Law 39/2015— namely, for the purposes of resolving the proceedings with the imposition of the appropriate sanction. This minimum content, in certain areas, is complemented by information on the possibility of early termination by voluntary payment of the sanction as explained below.

In this first phase of the sanctioning proceedings, the initial imputation of the facts and their legal classification is norma-

realiza sobre la base, normalmente, del resultado de las actuaciones de inspección y/o supervisión llevadas a cabo previamente por la autoridad competente en las que la participación de los interesados suele limitarse a la mera aportación de la documentación requerida y, en su caso, a la toma de declaración (p.ej. vid. Sentencia dictada por la Sección 6ª de la Sala de lo Contencioso-Administrativo del Tribunal Supremo de 6 de mayo de 2015 - ECLI:ES:TS:2011:2588-).

Si bien es cierto que existen importantes diferencias entre los ámbitos de actuación de las administraciones públicas en general y de los organismos supervisores en particular, lo cierto es que, en no pocas ocasiones, los interesados no disponen de información suficiente que les permita proporcionar explicaciones, valoraciones y hechos relacionados con los que están siendo directamente investigados con la finalidad de anticiparse y evitar, por vía de aclaración o complemento, la posterior incoación del procedimiento sancionador.

Una vez iniciado el procedimiento sancionador, con carácter general, entre el acuerdo de incoación y la propuesta de resolución, se desarrolla una fase esencial para la defensa del interesado: la fase de instrucción como tramitación es competencia del/los instructor/es y tiene por objeto determinar, conocer y verificar con precisión los hechos que se consideren probados; la infracción; la persona responsable y su grado de participación así como la sanción que se proponga tras la adecuada ponderación de las circunstancias "agravantes" o "atenuantes"; todo ello con base en el respeto al derecho de defensa y audiencia del interesado (mediante el examen del expediente y la formulación de las alegaciones y aportación de pruebas) y las diligencias y pruebas practicadas a fin de acreditar la veracidad o exactitud de los hechos y circunstancias inicialmente identificados en el acuerdo de incoación.

A los efectos que se exponen a continuación, consideramos importante destacar que, de la misma forma que el órgano competente para resolver el procedimiento no se ve totalmente vinculado por la fundamentación de la propuesta de resolución realizada por el órgano encargado de la instrucción, tampoco el/los instructor/es, por definición órgano independiente, deben quedar inexorablemente vinculados a los razonamientos y conclusiones recogidos en el acuerdo de incoación, pudiendo confirmarlas (lo que ocurre, bajo nuestra experiencia, en la gran mayoría de los casos), modificarlas o incluso proponer el sobreseimiento y archivo del procedimiento. A estos efectos, la Sentencia dictada por la Sección 3ª de la Sala de lo Contencioso-Administrativo del Tribunal Supremo de 22 de octubre de 2020 (ECLI:ES:TS:2020:3505), es especialmente ilustrativa.

lly made on the basis of the inspection and/or supervision actions previously carried out by the competent authority, in which the participation of the parties concerned is usually limited to providing the required documentation and, where appropriate, providing a statement (e.g. see the judgment handed down by Section 6 of the Administrative Chamber of the Supreme Court on 6 May 2015 - ECLI:ES:TS:2011:2588-).

Although it is true that there are important differences between the spheres of action of public administrations in general and supervisory bodies in particular, the fact is that, on many occasions, the interested parties do not have sufficient information to enable them to provide explanations, assessments and facts related to those being directly investigated. This prevents them from anticipating and avoiding, by way of clarification or supplementation, the subsequent initiation of the sanctioning proceedings.

Once the sanctioning proceedings have been initiated, between the decision to initiate proceedings and the proposed resolution, there is generally an essential phase for the defence of the interested party: the investigation phase. This phase is handled by the investigating body or bodies and aims to determine, ascertain and verify with precision the facts considered to be proven; the infringement; the person responsible and their degree of involvement; and the sanction proposed after due consideration of any aggravating or mitigating circumstances. All of this is done with respect for the right of defence and hearing of the interested party (through the examination of the file and the formulation of arguments and the provision of evidence) and the proceedings and evidence carried out in order to prove the truth or accuracy of the facts and circumstances identified in the initiation decision.

For the purposes set out below, we consider it important to emphasise that, in the same way that the competent body for resolving the proceedings is not entirely bound by the grounds for the proposed resolution made by the body in charge of the investigation, the investigating body or bodies, which are by definition independent, should not be bound by the reasoning and conclusions set out in the decision to initiate proceedings, and may confirm them (which, in our experience, occurs in the vast majority of cases), modify them or even propose the dismissal and closure of the proceedings. In this regard, the judgment handed down by Section 3 of the Administrative Chamber of the Supreme Court on 22 October 2020 (ECLI:ES:TS:2020:3505) is particularly illustrative.

Así pues, el contenido y valoraciones recogidas en el acuerdo de incoación tienen un carácter provisional que, con ocasión de la instrucción y de la completa tramitación del procedimiento, puede y, en su caso, debe variar al momento de dictar la propuesta de resolución y la posterior resolución por la que se ponga fin al procedimiento sancionador.

No obstante, en no pocos casos, al menos en nuestra experiencia, se produce una coincidencia prácticamente absoluta entre la calificación jurídica y la sanción o sanciones identificadas en el acuerdo de incoación y la calificación y sanción que se impone definitivamente lo que sin duda pone en cuestión la utilidad y hasta la necesidad práctica de la fase instructora pese a que, desde la perspectiva de los derechos de los interesados, resulta ser la fase esencial para la defensa de su inocencia o, al menos, para la modulación de la gravedad de los hechos imputados y las correlativas sanciones a imponer.

Tras la propuesta de resolución y transcurrido el trámite para formular alegaciones frente a ella, el órgano instructor eleva todas las actuaciones practicadas al órgano competente para resolver el procedimiento, concluyendo de esta forma la fase de instrucción del procedimiento (sin perjuicio de posibilidad de que el órgano competente para resolver acuerde, de forma motivada, la práctica actuaciones complementarias indispensables para resolver el procedimiento) a fin de que adopte, de forma imparcial y separada, la resolución definitiva, dando lugar a la terminación "ordinaria" del expediente sancionador tras una tramitación completa.

Junto con la terminación ordinaria del procedimiento, el legislador ha previsto formas de "*terminación anormal*" (aquellas en la que, una vez iniciado, finaliza sin haberse desarrollado con plenitud las distintas fases que lo configuran), pudiendo destacar, en lo que aquí interesa, por su especial relación con las garantías y principios que deben ser observados en los procedimientos administrativos sancionadores, la "*terminación anticipada*" y, en particular, la prevista en el artículo 85 de la Ley 39/2015, por "*autoinculpación*" o reconocimiento de la responsabilidad y/o por pago voluntario anteriormente prevista en el artículo 8 del *Real Decreto 1398/1993, de 4 de agosto* así como en determinados sectores o normas de ámbito autonómico (p.ej. artículo 146.3. de la *Ley 16/1987, de 30 de julio*; artículo 51.3 del *Real Decreto 1199/1999, de 9 de julio*; o artículo 84 de la *Ley 7/2014, de 23 de julio*).

La finalidad perseguida por el legislador, en principio, a juicio de nuestros Tribunales, es la búsqueda de "economía o eficacia" procedimental en favor de la Administración, simplificando y agilizando la tramitación de los procedimientos

The content and assessments included in the initiation decision are therefore provisional and, during the investigation and the complete processing of the proceedings, may and, where appropriate, should change when issuing the proposed resolution and the subsequent resolution terminating the sanctioning proceedings.

However, in a considerable number cases, at least in our experience, there is an almost total overlap between the legal classification and sanction(s) outlined in the initiation decision and the classification and sanction that is ultimately imposed. This undoubtedly raises questions about the usefulness and even the practical necessity of the investigation phase, despite the fact that, from the perspective of the rights of the interested parties, it is the essential phase for defending their innocence or, at least, for moderating the seriousness of the alleged infringements and the corresponding sanctions to be imposed.

Following the proposed resolution and the time permitted for presenting arguments against it, the investigating body submits all the actions carried out to the body competent to resolve the proceedings, thus concluding the investigation phase (subject to the possibility that the deciding body may, with due reasoning, agree to supplementary actions that are crucial to resolving the proceedings). This allows the final resolution to be made impartially and separately, giving rise to the "ordinary" conclusion of the sanctioning file once all phases have been fully and properly completed.

Along with the ordinary termination of the proceedings, the legislature has provided for forms of "*abnormal termination*". These are instances in which, once initiated, the proceedings end without without passing through all the phases it comprises. Of particular interest here, due to their specific connection to the guarantees and principles that must be upheld in administrative sanctioning proceedings, are cases of "*early termination*", and in particular the means of termination provided for in Article 85 of Law 39/2015, by "*self-inculpation*" or recognition of liability and/or by voluntary payment, previously provided for in Article 8 of *Royal Decree 1398/1993*, of 4 August, as well as in certain sectoral or regional legislation (e.g., Article 146.3 of *Law 16/1987, of 30 July*; Article 51.3 of *Royal Decree 1199/1999, of 9 July*; and Article 84 of *Law 7/2014, of 23 July*).

The aim pursued by the legislator, in principle, in the opinion of the Spanish Courts, is to achieve procedural "economy or efficiency" for the Administration, simplifying and expediting the processing of sanctioning proceedings and, as far as pos-

sancionadores y, en la medida de lo posible, evitando su tramitación plena e íntegra tanto del procedimiento en sí mismo como de los recursos administrativos que pudieran corresponder (p.ej. vid. Sentencia dictada por la Sección 7ª de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional de 15 de abril de 2013 -ECLI:ES:AN:2013:1661-).

