

JUAN RODRÍGUEZ DE LA RÚA PUIG, Secretario del Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores,

CERTIFICO:

Que, según figura en el Acta de la sesión de 15 de diciembre de 2025, el Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, ha emitido el siguiente informe:

**“RESPUESTA A LA CONSULTA PÚBLICA SOBRE LA GUÍA TÉCNICA PARA
GESTORAS DE VEHÍCULOS CERRADOS.**

Se comparte el objetivo de reforzar la protección del inversor, especialmente del inversor minorista, y de dotar al marco supervisor de mayor claridad y previsibilidad. Al mismo tiempo, se consideran esenciales tres principios rectores para que la futura Guía Técnica resulte realmente útil y proporcionada:

1. Sujeción estricta al marco normativo vigente, sin introducir por vía interpretativa nuevos requisitos materiales no previstos en la Ley 22/2014, la Directiva 2011/61/UE ni su normativa de desarrollo.
2. Aplicación del principio de proporcionalidad, teniendo en cuenta que la inmensa mayoría de las gestoras de vehículos cerrados son pymes.
3. Adecuación a los riesgos y a la operativa específica de los vehículos cerrados, evitando trasladar mecánicamente estructuras de entidades de crédito o vehículos abiertos.

A continuación, damos respuesta estructurada a las preguntas concretas de la consulta pública.

1. Conveniencia de la Guía Técnica

¿Considera conveniente establecer criterios y buenas prácticas para definir la estructura organizativa de las gestoras que gestionan vehículos cerrados, las funciones de control interno y la gestión de los conflictos de intereses que puedan surgir en el desarrollo de su actividad?

Sin duda ya que el establecimiento de criterios y buenas prácticas:

- Facilita la definición y puesta en práctica de políticas y procedimientos internos.
- Aporta mayores garantías de correcto desarrollo conforme a la normativa de las actuaciones de las gestoras en su día a día.
- Proporciona mayor visibilidad a las gestoras sobre sus obligaciones de control en las distintas áreas (riesgos, cumplimiento, conflictos de interés, gobierno interno).
- Homogeneiza las expectativas supervisoras y reduce la dispersión de criterios entre inspecciones.

La complejidad creciente del sector de Capital Privado (operaciones secundarias, *continuation funds*, coinversiones, estructuras con varios vehículos) y el aumento del acceso de inversores minoristas justifican disponer de una Guía que:

- Clarifique la interpretación de conceptos como proporcionalidad, estructura adecuada, funciones de control interno o gestión de conflictos de interés.
- Sirva de referencia para los departamentos de cumplimiento y riesgos en el diseño de su marco interno.
- Aporte seguridad jurídica a gestoras e inversores.
- Asimismo, una Guía que haga explícita la aplicación del principio de proporcionalidad contribuirá a una supervisión más eficaz y focalizada en riesgos materiales, evitando cargas desproporcionadas sobre gestoras de menor tamaño cuya estructura operativa no es comparable a la de entidades con cientos o miles de millones bajo gestión.

Ahora bien, el sector insiste en que la Guía solo será realmente útil si:

- Se limita a precisar y ordenar criterios ya contenidos en la normativa vigente.
- No funciona en la práctica como un manual de requerimientos encubierto que eleve el listón regulatorio.
- No traslada modelos de entidades financieras o vehículos abiertos que no encajan con el perfil de riesgo ni la operativa de las gestoras de vehículos cerrados.
- En definitiva, la guía no debería incorporar disposiciones que impliquen la asunción de obligaciones adicionales para las SGEIC. Su finalidad debe centrarse en ofrecer criterios interpretativos y recomendaciones de buenas prácticas que faciliten el cumplimiento de la normativa vigente.

2. Ámbito de aplicación y principio de proporcionalidad

¿Considera que el ámbito de aplicación de la Guía debería incluir a todas las gestoras de vehículos cerrados o deberían tenerse en cuenta determinadas circunstancias y umbrales para que les resulte de aplicación?

La Guía puede y debe tener un ámbito de aplicación general a todas las gestoras de vehículos cerrados, pero con una condición clave: la aplicación del principio de proporcionalidad debe ser intensa y explícita.

No parece razonable exigir los mismos medios materiales, humanos y documentales a gestoras con una diferencia sustancial de volumen gestionado, número de vehículos y complejidad operativa. Hay consenso total en la aplicación universal de la Guía, pero modulando de forma muy intensa las exigencias organizativas y de control en función de parámetros objetivos.

¿Es razonable tener en cuenta patrimonio gestionado, número y tipo de inversores, y número y tipo de vehículos como criterios de proporcionalidad? ¿Qué otros factores podrían considerarse?

1. Volumen de activos gestionados (AUM)

Debe ser el criterio principal. No resulta proporcionado exigir la misma estructura organizativa y de control a una gestora con 10 o 20 millones de euros bajo gestión que a otra con miles de millones.