No obstante lo anterior, la doctrina se ha planteado la existencia de soluciones alternativas tales como fomentar la colaboración del expedientado o reducir la exigencia de la carga de la prueba para desvirtuar la presunción de inocencia especialmente si se acude a la terminación anticipada por motivos estrictamente financieros, en forma de ahorro de una parte importante de la sanción pecuniaria, y no por la asunción o reconocimiento de la responsabilidad *stricto sensu*.

La aplicación de esta forma de terminación anticipada por las distintas administraciones y autoridades supervisoras no es uniforme, lo que sin duda afecta, en nuestra opinión - a pesar de la interpretación que han mantenido nuestros Tribunales hasta la fecha (p.ej. la Sentencia dictada por la Sección 5ª de la Sala de lo Contencioso-Administrativo del Tribunal Supremo de 15 de febrero de 2023 - ECLI:ES:TS:2023:354)- no sólo a las garantías y derechos que deben ser necesariamente observados en los procedimientos administrativos de naturaleza sancionadora, sino también a la seguridad jurídica (sobre todo en aquellos sectores o ámbitos en los que la sanción no se encuentra concretamente definida sino que debe ser necesariamente determinada -a nuestro juicio, como resultado de la instrucción. Esa falta de uniformidad puede deberse, en parte, a la confusa redacción del precepto tal y como pasamos a exponer.

Así, de conformidad con el primer apartado del artículo 85 de la Ley 39/2025, norma básica del régimen sancionador: "I*niciado un procedimiento sancionador, si el infractor reconoce su responsabilidad, se podrá resolver el procedimiento con la imposición de la sanción que proceda*", sobre la premisa única del reconocimiento de responsabilidad del infractor (ya se le califica como tal pese a que no se ha resuelto el procedimiento), se faculta a la autoridad competente para resolver el procedimiento, de modo que el reconocimiento de responsabilidad no provoca automáticamente o *ex lege* la terminación del procedimiento, si no que se "*podrá*" resolver el procedimiento.

Ignoramos, puesto que no se ha dado en la práctica, qué margen de discrecionalidad podría tener el órgano competente para, ante un reconocimiento de responsabilidad, no resolver el procedimiento. A nuestro juicio, el artículo 85 establece un derecho *ex lege* en favor del administrado (aun condicionado al cumplimiento de una serie de cargas o requisitos), quedan-

sible, preventing the full and complete processing of both the proceedings themselves and the administrative appeals that may correspond (e.g. see the judgment handed down by Section 7 of the Administrative Chamber of the National High Court on 15 April 2013 -ECLI:ES:AN:2013:1661-).

Notwithstanding the above, legal commentators have considered the existence of alternative solutions such as encouraging the cooperation of the party the sanctioning proceedings are against or reducing the burden of proof needed to rebut the presumption of innocence. This is especially relevant if early termination is invoked purely for financial reasons, namely to save a significant part of the pecuniary sanction, and not for the assumption or acknowledgement of liability *stricto sensu*.

This form of early termination is not applied uniformly by the different administrations and supervisory authorities, which undoubtedly affects, in our opinion -and despite the interpretation that our Courts have upheld thus far (see, for instance, the judgment handed down by Section 5 of the Administrative Chamber of the Supreme Court on 15 February 2023 - ECLI:ES:TS:2023:354)- not only the guarantees and rights that must necessarily be observed in administrative sanctioning proceedings, but also legal certainty. This is particularly relevant in sectors or areas where the sanction is not specifically defined but must inevitably be determined (in our opinion, based on the investigation). This lack of uniformity may be due, in part, to the confusing wording of the provision, as will be explained below.

In accordance with the first paragraph of article 8 of Law 39/2015, fundamental law of the sanctioning regime: "*Once sanctioning proceedings have been initiated, if the infringing party acknowledges their liability, the proceedings may be terminated with the imposition of the appropriate sanction.*" On the sole premise of the acknowledgement of liability of the infringing party (already referred to as such even before the termination of the proceedings), the competent authority is empowered to resolve the proceedings. The acceptance of liability therefore does not automatically or *ex lege* terminate the proceedings, but rather it "*may*" lead to a resolution of the proceedings.

We do not know, since this has not been the case in practice, the extent of the discretion the competent body might have to refrain from resolving the proceedings when faced with an acknowledgement of liability. In our opinion, Article 85 establishes a right *ex lege* in favour of the party undergoing the sanctioning proceedings (albeit conditioned by a series of charges

do sometida su aplicación a la libre voluntad del administrado (no de la Administración) según se deduce del contenido mínimo que debe tener el acuerdo de incoación "*indicando la posibilidad de que el presunto responsable pueda reconocer voluntariamente su responsabilidad, con los efectos previstos en el artículo 85*". En el mismo sentido, parte de nuestra doctrina, con base en una interpretación lógica, finalista e integral de los distintos apartados del citado precepto (p.ej. en su apartado segundo: "*implicará la terminación del procedimiento*" o en su apartado tercero: "*aplicará reducciones*") e, incluso, por comparación con su precedente, el artículo 8 del Real Decreto 1398/1993, de 4 de agosto referido ("podrá implicar"), concluye que, siempre que concurran los requisitos legalmente establecidos, no existe margen de discrecionalidad en favor de la administración .

Por otro lado, podría entenderse que la terminación anticipada por reconocimiento de responsabilidad únicamente puede tener lugar en el momento la iniciación del procedimiento en contraposición con el pago voluntario de la sanción pecuniaria, regulado en el apartado segundo, que puede tener lugar en cualquier momento anterior a la resolución. En la práctica suele reconocerse el derecho a la terminación anticipada por reconocimiento de responsabilidad en cualquier fase del procedimiento, aunque desde nuestro punto de vista esa solución solo es admisible o, al menos, recomendable, cuando lleva anudada la reducción de la sanción propuesta.

Resulta contrario a la finalidad perseguida por el legislador el admitir la terminación anticipada en fases posteriores a la incoación por reconocimiento de responsabilidad, sin aplicar reducciones en el importe de la sanción impuesta sin motivación o invocando motivos que nada tienen que ver con los derechos de los infractores y que podrían vulnerar lo dispuesto en el apartado tercero del artículo 85 objeto de análisis. En todo caso, si se pretende la impugnación de la resolución sancionadora en la jurisdicción contencioso administrativa, resulta recomendable no reconocer la responsabilidad administrativa para no perjudicar las expectativas de estimación yendo contra actos propios (p.ej. vid. Sentencia dictada por la Sección 3ª de la Sala de lo Contencioso-Administrativo del Tribunal Supremo de 18 de febrero de 2021 -ECLI:ES:TS:2021:696).

La indeterminación del artículo 85 de la Ley 39/2015 en lo que respecta al concreto momento procesal en el que el infractor puede hacer valer el derecho de reconocimiento de la responsabilidad (frente a la mayor precisión o concreción por la que el legislador ha optado en otras situaciones -p.ej. artículo 112 de la *Ley Foral 11/2019, de 11 de marzo*; artículo 172 de la *Ley 7/2021, de 1 de diciembre*; o artículo 109 de la *Ley 5/2022, de 8 de julio*- (a pesar de que su aplicación pueda resultar objeto de controversia por contradecir o limitar el régimen general

or requirements). Its application is subject to the free will of the party the sanctioning proceedings are against (not that of the Administration), as can be inferred from the minimum content that the initiation decision must contain "*indicating the possibility that the party that is allegedly liable may voluntarily acknowledge their liability, with the effects foreseen in Article 85*". Likewise, some legal commentators, based on a logical, finalist and comprehensive interpretation of the different sections of the aforementioned provision (e.g. its second paragraph: "*shall entail the termination of the proceedings*" or its third paragraph: "*shall apply reductions*") and even by comparison with its precursor, Article 8 of Royal Decree 1398/1993, of 4 August, which referred to "may involve", have concluded that, provided that the legally established requirements are met, no scope for administrative discretion exists.

On the other hand, it could be understood that early termination through acknowledgement of liability can only occur at the moment the proceedings are initiated, in contrast to the voluntary payment of the financial penalty, regulated in the second paragraph, which can take place at any time prior to the resolution. In practice, the right to early termination by acknowledgement of liability is often recognised at any stage of the proceedings, although in our view such a solution is only admissible, or at least advisable, when it is accompanied by a reduction in the proposed sanction.

It is contrary to the aim pursued by the legislator to allow early termination at phases beyond the initiation of proceedings due to acknowledgement of liability without applying any reductions in the sanction imposed, and without providing reasons or invoking grounds unrelated to the rights of the infringing parties. Such an approach could conflict with the provisions of the third paragraph of Article 85. In any case, if the sanctioning resolution is to be challenged in the contentious-administrative jurisdiction, it is advisable not to acknowledge administrative liability so as not to prejudice the expectations of a successful challenge by contradicting one's own prior statements (e.g. see the judgment handed down by Section 3 of the Administrative Chamber of the Supreme Court on 18 February 2021 - ECLI:ES:TS:2021:696).

The ambiguity of Article 85 of Law 39/2015 regarding the specific procedural moment at which the infringing party may invoke the right to acknowledge liability (as opposed to the greater precision or specificity found in other pieces of legislation e.g. Article 112 of *Regional Law 11/2019, of 11 March*; Article 172 of *Law 7/2021, of 1 December*; or Article 109 of *Law 5/2022, of 8 July*, although their application may be debatable because they contradict or limit the basic general regime provided for in Article 85 of Law 39/2015), has

básico previsto en el artículo 85 de la Ley 39/2015) ha dado lugar a una interpretación y aplicación que varía según la administración interviniente.