2. Tipo y perfil económico de los inversores

Además de la distinción legal minorista/profesional, el sector propone introducir un criterio económico objetivo dentro de la categoría minorista:

- Minoristas de baja cuantía (por ejemplo, compromisos de en torno a 10.000 euros), que requieren máxima protección.
- Minoristas de patrimonio elevado (por ejemplo, compromisos de en torno a 1 millón de euros por vehículo), que normalmente cuentan con asesoramiento y experiencia inversora.

La categoría legal de inversor minorista es considerada por el sector como demasiado amplia para aplicar el mismo trato a tipos de inversores que claramente tienen características distintas. El umbral de 1 millón de euros se considera una referencia razonable para modular el nivel de exigencia de control e información, sin alterar las categorías legales, pero afinando la proporcionalidad.

Además de la distinción legal minorista/profesional, debe considerarse la escala real de la relación con inversores (número total de inversores y frecuencia/intensidad de interacciones) y el grado de exposición al inversor minorista (porcentaje y relevancia efectiva del minorista en los vehículos gestionados). No es equivalente una gestora con unas decenas de inversores y exposición minorista residual a otra con varios cientos de inversores o con una parte sustantiva de su actividad dirigida al minorista

3. Número y tipo de vehículos gestionados

Debe diferenciarse entre:

- Gestoras con uno o pocos vehículos de estructura relativamente simple.
- Gestoras multiproducto con estrategias diferenciadas (*private equity, venture, deuda, infraestructuras, etc.*).

3.1. Nivel real de ingresos recurrentes

La capacidad de financiar funciones independientes y especializados está directamente ligada a la estabilidad y volumen de los ingresos por comisiones. La proporcionalidad debe tener en cuenta esta variable para calibrar expectativas organizativas y evitar estructuras inviables para gestoras con ingresos recurrentes limitados.

3.2. Tamaño del equipo y estructura societaria

En gestoras con plantillas reducidas, la duplicación de funciones y la separación formal en unidades independientes puede resultar económicamente inviable y operativamente ineficiente. La Guía debería reconocer explícitamente esta realidad y permitir soluciones proporcionadas (unificación de funciones, externalización, y refuerzo de reporting al órgano de administración), preservando la independencia funcional respecto del equipo de inversión.

4. Volumen de operaciones y complejidad operativa real

Los vehículos cerrados presentan una operativa limitada en comparación con vehículos abiertos o banca minorista. La Guía debería tener en cuenta que:

- La captación se concentra en un periodo determinado.
- No hay suscripciones ni reembolsos diarios.
- El número de transacciones es reducido y acotado en el tiempo.
- Naturaleza de la estrategia de inversión: estrategias con menor rotación, menor complejidad operativa o menor intensidad transaccional tienden a generar menor riesgo operativo. La proporcionalidad debe reflejar estas diferencias, evitando exigir el mismo despliegue organizativo a estrategias con perfiles de riesgo operativo claramente distintos.

5. Canal de comercialización

Necesaria una distinción clara entre vehículos comercializados y no comercializados

En el caso de los vehículos comercializados es relevante valorar si la distribución se realiza:

- De forma directa o con *placement agents*.
- A través de banca privada.
- Mediante plataformas especializadas que ya aplican controles propios.

6. Pertenencia a un grupo empresarial

Si la gestora forma parte de un grupo que cuenta con sistemas de control interno consolidados, la Guía debería prever expresamente que dichos controles puedan ser tenidos en cuenta para evitar duplicidades y reducir cargas adicionales.

En síntesis, se apoya la aplicación general de la Guía, pero se reclama una proporcionalidad basada en estos factores para que el marco sea eficaz, garantizando una supervisión adecuado sin generar cargas desproporcionadas.

3. Estructura organizativa

¿Qué medidas considera adecuadas para garantizar una adecuada supervisión del control interno?

El sector considera fundamentales las siguientes medidas:

- Definir con claridad qué se entiende por “control interno” en el contexto de gestoras de vehículos cerrados, identificando las materias sobre las que debe haber procedimientos y diferenciando las obligatorias de las opcionales teniendo en cuenta el principio de proporcionalidad anteriormente mencionado.
- A partir de esa definición, vincular la supervisión a la verificación del cumplimiento de esos procedimientos y políticas: si el perímetro de control está claro, las tareas de supervisión quedan definidas.
- Incorporar los principios que deben regir la composición y funcionamiento de las funciones de control interno, responsabilidades (indicado en apdo. 6) y la gobernanza asociada a las mismas. En este sentido, la gobernanza de las funciones de control interno la consideramos primordial para el buen funcionamiento y la efectividad del sistema de control
- Asegurar que las funciones de control interno (riesgos, cumplimiento y auditoría interna, cuando exista) dispongan de independencia funcional respecto a negocio y tengan acceso directo y periódico al Consejo de Administración. Comunicar al Consejo, como mínimo, un informe anual de control interno y realizar una evaluación periódica del sistema de control interno.
- Establecer planes de acción y seguimiento de las recomendaciones y puntos de mejora detectados.

¿Considera conveniente que algún miembro del Consejo de Administración no desempeñe funciones ejecutivas conflictuadas para ejercer la supervisión del control interno?