Así, mientras que determinados supervisores entienden que el reconocimiento de la responsabilidad, y la consiguiente reducción de la sanción, únicamente puede llevarse a efecto en las fases iniciales del procedimiento y, en todo caso, antes de la notificación de la propuesta de resolución, otros consideran que puede hacerse en cualquier momento "*anterior a la resolución*", solución esta última que, en nuestra opinión y sin perjuicio del debate existente, resulta mucho más respetuosa con los principios y garantías que deben observarse en los procedimientos de naturaleza sancionadora. Desde nuestro punto de vista, la ausencia de una concreción expresa sobre el *dies ad quem* aplicable al régimen de reconocimiento de responsabilidad no puede, en modo alguno, perjudicar al infractor.

En otras palabras, una interpretación literal del precepto no impide, a nuestro juicio, que el derecho al reconocimiento de la responsabilidad pueda ser invocado -y aplicado- en los mismos términos temporales previstos para el pago voluntario, esto es, hasta el "*momento antes de la resolución*", sobre todo si, además de concebirse como un derecho o medida prevista por el legislador en favor del expedientado, se tiene en cuenta la posibilidad de que ambos regímenes sean aplicados de forma cumulativa, sin que esta interpretación desvirtúe, en nuestra opinión, la finalidad perseguida por el legislador.

Por el contrario, la interpretación restrictiva que hacen algunas administraciones, si bien resulta especialmente favorable a estas, en la medida en que incentiva la terminación del procedimiento en el inicio, afecta, en nuestra opinión, a los principios y garantías esenciales del administrado. El fundamento que suele invocarse para no permitir la reducción de la sanción en fases posteriores es el coste, en forma de medios personales y materiales, que la administración ha destinado a la tramitación del procedimiento hasta esa fase más avanzada (usualmente la fase que media entre la propuesta de resolución y la resolución sancionadora definitiva). Por el contrario, existen otras autoridades y administraciones que permiten acogerse al régimen de reducción de las sanciones asociado al reconocimiento de responsabilidad incluso en fases posteriores a la inicial.

La primera de las alternativas probablemente sea más acorde con la finalidad principal perseguida por el legislador pero resulta, a nuestro juicio, totalmente desincentivadora del reconocimiento de responsabilidad no solo por el impacto reputacional sino también y sobre todo porque en la mayoría de los casos, o al menos en los más complejos, el

resulted in varying interpretations and applications depending on the administration involved.

Thus, while certain supervisory bodies consider that the acknowledgement of liability and the consequent reduction of the sanction can only occur in the initial phases of the proceedings and, in any case, before the notification of the proposed resolution, others consider it possible at any time "*prior to the resolution*". The latter stance,in our opinion and notwithstanding any ongoing debate, better respects and safeguards the principles and guarantees that must be observed in sanctioning proceedings. In our view, the absence of an express specification of the *dies ad quem* applicable to the acknowledgement of liability should not in any way work to the detriment of the infringing party.

In other words, a literal interpretation of the provision does not, in our opinion, prevent the right to acknowledge liability from being invoked - and applied - under the same timeframe that applies to voluntary payment, namely until the "*time before the resolution*". This is especially true if, in addition to being regarded as a right or measure established by the legislator in favour of the party the sanctioning proceedings are against, account is taken of the possibility of both regimes being applied cumulatively. Such an interpretation does not, in our view, undermine the legislator's intended purpose.

In contrast, the restrictive interpretation of some administrations, while particularly advantageous for them in prompting the termination of the proceedings at the outset, in our opinion impinges on the fundamental principles and safeguards of the party subject to the sanctioning proceedings. The reason most frequently cited for not allowing the reduction of the sanction at later stages is the cost, in terms of personnel and resources, that the administration has devoted to the processing of the proceedings up to that point (usually the phase between the proposed resolution and the final sanctioning resolution). On the other hand, there are other authorities and administrations that permit sanction reductions associated with the acknowledgement of liability even at a stage beyond the initial one.

The first approach probably aligns more closely with the legislator's primary objective but, in our opinion, it significantly discourages the acknowledgement of liability. This is not only due to its reputational impact but, chiefly, because in the majority of cases, and particularly the more complex ones, the party concerned needs to assert its right of defence against

interesado precisa hacer valer su derecho de defensa frente a la imputación inicial contenida en el acuerdo de incoación, presentando alegaciones y aportando pruebas. Solo cuando concluye la fase instructora y se dicta la propuesta de resolución es cuando puede hacerse un juicio ponderado de situación y, entonces si, valorar las distintas alternativas de terminación del procedimiento.

A mayor abundamiento,, existe la posibilidad de que la propuesta de resolución se aparte del contenido y conclusiones recogidas de forma provisional en el acuerdo de incoación con ocasión, precisamente, de las alegaciones formuladas y la prueba aportada por el expedientado, pudiendo dar lugar a una reducción en la calificación de la conducta (p.ej. pasar de una infracción muy grave a grave) o el número de infracciones imputadas (p.ej. con ocasión de concursos de infracciones) y/o en la cuantía de la sanción o, incluso, al archivo de las actuaciones.

En conclusión, desde nuestro punto de vista, no es hasta la propuesta de resolución cuando los expedientados pueden tener una cierta garantía (formal y material) de que un órgano independiente ha analizado, desde esa independencia, la información y documentación obrante en el expediente administrativo, contrastando las pruebas y fundamentos jurídicos con el escrito de alegaciones y las pruebas presentadas por los expedientados.

Es por todo lo anterior por lo que consideramos que limitar al expedientado la aplicación del régimen de reconocimiento de responsabilidad a una fase inicial restringe, en nuestra opinión, sin suficiente cobertura legal, el pleno ejercicio de sus derechos y garantías sobre todo si se tiene en cuenta que el reconocimiento de responsabilidad debe ser pleno e incondicional (hechos, autoría, responsabilidad dolosa o negligente, grado de participación, circunstancias utilizadas para la determinación de la concreta sanción, etc.).

Por tanto, aun cuando el ofrecimiento de la posibilidad de reconocer la responsabilidad deba hacerse en el acuerdo de incoación (artículo 64.2.d) de la Ley 39/2015) nada impide, en nuestra opinión, que no se pueda hacer valer en "*en cualquier momento anterior a la resolución*" y que el mismo lleve anudadas las reducciones correspondientes, tal y como, por otro lado dispone el apartado tercero del artículo 85.

Por último, en este primer apartado, se afirma que, en tales supuestos, se impondrá "*la sanción que proceda*", de nuevo asumimos que será la sanción que, ya sea en el acuerdo de incoación ya sea en la propuesta de resolución, haya sido determinada y, sobre todo, notificada al infractor, pero nada impediría que, al resolver el procedimiento por reconoci-

the initial accusation contained in the initiation decision by presenting arguments and providing evidence. Only once the investigation phase is concluded and the proposed resolution is issued can a reasoned judgement be formed of the situation, enabling the various avenues for terminating the proceedings to be assessed.

Furthermore, it is possible that the proposed resolution may deviate from the content and conclusions provisionally set out in the decision to initiate proceedings. This would stem from the arguments made and the evidence submitted by the party the sanctioning proceedings are against, which may lead to a reduction in the classification of the conduct (e.g. from a very serious to a serious infringement) or the number of infringements (e.g. in the event of concurrent infringements) and/or in the amount of the sanction, or even resulting in the proceedings being dismissed.

In conclusion, from our perspective, it is not until the proposed resolution that parties subject to sanctioning proceedings can have a reliable assurance (both formal and substantive) that an independent body has examined the information and documentation in the administrative file, comparing the factual and legal grounds with the statement of allegations and the evidence presented by the parties the sanctioning proceedings are against.

For all these reasons, we are of the view that limiting the application of the regime of acknowledgement of liability to an initial phase restricts, without sufficient legal cover, the full exercise of the rights and protections of the party the sanctioning proceedings are against. This is especially significant if one recalls that the acknowledgement of liability must be complete and unconditional (covering the facts, perpetration, wilful or negligent liability, degree of participation, circumstances used to determine the specific sanction, etc.).

Therefore, even if the possibility of acknowledging liability must be offered in the initiation decision (Article 64.2.d) of Law 39/2015), in our opinion nothing precludes it from being exercised "*at any time prior to the resolution*" with the corresponding reductions then also applied. This is, moreover, expressly provided for in the third paragraph of Article 85.

Finally, in this first paragraph, it is stated that, in such cases, "*the appropriate sanction*" will be imposed. We assume once again that it will be the sanction which, whether in the initiation decision or in the proposed resolution, has been determined and, more importantly, notified to the infringing party. However, nothing would prevent the sanction from being different

miento de la responsabilidad la sanción fuera distinta a la propuesta (en la medida en que cabe su impugnación en vía contencioso administrativa) si bien las referencias contenidas en el apartado tercero del artículo analizado inducen a pensar que tal modificación no será posible. Si tal modificación tuviera lugar, dado que la terminación anticipada del procedimiento sancionador habilita para acudir directamente a la impugnación en vía contencioso administrativa de la resolución sancionadora que se dictase, el infractor dispondría de medios para revocar tal modificación.

Prosigue el apartado segundo del artículo 85 señalando que: "*Cuando la sanción tenga únicamente carácter pecuniario o bien quepa imponer una sanción pecuniaria y otra de carácter no pecuniario pero se ha justificado la improcedencia de la segunda, el pago voluntario por el presunto responsable, en cualquier momento anterior a la resolución, implicará la terminación del procedimiento, salvo en lo relativo a la reposición de la situación alterada o a la determinación de la indemnización por los daños y perjuicios causados por la comisión de la infracción*".

En este apartado encontramos dos diferencias notables respecto del primero. Así, por un lado, no se habla de infractor sino de presunto responsable y, por otro lado, se permite la terminación por pago voluntario en cualquier momento anterior a la resolución mientras que el apartado precedente se coloca en el momento de la iniciación del procedimiento. Desde nuestro punto de vista, mientras que la primera diferencia pudiera deberse a una deficiente técnica legislativa, la segunda puede tener mayor trascendencia, especialmente en aquellos supuestos en los que este articulo 85 no haya sido objeto de desarrollo especifico de modo que se aplique forma directa.

En efecto, podría entenderse que mientras que la terminación anticipada por reconocimiento de responsabilidad puede tener lugar únicamente al inicio del procedimiento imponiéndose la sanción que proceda, y por tanto sea esta pecuniaria o no pecuniaria, la terminación por pago voluntario puede tener lugar en cualquier fase del procedimiento y hasta el momento inmediatamente anterior a su terminación mediante la notificación de la resolución sancionadora, pero solo si la sanción a imponer (ya venga determinada en el acuerdo de incoación o en la propuesta de resolución) es pecuniaria o si, concurriendo con otra sanción no pecuniaria, se "justifica" que esta última es improcedente, requisito este último excesivamente ambiguo en la medida en que abre múltiples incógnitas y obliga al presunto responsable a alegar y probar cuanto estime oportuno para justificar tal improcedencia lo que necesariamente obliga a que la terminación anticipada sea únicamente solicitada en la fase posterior a la propuesta de resolución, una vez se hayan presentado alegaciones y pruebas, y se haya determinado la

from the proposed sanction when the proceedings are resolved following an acknowledgement of liability (insofar as it can be challenged in contentious-administrative proceedings), although the references contained in the third paragraph of the article suggest that such a change would not be possible. If such a modification were to occur, given that the early termination of the sanctioning proceedings entitles the party subject to those proceedings to challenge the sanctioning resolution directly in contentious-administrative proceedings, they would have the means to revoke that modification.

The second paragraph of Article 85 goes on to state that: "*When the sanction is of a pecuniary nature only or when a pecuniary and a non-pecuniary sanction can be imposed, but the inappropriateness of the latter has been substantiated, voluntary payment by the allegedly liable party, at any time prior to the resolution, shall entail the termination of the proceedings, except with regard to the restoration of the altered situation or the determination of compensation for the damage caused by the commission of the infringement.*"

In this paragraph there are two notable differences compared to the first paragraph. First, it refers to the allegedly liable party rather than the infringing party. Second, it allows the proceedings to be terminated by voluntary payment at any time prior to the resolution, whereas the previous paragraph links it to the time of initiating the proceedings. From our point of view, while the first difference could stem from less-than-ideal legislative drafting, the second may be of greater significance, especially in situations where Article 85 has not undergone specific elaboration in such a way that it applies directly.

Indeed, it could be understood that while early termination through acknowledgement of liability can only take place at the outset of the proceedings with the imposition of the appropriate sanction (whether pecuniary or non-pecuniary), termination by voluntary payment can take place at any stage of the proceedings and up to the moment immediately prior to its termination by notification of the sanctioning resolution, but only if the sanction to be imposed (whether determined in the initiation decision or in the proposed resolution) is pecuniary or if, alongside another non-pecuniary sanction, it is "justified" that the latter is inappropriate. The latter requirement is excessively ambiguous insofar as it raises multiple uncertainties and obliges the allegedly liable party to allege and prove whatever they deem appropriate to demonstrate such inappropriateness. This inevitably "requires that early termination be requested only" in the phase after the proposed resolution, once arguments and evidence have been presented, and the inappropriateness of the non-pecuniary sanction has been determined. This will have consequences

improcedencia de la sanción no pecuniaria. Ello tendrá consecuencias en aquellos supuestos en los que la legislación sectorial o la autoridad competente no permite la aplicación de determinados descuentos una vez se ha dictado la propuesta de resolución.

Finalmente, el apartado tercero del articulo analizado dispone que: "*En ambos casos, cuando la sanción tenga únicamente carácter pecuniario, el órgano competente para resolver el procedimiento aplicará reducciones de, al menos, el 20 % sobre el importe de la sanción propuesta, siendo éstos acumulables entre sí. Las citadas reducciones, deberán estar determinadas en la notificación de iniciación del procedimiento y su efectividad estará condicionada al desistimiento o renuncia de cualquier acción o recurso en vía administrativa contra la sanción. El porcentaje de reducción previsto en este apartado podrá ser incrementado reglamentariamente*".

Este apartado es lo suficientemente ambiguo para que, tanto la legislación sectorial como las autoridades, hayan intentado aplicar distintas soluciones en la medida en que se limita a establecer un porcentaje mínimo, que puede por tanto incrementarse, haciendo referencia a la aplicación de "reducciones" acumulables entre sí, esto es, podrán establecerse reducciones por reconocimiento de responsabilidad y otras por pago voluntario.

Por otro lado, exige, en garantía del derecho de información del interesado, que tales reducciones deban, en buena lógica, estar correctamente determinadas en la notificación del inicio o incoación del procedimiento.

Por último, dada la finalidad perseguida por el legislador, se exige como contrapartida la renuncia al ejercicio de acciones y a la presentación de recursos administrativos contra la resolución sancionadora. No entendemos en cambio la referencia al desistimiento en la medida en que el mismo implica la previa presentación de una solicitud o recurso, en este caso contra la sanción lo que exigiría la previa resolución del procedimiento sancionador y, por tanto, la imposibilidad de terminación anticipada anudada a la obtención de las reducciones establecidas en el artículo 85 y/o en la legislación sectorial. Todo ello a menos que el legislador esté pensando en un recurso administrativo interpuesto contra un acto de trámite cualificado, situación absolutamente excepcional.

En definitiva, el artículo 85 de la Ley 39/2015 constituye un claro ejemplo de cómo la indeterminación normativa puede generar incertidumbre jurídica en perjuicio de los administrados. En nuestra opinión, se hace necesario establecer criterios claros y una aplicación homogénea, sobre todo, para garantizar que el reconocimiento de responsabilidad sea verdaderamente voluntario sin merma del derecho del inte-

in instances where sectoral legislation or the competent authority does not permit the application of certain discounts after the proposed resolution has been issued.

Finally, the third paragraph of the analysed article states: "*In both cases, where the sanction is only pecuniary, the body responsible for deciding on the proceedings shall apply reductions of at least 20 % of the amount of the proposed sanction, which may be cumulative. The aforementioned reductions shall be established in the notification of the initiation of the proceedings and their effectiveness shall be conditional upon the withdrawal or waiver of any action or appeal in administrative proceedings against the sanction. The percentage reduction provided for in this paragraph may be increased by regulation.*"

This paragraph is sufficiently ambiguous that both sectoral legislation and the authorities have tried to apply different solutions. It merely sets a minimum percentage, which can be increased, and refers to the possibility of "reductions" which can be cumulative, meaning some reductions might be awarded for acknowledging liability and others for voluntary payment.

On the other hand, it requires, in order to guarantee the data subject's right to information, that such reductions must naturally be clearly flagged in the notification of the initiation of the proceedings.

Lastly, given the aim pursued by the legislator, the waiver of the right to bring actions and administrative appeals against the sanctioning resolution is required in return. Conversely, the reference to "withdrawal" is puzzling, as it implies the prior presentation of an application or appeal, in this case against the sanction, which would require the prior resolution of the sanctioning proceedings, thus making early termination tied to securing the reductions of Article 85 and/or sectoral legislation unworkable. Unless the legislator has in mind an administrative appeal against a particular type of procedural act, which would be an exceedingly rare situation.

In short, Article 85 of Law 39/2015 is a clear example of how regulatory imprecision can create legal uncertainty to the detriment of those governed by it. In our opinion, there is a need to establish clear criteria and a uniform approach, in particular to ensure that the acknowledgement of liability remains genuinely voluntary while not undermining the right of the party concerned to contest the allegation

resado a defenderse de la imputación o, al menos, a reducir el importe de las sanciones inicialmente propuestas.

Al igual que en otros ámbitos, lo importante no es el destino, sino el camino y, en este caso, el artículo 85 de la Ley 39/2015, por el momento, sigue, en nuestra opinión, lleno de curvas, desvíos y señales contradictorias. No se trata solo de conocer la norma, sino de conocer su interpretación, de navegar entre criterios administrativos divergentes y de defender los derechos del expedientado en un terreno donde las reglas del juego cambian según el tablero.

La inversión alternativa pone el foco en la vivienda asequible

En los últimos años, el sector de inversión alternativa ha empezado a mirar con creciente atención hacia un segmento que tradicionalmente había estado fuera de su radar: la vivienda protegida y asequible. Esta tipología de activos, hasta hace poco considerada poco atractiva por su limitado margen de rentabilidad, se ha revalorizado en un contexto donde la inversión con impacto social ha ganado protagonismo, y donde la necesidad de vivienda digna y accesible se ha convertido en un asunto estructural en toda Europa. En España, esta transformación viene impulsada tanto por la presión de una demanda insatisfecha como por un entorno institucional cada vez más propicio a la colaboración público-privada.

La falta de vivienda asequible, especialmente en grandes núcleos urbanos como Madrid, Barcelona, y en zonas costeras españolas, afecta a amplias capas de la población. Jóvenes, familias, trabajadores con ingresos medios y personas mayores con pensiones reducidas se ven excluidos de un mercado inmobiliario dominado por precios que superan con creces su capacidad económica. Esta brecha estructural ha encendido las alertas de administraciones públicas, entidades del tercer sector y ahora también de inversores que detectan en este problema una oportunidad para desarrollar soluciones con impacto y estabilidad financiera.

El sector de inversiones alternativas, históricamente vinculado a sectores tecnológicos, energéticos, infraestructuras o industriales, ha comenzado a identificar en la vivienda asequible un nicho con potencial. La fórmula es relativamente sencilla: aportar financiación para desarrollar o rehabilitar promociones de vivienda destinada al alquiler regulado, en colaboración con el sector público o con el respaldo de instituciones financieras, para luego obtener retornos estables derivados de flujos de renta garantizados por contratos de larga duración. Además, al tratarse de proyectos con una dimensión social evidente, muchos de estos fondos pueden calificar como in-

or, at least, to reduce the amount of the sanctions initially proposed.

As in other areas, the main concern is not the destination but the journey, and in this case, Article 85 of Law 39/2015 remains, in our opinion, full of twists, detours, and conflicting signals. It is not merely about knowing the legislation, but also about understanding how to interpret it, navigating between divergent administrative approaches and defending the rights of the party facing sanctioning proceedings in a field where the rules of the game vary with the setting.

Alternative investment focuses on affordable housing

In recent years, the alternative investment industry has begun to look with increasing attention at a segment that has historically been overlooked: affordable and subsidised housing. Previously deemed less attractive due to narrow profit margins, this asset class has acquired renewed value amid a rising emphasis on social impact investment and the mounting need for decent, affordable housing across Europe. In Spain, this transformation is driven both by the pressure of unmet demand and by an institutional environment that is increasingly conducive to public-private collaboration.

Acute gaps in the availability of affordable housing, particularly in major urban hubs such as Madrid, Barcelona, and in Spanish coastal areas, affect large sections of the population. Young people, families, middle-income earners and older people with low pensions are being excluded from a property market dominated by prices far beyond their financial means. This structural gap has sparked alarm among public authorities, third-sector organisations and now also investors, who see in this problem an opportunity to develop solutions with impact and financial stability.

The alternative investment sector, historically linked to technology, energy, infrastructure or industrial sectors, has begun to identify affordable housing as a niche with potential. The formula is relatively simple: provide financing for the development or refurbishment of regulated rental properties, in partnership with the public sector or backed by financial institutions, and derive steady returns through long-term rental contracts. Moreover, due to the clear social dimension of these projects, many of these funds can qualify as sustainable investments under ESG (environmental, social and governance) criteria—fostering enhanced reputational standing

versiones sostenibles bajo los estándares ESG (*environmental, social and governance*), lo que mejora su perfil reputacional y facilita el acceso a capital comprometido con la sostenibilidad.

En este nuevo escenario, el papel del Instituto de Crédito Oficial (ICO) viene siendo muy activo. Esta entidad pública, adscrita al Ministerio de Economía y Empresa, ha intensificado su participación en el sector mediante la puesta en marcha de líneas de financiación específicas para vivienda asequible y sostenible, con condiciones preferentes y criterios de impacto social y medioambiental. A través de instrumentos de coinversión o mediante la concesión de avales, el ICO contribuye a reducir el riesgo financiero para los promotores e inversores, favoreciendo así el desarrollo de iniciativas que, en condiciones normales de mercado, resultarían poco viables. Además, el ICO ha participado en vehículos de capital riesgo diseñados específicamente para movilizar inversión institucional hacia la construcción de viviendas protegidas, tanto en alquiler como en venta, en colaboración con comunidades autónomas y entidades locales. Así, en noviembre de 2024 puso en marcha la iniciativa "ICO Fondos Sociales Invest EU", un nuevo programa a través del cual invertirá 268 millones de euros en fondos de capital riesgo especializados en impulsar proyectos de vivienda social y asequible en régimen de alquiler.

Este impulso nacional encuentra también respaldo en el plano europeo. En marzo de 2025, el Comité Económico y Social Europeo (CESE) publicó un dictamen que reitera la importancia de garantizar el acceso a viviendas dignas, sostenibles y asequibles como uno de los pilares del modelo social europeo. El documento, fruto de un amplio proceso de consulta, reconoce la gravedad del problema habitacional en muchos Estados miembros, pero también destaca la necesidad de movilizar financiación privada para complementarla con recursos públicos. El dictamen aboga por el uso del llamado *blended finance*, es decir, la combinación de subvenciones o garantías públicas con inversión privada, como fórmula clave para incrementar la oferta de vivienda asequible sin comprometer los equilibrios presupuestarios nacionales.

El CESE también hace un llamamiento explícito a reforzar el papel de instituciones financieras públicas como el ICO o el Banco Europeo de Inversiones (BEI), que actúan como catalizadores de inversiones de impacto. Además, propone establecer estándares comunes para medir el impacto social y ambiental de los proyectos residenciales, de modo que se asegure la calidad de la oferta creada y se evite que la vivienda asequible se convierta en un mero producto financiero desprovisto de su función social.

En España, estas recomendaciones han sido bien acogidas por diversos actores del ecosistema inmobiliario y financiero.

while easing access to sustainability-focused capital.

An active role has been played in this arena by the Instituto de Crédito Oficial (ICO). This public body under the Ministry of Economy and Enterprise has intensified its participation in the sector by launching specific lines of financing for affordable and sustainable housing, with preferential conditions and reflecting social and environmental objectives. Through co-investment instruments or by granting guarantees, the ICO helps to reduce the financial risk for developers and investors, thus favouring the development of initiatives which, under normal market conditions, would not be viable. In addition, the ICO has participated in venture capital vehicles specifically designed to mobilise institutional investment in the construction of subsidised housing, both for rent and for sale, in collaboration with regional and local authorities. In November 2024, for instance, it launched the "ICO Fondos Sociales Invest EU" initiative, a new programme through which it will invest €268 million in venture capital funds focused on advancing social and affordable rental housing projects.

This national dynamic also benefits from European-level support. In March 2025, the European Economic and Social Committee (EESC) published an opinion reiterating the importance of ensuring access to decent, sustainable and affordable housing as a cornerstone of Europe's social model. Based on extensive consultation, the text acknowledges the severity of housing shortfalls across numerous Member States, yet it also highlights the necessity of engaging private finance alongside public resources. Specifically, the opinion advocates the use of blended finance, i.e. the combination of public subsidies or guarantees with private investment, as integral to expanding the stock of affordable housing without straining national budgets.

The EESC further calls for enhanced roles for institutions such as the ICO and the European Investment Bank (EIB) to foster impact investment. In addition, it recommends establishing unified standards for measuring the social and environmental impact of residential projects, so as to ensure the quality of the housing stock created and prevent affordable housing from becoming a mere financial asset devoid of its social function.

In Spain, these recommendations have been welcomed by various actors in the real estate and financial ecosystem.

Algunas administraciones autonómicas han iniciado proyectos piloto para promover la construcción de miles de viviendas en suelos públicos mediante concesiones a largo plazo o colaboraciones público-privadas. Estas fórmulas permiten atraer capital privado sin renunciar al control público sobre los precios del alquiler y los criterios de acceso. En paralelo, varias sociedades gestoras de fondos han lanzado vehículos especializados en vivienda asequible, con compromisos explícitos en cuanto a sostenibilidad, accesibilidad y retorno social.

La combinación de impulso público, apoyo institucional y demanda insatisfecha está dando lugar a un incipiente ecosistema inversor donde los vehículos de capital riesgo y otros tipos de inversión alternativa, tradicionalmente alejado del ámbito residencial social, comienza a poner su punto de mira. Ya no se trata solo de obtener rentabilidad financiera, sino de generar un impacto social tangible, medible y duradero.

La percepción del capital riesgo, tradicionalmente ligada de manera errónea a la especulación, comienza a diluirse cuando se demuestra que puede ser un actor principal e importante en el desarrollo de un sector social que persigue, por un lado, ayudar a poner solución a un problema muy presente en la sociedad y, por otro lado, obtener rendimientos a sus inversores. En este sentido, la vivienda asequible podría convertirse en un terreno de encuentro entre las exigencias del mercado y las necesidades sociales, siempre que exista voluntad política, compromiso institucional y seguridad jurídica.

La implicación creciente del ICO, la legitimación europea del CESE y la voluntad de parte del sector de asumir un rol activo en el desarrollo de vivienda asequible y protegida, abren una ventana de oportunidad que no conviene desaprovechar. Si se consolida esta alianza público-privada-institucional, España podría no solo mejorar el acceso a la vivienda para miles de personas, sino también liderar una nueva generación de políticas apoyadas por el mercado, mediante la creación de vehículos de inversión alternativa y así lo prueba algunos de los registrados en los últimos meses en los que el Despacho ha tenido la oportunidad e inmenso privilegio de colaborar con algunos de nuestros clientes.

Several regional governments have initiated pilot projects to promote the construction of thousands of housing units on public land through long-term concessions or public-private partnerships. These formulas make it possible to attract private capital without relinquishing public control over rental prices and access criteria. In parallel, various fund managers have unveiled affordable housing investment vehicles aligning with targets for sustainability, accessibility and social objectives.

The confluence of public momentum, institutional backing and unsatisfied demand is giving rise to a burgeoning investment ecosystem where venture capital vehicles and other types of alternative investment, traditionally far removed from the social housing sector, are beginning to set their sights on this area. It is no longer just about financial returns, but about generating a tangible, measurable and lasting social impact.

The long-standing, and often unfair, perception of venture capital as purely speculative is beginning to recede, now that it is shown to be a powerful driver in developing a social sector that pursues both a meaningful societal objectives and satisfactory returns for investors. In this sense, affordable housing could become a nexus between market demands and social needs, provided there is political will, institutional commitment and legal certainty.

The growing involvement of the ICO, the European legitimisation of the EESC and the eagerness of parts of the sector to take an active role in the development of affordable and protected housing, open a window of opportunity that should not be missed. If this public-private-institutional alliance takes firm hold, Spain could both expand housing access for thousands of people and pioneer a new generation of market-enabled public policies utilising alternative investment structures, as evidenced by multiple vehicles registered over recent months in which Pérez-Llorca has been privileged to collaborate alongside key clients.

Anexo I
Annex I

Conocimiento jurídico de Pérez-Llorca
Pérez-Llorca legal knowledge

FECHA DATE	DEPARTMENTO TEAM	TÍTULO TITLE
08/01/2025 ESP	Corporate/M&A Mercado de valores Capital Markets Servicios Financieros y Fondos de Inversión Financial Services and Investment Funds	Análisis de las novedades más relevantes introducidas en la normativa europea de mercado de capitales tras la aprobación de la Listing Act Analysis of the most relevant novelties introduced in the European capital market regulations after the approval of the Listing Act
14/03/2025 ESP ENG	Criterios ESG y Regulación del Cambio Climático ESG Criteria and Climate Change Regulation Derecho de la Unión Europea European Union Law Servicios Financieros y Fondos de Inversión Financial Services and Investment Funds	Aspectos destacados del Paquete Ómnibus en materia de sostenibilidad Highlights of the Sustainability Omnibus Package
02/04/2025 ESP	Criterios ESG y Regulación del Cambio Climático ESG Criteria and Climate Change Regulation	La simplificación de la sostenibilidad como objetivo estratégico europeo Simplifying sustainability as a European strategic goal
06/06/2025 ESP	Propiedad Intelectual, Industrial y Tecnología, Intellectual Property, Industrial and Technology Servicios Financieros y Fondos de Inversión Financial Services and Investment Funds TechLaw	Los supervisores financieros ponen el foco en la IA Financial supervisors put the spotlight on AI
10/06/2025 ESP	Penal Económico e Investigaciones Economic Criminal and Investigations	'Whistleblowing': nos cuesta despegar Whistleblowing: we have trouble getting off the ground

Anexo II
Annex II

Otras novedades de interés
Further information of interest

FECHA DATE	INICIATIVA INITIATIVE	TÍTULO TITLE
21/02/2025 ENG	Prevención de Blanqueo de Capitales Y Financiación del Terrorismo Anti-money laundering and counter terrorist financing	Actualización de la lista del GAFI sobre jurisdicciones no cooperadoras en materia de blanqueo de capitales y financiación de terrorismo Update of the FATF list of non-cooperative jurisdictions on anti-money laundering and counter terrorist financing
12/03/2025 ENG	Mercado de capitales Capital markets	IOSCO publica un nuevo informe de consulta sobre Inteligencia Artificial en los mercados de capitales: Casos de uso, riesgos y desafíos IOSCO publishes new Consultation Report on Artificial Intelligence in Capital Markets: Use Cases, Risks, and Challenges
17/03/2025 ENG	Bancario Banking	Consulta pública de la SRB sobre las directrices operativas para las pruebas de solvencia de los bancos SRB's Public consultation on the Operational Guidance on Resolvability Testing for Banks
29/04/2025 ESP ENG	Mercado de capitales Capital markets	La CNMV actualiza su Q&A sobre el régimen de folletos a publicar en las ofertas públicas y admisiones a negociación en mercados regulados The CNMV updates the "Q&A on the regime for prospectuses to be published in public offerings and admissions to trading on regulated markets"
13/05/2025 ESP ENG	Criptoactivos Cryptoassets	La CNMV adopta cinco directrices de ESMA que desarrollan el reglamento MiCA The CNMV adopts five development guidelines of the MiCA regulation
21/05/2025 ESP ENG	Mercado de capitales Capital markets	La CNMV y BME presentan la nueva modalidad de salidas a bolsa más flexible y sencilla CNMV and BME Present Simpler, More Flexible Method For Stock Market Flotations

FECHA DATE	INICIATIVA INITIATIVE	TÍTULO TITLE
26/05/2025 ENG	Instituciones de Inversión Colectiva Collective Investment Schemes	La OICV publica un informe final sobre las recomendaciones actualizadas para la gestión del riesgo de liquidez de los organismos de inversión colectiva IOSCO Issues Final Report on Updated Liquidity Risk Management Recommendations for Collective Investment Schemes
26/05/2025 ESP ENG	Pequeña empresa de mediana capitalización Small mid-cap enterprises	Recomendación (UE) 2025/1099 de la Comisión, de 21 de mayo de 2025, relativa a la definición de pequeña empresa de mediana capitalización Commission Recommendation (EU) 2025/1099 of 21 May 2025 on the definition of small mid-cap enterprises
13/06/2025 ENG	Prevención de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo Anti-money laundering and counter terrorist financing	Actualización de la lista del GAFI sobre jurisdicciones no cooperadoras en materia de blanqueo de capitales y financiación de terrorismo Update of the FATF list of non-cooperative jurisdictions on anti-money laundering and counter terrorist financing

Anexo III
Annex III

Glosario de términos y normativa
Glossary of legal terms and legislation

A

AIFMD

Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n º 1060/2009 y (UE) n º 1095/2010.

Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010.

AV
SA

Agencia de valores.

Securities agency.

B

BdE

Banco de España

Bank of Spain

Benchmarks

Índices de referencia.

C

CC

Real Decreto de 24 julio 1889 por el que se publica el Código Civil.

Royal Decree of 24 July 1889, publishing the Civil Code.

CCP o ECC

Entidades de contrapartida central.

Central counterparties.

CNMV

Comisión Nacional del Mercado de Valores.

National Securities and Exchange Commission.

Copy trading

Operaciones en general, en los que un cliente minorista -al que se prestan servicios de inversión y como parte de estos servicios- puede copiar o replicar operaciones de otro operador o inversor, en lugar de analizar él mismo los mercados.

Transactions where a retail client - to whom investment services are provided and as part of these services - may copy or replicate trades of another trader or investor, instead of analysing the markets themselves.

CRD

Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE.

Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC.

CRR

Reglamento (UE) n º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n º 648/2012.

Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No 648/2012.

CRR 3	Reglamento (UE) 2024/1623 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2024, por el que se modifica el Reglamento (UE) n º 575/2013 en lo que respecta a los requisitos para el riesgo de crédito, el riesgo de ajuste de valoración del crédito, el riesgo operativo, el riesgo de mercado y el suelo al importe total de la exposición en riesgo. Regulation (EU) 2024/1623 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2024 amending Regulation (EU) No 575/2013 as regards requirements for credit risk, credit valuation adjustment risk, operational risk, market risk and the output floor.
CSDDD o Directiva sobre Diligencia Debida en Materia de Sostenibilidad Empresarial CSDDD or Corporate Sustainability Due Diligence Directive	Directiva (UE) 2024/1760 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de junio de 2024, sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad y por la que se modifican la Directiva (UE) 2019/1937 y el Reglamento (UE) 2023/2859. Directive (EU) 2024/1760 of the European Parliament and of the Council of 13 June 2024 on corporate sustainability due diligence and amending Directive (EU) 2019/1937 and Regulation (EU) 2023/2859.
CSD o DCV	Depositarios Centrales de Valores. Central Securities Depositories.
CSDR	Reglamento sobre Depositarios Centrales de Valores o Reglamento (UE) nº 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 23 de julio de 2014 sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) no 236/2012. Central Securities Depositories Regulation or Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories and amending Directives 98/26/EC and 2014/65/EU and Regulation (EU) No 236/2012.
CSRD o Directiva relativa a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas CSRD or Directive on Corporate Sustainability Reporting	Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 por la que se modifican el Reglamento (UE) n º 537/2014, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y la Directiva 2013/34/UE, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas. Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 amending Regulation (EU) No 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as regards corporate sustainability reporting.
D **DFI o KID**	Documento de datos fundamentales para el inversor. Key investor information document.

Directiva NPLs NPLs Directive	Directiva (UE) 2021/2167 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2021, sobre los administradores de créditos y los compradores de créditos y se modifican la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo. Directive (EU) 2021/2167 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2021 on credit servicers and credit purchasers and amending Directives 2008/48/EC and 2014/17/EU.
Directrices LMT LMT guidelines	Directrices de ESMA sobre las herramientas de gestión de la liquidez (LMT) de los fondos UCITS y los FIA de capital variable. ESMA guidelines on liquidity management tools (LMT) for UCITS and open-end AIFs.
DLT	Tecnología de registros distribuidos. Distributed ledger technology.
DOUE OJEU	Diario Oficial de la Unión Europea. Official Journal of the European Union.
E	
EAF FAF	Empresa de asesoramiento financiero. Financial advisory firm.
EAFN NFAF	Empresas de asesoramiento financiero nacionales. National financial advisory firms.
EBA	Autoridad Bancaria Europea. European Banking Authority.
ECR VCF	Entidades de capital riesgo. Venture capital firms.
EDE EMI	Entidades de dinero electrónico. Electronic money institution.
EICC	Entidades de inversión colectiva de tipo cerrado. Closed-ended collective investment undertakings.
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación. European Insurance and Occupational Pensions Authority.
ESAs	Autoridades Europeas de Supervisión. European Supervisory Authorities.
ESI	Empresa(s) de servicios de inversión. Investment services company.
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados. European Securities and Markets Authority.

ESRS	Estándares de Reporte de Sostenibilidad Empresarial. European Sustainability Reporting Standards.
FCR VCF	Fondo de capital riesgo. Venture capital fund.
FIA AIF	Fondos de inversión alternativa. Alternative investment fund.
FICC	Fondo de inversión colectiva de tipo cerrado. Closed-ended collective investment fund.
FILPE ELTIF	Fondos de inversión a largo plazo europeos. European long-term investment fund.
GAFI FATF	Grupo de Acción Financiera Internacional. Financial Action Task Force.
ICAC	Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Institute of Accounting and Auditing.
IIC CIS	Instituciones de Inversión Colectiva. Collective investment scheme.
IOSCO u OICV	Organización Internacional de Comisiones de Valores. International Organisation of Securities Commissions.
Ley 16/1987 Law 16/1987	Ley 16/1987, de 30 de julio, de Ordenación de los Transportes Terrestres. Law 16/1987, of 30 July, on Land Transport Regulation.
Ley 7/2014 Law 7/2014	Ley 7/2014, de 23 de julio, de protección de las personas consumidoras y usuarias de las Illes Balears. Law 7/2014, of 23 July, on the protection of consumers and users of the Balearic Islands.
LECR o Ley 22/2014 Law 22/2014	Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Law 22/2014, of 12 November, regulating venture capital entities, other closed-ended collective investment undertakings and management companies of closed-ended collective investment undertakings, and which amends Law 35/2003, of 4 November, on collective investment schemes.
Ley 39/2015 Law 39/2015	Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Pública. Law 39/2015, of 1 October, on the Common Administrative Procedure of Public Administrations.

Ley Foral 11/2019 Regional Law 11/2019	Ley Foral 11/2019, de 11 de marzo, de la Administración de la Comunidad Foral de Navarra y del Sector Público Institucional Foral. Regional Law 11/2019, of 11 March, on the Administration of the Autonomous Community of Navarre and the Regional Institutional Public Sector.
Ley 7/2021 Law 7/2021	Ley 7/2021, de 1 de diciembre, de impulso para la sostenibilidad del territorio de Andalucía. Law 7/2021, of 1 December, on promoting sustainability in the territory of Andalusia.
Ley 5/2022 Law 5/2022	Ley 5/2022, de 8 de julio, de políticas de juventud de las Illes Balears. Law 5/2022, of 8 July, on youth policies in the Balearic Islands.
Ley de Sociedades de Capital Spanish Companies Act	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Royal Legislative Decree 1/2010, of 2 July, approving the revised text of the Companies Act.
LIVA	Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido. Law 37/1992, of 28 December, on Value Added Tax.
LMVSI o Ley del Mercado de Valores Securities Market Law	Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión. Law 6/2023, of 17 March, on Securities Markets and Investment Services.
M **MiFID II**	Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014 , relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU.
N **NIS 2**	Directiva (UE) 2022/2555 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 relativa a las medidas destinadas a garantizar un elevado nivel común de ciberseguridad en toda la Unión, por la que se modifican el Reglamento (UE) nº 910/2014 y la Directiva (UE) 2018/1972 y por la que se deroga la Directiva (UE) 2016/1148 (Directiva SRI 2). Directive (EU) 2022/2555 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 on measures for a high common level of cybersecurity across the Union, amending Regulation (EU) No 910/2014 and Directive (EU) 2018/1972 and repealing Directive (EU) 2016/1148.
O **ONU** UN	Organización de las Naciones Unidas. United Nations.
P **PAUE** ESAP	Punto de acceso único europeo. European single access point.
PBC/FT AML/CFT	Prevención de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo. Prevention of money laundering and terrorist financing.

PIAS PAI	Principales incidencias adversas de sostenibilidad. Principal adverse sustainability impact.
PRIIPs	Productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros. Packaged retail and insurance-based investment products.
PRIIPs de categoría 2 Category 2 PRIIPs	PRIIPs que ofrecen, ya sea directamente o sobre una base sintética, una exposición no apalancada a los precios de las inversiones subyacentes, o una exposición apalancada a inversiones subyacentes que pague un múltiplo constante de los precios de dichas inversiones subyacentes, cuando se disponga para los PRIIPs de al menos 2 años de precios diarios históricos, de 4 años de precios semanales históricos o de 5 años de precios mensuales, o cuando se disponga de valores de referencia o sustitutivos, a condición de que tales valores cumplan los mismos criterios en lo referente a la duración y la frecuencia del historial de precios. PRIIPs which, either directly or on a synthetic basis, offer non-leveraged exposure to the prices of underlying investments, or a leveraged exposure on underlying investments that pays a constant multiple of the prices of those underlying investments, where at least two years of historical daily prices, or four years of historical weekly prices, or five years of monthly prices are available for the PRIIP, or where existing appropriate benchmarks or proxies are available, provided that such benchmarks or proxies fulfil the same criteria for the length and frequency of the price history.
PRIIPs de categoría 3 Category 3 PRIIPs	PRIIPs cuyos valores reflejan los precios de las inversiones subyacentes, pero no como un múltiplo constante de los precios de dichas inversiones, cuando se disponga para los PRIIP de al menos 2 años de precios diarios de los activos subyacentes, de 4 años de precios semanales o de 5 años de precios mensuales, o cuando se disponga de valores de referencia o sustitutivos, a condición de que dichos valores cumplan los mismos criterios en lo referente a la duración y la frecuencia del historial de precios. PRIIPs whose values reflect the prices of underlying investments, but not as a constant multiple of the prices of those underlying investments, where at least two years of daily prices of the underlying assets, four years of weekly prices or five years of monthly prices, or where existing appropriate benchmarks or proxies are available, provided that such benchmarks or proxies fulfil the same criteria for the length and frequency of the price history.
PSC CASP	Proveedores de servicios de criptoactivos. Crypto asset service provider.
R **Real Decreto 1398/1993** Royal Decree 1398/1993	Real Decreto 1398/1993, de 4 de agosto, por el que se aprueba el Reglamento del Procedimiento para el Ejercicio de la Potestad Sancionadora. Royal Decree 1398/1993, of 4 August, approving the Regulations on the Procedure for the Exercise of Sanctioning Powers.
Real Decreto 1199/1999 Royal Decree 1199/1999	Real Decreto 1199/1999, de 9 de julio, por el que se desarrolla la Ley 13/1998, de 4 de mayo, de Ordenación del mercado de tabacos y normativa tributaria, y se regula el estatuto concesional de la red de expendedurías de tabaco y timbre. Royal Decree 1199/1999, of 9 July, implementing Law 13/1998, of 4 May, on Tobacco Market Regulation and Taxation, and regulating the concession status of the network of tobacco and stamp outlets.

RD ESI o Real Decreto de la Empresas de Servicios de Inversión

RD ESI or Royal Decree on Investment Services Companies

Real Decreto 813/2023, de 8 de noviembre, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión.

Royal Decree 813/2023, of 8 November, on the legal regime of investment firms and other entities providing investment services.

Reglamento *Crowdfunding*

Crowdfunding Regulation

Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937.

Regulation (EU) 2020/1503 of the European Parliament and of the Council of 7 October 2020 on European crowdfunding service providers for business, and amending Regulation (EU) 2017/1129 and Directive (EU) 2019/1937.

Reglamento de Folletos

Prospectus Regulation

Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE.

Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC.

Reglamento de Inteligencia Artificial

Artificial Intelligence Act

Reglamento (UE) 2024/1689 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de junio de 2024, por el que se establecen normas armonizadas en materia de inteligencia artificial.

Regulation (EU) 2024/1689 of the European Parliament and of the Council of 13 June 2024 laying down harmonised rules on artificial intelligence.

Reglamento Delegado 231/2013

Delegated Regulation 231/2013

Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013 por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión.

Commission Delegated Regulation (EU) No 231/2013 of 19 December 2012 supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage, transparency and supervision.

Reglamento Delegado 2016/438

Delegated Regulation 2016/438

Reglamento Delegado (UE) 2016/438 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, que complementa la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo con respecto a las obligaciones de los depositarios.

Commission Delegated Regulation (EU) 2016/438 of 17 December 2015 supplementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council with regard to obligations of depositaries.

Reglamento Delegado PRIIPs PRIIPs Delegated Regulation	Reglamento Delegado (UE) 2017/653 de la Comisión de 8 de marzo de 2017 por el que se completa el Reglamento (UE) nº 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros, mediante el establecimiento de normas técnicas de regulación respecto a la presentación, el contenido, el examen y la revisión de los documentos de datos fundamentales y las condiciones para cumplir el requisito de suministro de dichos documentos. Commission Delegated Regulation (EU) 2017/653 of 8 March 2017 supplementing Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs) by laying down regulatory technical standards with regard to the presentation, content, review and revision of key information documents and the conditions for fulfilling the requirement to provide such documents.
Reglamento DORA DORA	Reglamento (UE) 2022/2554 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero y por el que se modifican los Reglamentos (CE) nº 1060/2009, (UE) nº 648/2012, (UE) nº 600/2014, (UE) nº 909/2014 y (UE) 2016/1011. Regulation (EU) 2022/2554 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 on digital operational resilience for the financial sector and amending Regulations (EC) No 1060/2009, (EU) No 648/2012, (EU) No 600/2014, (EU) No 909/2014 and (EU) 2016/1011.
Reglamento de Taxonomía Taxonomy Regulation	Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo de 18 de junio de 2020 relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088. Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088.
Reglamento EMIR EMIR Regulation	Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones. Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories.
Reglamento IPR o Reglamento de transferencias inmediatas IPR Regulation or Instant Payments Regulation	Reglamento (UE) 2024/886 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de marzo de 2024, por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.o 260/2012 y (UE) 2021/1230 y las Directivas 98/26/CE y (UE) 2015/2366 en lo que respecta a las transferencias inmediatas en euros. Regulation (EU) 2024/886 of the European Parliament and of the Council of 13 March 2024 amending Regulations (EU) No 260/2012 and (EU) 2021/1230 and Directives 98/26/EC and (EU) 2015/2366 as regards instant credit transfers in euro.
Reglamento MiCA MiCA Regulation	Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2023, relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.o 1093/2010 y (UE) n.o 1095/2010 y las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/1937. Regulation (EU) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2023 on markets in crypto-assets, and amending Regulations (EU) No 1093/2010 and (EU) No 1095/2010 and Directives 2013/36/EU and (EU) 2019/1937.
Reglamento MiFIR MiFIR Regulation	Reglamento (UE) n º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n º 648/2012. Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012.

Reglamento PRIIPs PRIIPs Regulation	Reglamento (UE) no 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de noviembre de 2014 sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros. Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council of 26 November 2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs).
RTS	Normas técnicas de regulación Regulatory technical standards.
RTS de Criptoactivos Crypto-asset RTS	Se refiere a los siguientes Reglamentos Delegados: This refers to the following Delegated Regulations:

1. **Reglamento Delegado (UE) 2025/294** en lo que respecta a los requisitos, las plantillas y los procedimientos para la tramitación de reclamaciones por los proveedores de servicios de criptoactivos.

   Delegated Regulation (EU) 2025/294 specifying the requirements, templates and procedures for the handling of complaints by the crypto-asset service providers.

2. **Reglamento Delegado (UE) 2025/296** que se especifica el procedimiento para la aprobación de un libro blanco de criptoactivos.

   Delegated Regulation (EU) 2025/296 specifying the procedure for the approval of a crypto-asset white paper.

3. **Reglamento Delegado (UE) 2025/297** que especifica las condiciones para la creación y el funcionamiento de los colegios consultivos de supervisión.

   Delegated Regulation (EU) 2025/297 specifying the conditions for the establishment and functioning of consultative supervisory colleges.

4. **Reglamento Delegado (UE) 2025/298** sobre la metodología para estimar el número y el valor de las operaciones que conllevan la utilización de fichas referenciadas a activos y de fichas de dinero electrónico denominadas en una moneda que no sea una moneda oficial de un Estado miembro como medio de cambio.

   Delegated Regulation (EU) 2025/298 specifying the methodology to estimate the number and value of transactions associated to uses of asset-referenced tokens and of e-money tokens denominated in a currency that is not an official currency of a Member State as a means of exchange.

5. **Reglamento Delegado (UE) 2025/299** sobre la continuidad y la regularidad de la prestación de los servicios de criptoactivos.

   Delegated Regulation (EU) 2025/299 on continuity and regularity in the performance of crypto-asset services.

6. **Reglamento Delegado (UE) 2025/303** relativo a la información que deben incluir determinadas entidades financieras en la notificación de su intención de prestar servicios de criptoactivos.

   Delegated Regulation (EU) 2025/303 specifying the information to be included by certain financial entities in the notification of their intention to provide crypto-asset services.

7. **Reglamento de Ejecución (UE) 2025/304** en lo que respecta a los formularios, plantillas y procedimientos normalizados para la notificación por parte de determinadas entidades financieras de su intención de prestar servicios de criptoactivos.

   Implementing Regulation (EU) 2025/304 with regard to standard forms, templates and procedures for the notification by certain financial entities of their intention to provide crypto-asset services.

8. **Reglamento Delegado (UE) 2025/416** que se especifica el contenido y el formato de los registros de los libros de órdenes de los proveedores de servicios de criptoactivos que gestionan una plataforma de negociación de criptoactivos.

   Delegated Regulation (EU) 2025/416 specifying the content and format of order book records for crypto-asset service providers operating a trading platform for crypto-assets.

9. **Reglamento Delegado (UE) 2025/417** relativo a la forma en que los proveedores de servicios de criptoactivos que gestionan una plataforma de negociación de criptoactivos deben presentar los datos de transparencia.

   Delegated Regulation (EU) 2025/417 specifying the manner in which crypto-asset service providers operating a trading platform for crypto-assets are to present transparency data.

10. **Reglamento Delegado (UE) 2025/415** que especifica el ajuste de los requisitos de fondos propios y las características mínimas de los programas de pruebas de resistencia de los emisores de fichas referenciadas a activos o de fichas de dinero electrónico.

    Delegated Regulation (EU) 2025/415 specifying adjustment of own funds requirement and minimum features of stress testing programmes of issuers of asset-referenced tokens or of e-money tokens.

11. **Reglamento Delegado (UE) 2025/418** sobre el contenido mínimo del sistema de gobernanza en relación con la política de remuneración de los emisores de fichas significativas referenciadas a activos o de dinero electrónico.

    Delegated Regulation (EU) 2025/418 specifying the minimum content of the governance arrangements on the remuneration policy of issuers of significant asset-referenced or e-money tokens.

12. **Reglamento Delegado (UE) 2025/419** en cuanto al procedimiento y los plazos para que un emisor de fichas referenciadas a activos o de fichas de dinero electrónico ajuste el importe de sus fondos propios.

    Delegated Regulation (EU) 2025/419 specifying the procedure and timeframe for an issuer of asset-referenced tokens or of e-money tokens to adjust the amount of its own funds.

13. **Reglamento Delegado (UE) 2025/421** sobre los datos necesarios para la clasificación de los libros blancos de criptoactivos y las disposiciones prácticas para garantizar que dichos datos sean legibles por máquina.

    Delegated Regulation (EU) 2025/421 specifying the data necessary for the classification of crypto-asset white papers and the practical arrangements to ensure that such data is machine-readable.

14. **Reglamento Delegado (UE) 2025/305** relativo a la información que debe incluirse en la solicitud de autorización como proveedor de servicios de criptoactivos.

    Delegated Regulation (EU) 2025/305 specifying the information to be included in an application for authorisation as a crypto-asset service provider.

15. **Reglamento Delegado (UE) 2025/413** que especifica el contenido detallado de la información necesaria para llevar a cabo la evaluación de la adquisición propuesta de una participación cualificada en el emisor de una ficha referenciada a activos.

    Delegated Regulation (EU) 2025/413 specifying the detailed content of information necessary to carry out the assessment of a proposed acquisition of a qualifying holding in an issuer of an asset-referenced token.

S

SCR	Sociedad de capital riesgo.
VCC	Venture capital company.

SFDR	Reglamento Delegado (UE) 2022/1288 de la Comisión de 6 de abril de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo respecto a las normas técnicas de regulación que especifican los pormenores en materia de contenido y presentación que ha de cumplir la información relativa al principio de «no causar un perjuicio significativo», y especifican el contenido, los métodos y la presentación para la información relativa a los indicadores de sostenibilidad y las incidencias adversas en materia de sostenibilidad, así como el contenido y la presentación de información relativa a la promoción de características medioambientales o sociales y de objetivos de inversión sostenible en los documentos precontractuales, en los sitios web y en los informes periódicos. Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288 of 6 April 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 reports.
SGIIC	Sociedad(es) Gestora(s) de Instituciones de Inversión Colectiva. Management company of collective investment schemes.
SGEIC	Sociedad(es) Gestora(s) de Entidades Inversión Colectiva de Tipo Cerrado. Management company of closed-ended collective investment undertakings.
SICC	Sociedad de inversión colectiva de tipo cerrado. Closed-ended collective investment undertaking.
Sociedades Gestoras Management Companies	SGIIC y/o SGEIC. SGIIC and/or SGEIC.
SRB	Junta única de Resolución. Single Resolution Board.
SV SC	Sociedad de valores. Securities company.
T **TIC** ICT	Tecnologías de la información y comunicación. Information and communication technologies.
U **UCITS**	Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliario. Undertakings for collective investment in transferable securities.

2025

Este documento ha sido elaborado por los abogados del área de Servicios Financieros y Fondos de Inversión, Josefina García Pedroviejo, Cristina Vidal Otero, Enrique Hernández, David Díaz Villar y Alejandra Solórzano Parra.

La información contenida en este boletín es de carácter general y no constituye asesoramiento jurídico. Este documento ha sido elaborado el 7 de julio de 2025, y Pérez-Llorca no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.

This document has been prepared by the lawyers of the Financial Services and Investment Funds practice area, Josefina García Pedroviejo, Cristina Vidal Otero, Enrique Hernández, David Díaz Villar and Alejandra Solórzano Parra.

The information contained in this document is of a general nature and does not constitute legal advice. This document was prepared on 7 July 2025 and Pérez-Llorca does not assume any commitment to update or revise its contents.

Para más información, pueden ponerse en contacto con:
For more information, please contact:

Josefina García pedroviejo
Socia de Servicios Financieros y Fondos de Inversión
Partner, Financial Services and Investment Funds
jgarciapedroviejo@perezllorca.com
T: +34 600 914 518

Cristina Vidal Otero
Socia de Servicios Financieros y Fondos de Inversión
Partner, Financial Services and Investment Funds
cristina.vidal@perezllorca.com
T. +34 686 295 164

Pérez-Llorca

Primer Semestre 2025 | Actualidad Jurídica de Servicios Financieros y Fondos de Inversión
First Half of 2025 | Financial Services and Investment Funds Legal Update

perezllorca.com