- La imposición generalizada de un consejero no ejecutivo o independiente tendría un muy escaso impacto real en el control interno y poca operatividad. Además, dada la estructura accionarial de las gestoras de capital riesgo, la figura del consejero no ejecutivo no resulta adecuada, ni en gestoras grandes ni en pequeñas. Por lo general, el consejo está integrado por los propios socios de la gestora, todos ellos con funciones ejecutivas.
- El papel del Consejo debe centrarse en exigir la existencia de controles efectivos, recibir información adecuada y supervisar la implementación de medidas correctoras.

La figura del consejero no ejecutivo no debe configurarse como requisito general ni como criterio implícito de adecuación del control interno en pymes. Por lo tanto, en este punto la respuesta del sector es claramente negativa para el caso predominante del mercado español, donde las entidades de capital riesgo son mayoritariamente pymes.

¿En qué casos considera que las funciones de cumplimiento normativo y gestión de riesgos podrían llevarse a cabo por una única unidad?

Se considera que ambas funciones pueden integrarse en una sola unidad cuando:

- El volumen de trabajo lo permite. En gestoras con plantillas reducidas, la separación en unidades distintas puede resultar objetivamente inviable. En estos casos, el foco debe ponerse en (i) independencia funcional respecto a decisiones de inversión, (ii) trazabilidad y documentación de controles, y (iii) reporting periódico al órgano de administración.
- La dimensión de la gestora y del departamento de cumplimiento es reducida.
- Se mantienen criterios básicos de independencia respecto a la toma de decisiones de inversión.
- Se dispone de la cualificación técnica necesaria.

No se aprecia incompatibilidad conceptual en que una misma unidad asuma riesgos y cumplimiento normativo. La regla general que se recoja en la Guía Técnica debería ser que las funciones de Control Normativo y Gestión de Riesgo podrían llevarse a cabo por una única unidad. La excepción (en aplicación de principio de proporcionalidad) sería que se exigieran unidades separadas. Es decir, no debería seguirse el mismo criterio que se establece para vehículos abiertos.

4. Manuales de procedimientos

¿Consideraría útil que la Guía Técnica incluyera una relación de las políticas y procedimientos para las gestoras de vehículos cerrados con criterios y pautas sobre algunos aspectos?

La respuesta del sector es claramente afirmativa: no solo se considera útil, sino prácticamente imprescindible.

En particular, el sector considera deseable que la Guía:

- Incluya una relación orientativa de políticas y procedimientos que deberían implementar las gestoras, distinguiendo entre los de documentación obligatoria y los de carácter recomendable.
- Incorpore plantillas o esquemas de contenido mínimo para los procedimientos de obligada documentación, que puedan ser ampliados por cada gestora según su dimensión y complejidad.
- Incorpore también plantillas o esquemas de contenido mínimo para los informes anuales de obligada remisión al órgano de administración, que puedan ser igualmente ampliados a voluntad de cada entidad.

Estas plantillas deberían tener carácter orientativo, pero servirían para:

- Facilitar la labor de las áreas de cumplimiento y riesgos, especialmente en gestoras pequeñas.
- Aportar homogeneidad en el enfoque de las inspecciones.
- Evitar una proliferación de manuales extensos sin contenido realmente operativo.

La Guía, en todo caso, no debe aumentar el número total de políticas exigidas, ni replicar documentos pensados para vehículos abiertos o entidades financieras sin adaptación al contexto de vehículos cerrados.

5. Gestión de conflictos de intereses

Con independencia de la existencia de comités de supervisión a nivel vehículo, ¿qué órganos considera conveniente constituir en la gestora para gestionar los conflictos de intereses? ¿Quién debería formar parte de dichos órganos? ¿Qué ejemplos de conflictos pueden surgir y qué medidas de mitigación y transparencia deberían aplicarse?

Los conflictos de interés son estructurales y frecuentes en la gestión de vehículos cerrados. Entre los más habituales se encuentran:

- Inversiones en una misma sociedad por dos vehículos gestionados por la misma gestora en condiciones diferentes.
- Transacciones entre dos vehículos gestionados por la misma gestora.
- Reparto de oportunidades de inversión entre vehículos con tesis compatibles.
- Coinversiones que pudieran favorecer a un vehículo frente a otro.
- Inversiones personales del personal de la gestora.

Operaciones vinculadas con socios de participadas que son inversores en fondos.

En cuanto a la organización interna:

- En gestoras pequeñas, el sector considera suficiente que los conflictos relevantes se sometan al órgano de administración, que debe aprobar el tratamiento de los mismos, dejando trazabilidad suficiente.
- En gestoras medianas y grandes, puede ser conveniente constituir un Comité de Conflictos de Interés a nivel de gestora, en el que participen:
 - Representantes de las áreas de control (cumplimiento y, en su caso, riesgos).
 - Un vocal del consejo u otro representante del órgano de administración.
 - Miembros del equipo de inversión implicados, sin que tengan la última palabra en la decisión.

En algunos casos, la supervisión de los conflictos se articula a través de la Unidad de Control del Reglamento Interno de Conducta (RIC), designada por el Consejo, encargada de:

- Velar por el cumplimiento del RIC.
- Mantener los registros de operaciones personales y vinculadas.
- Informar y proponer mejoras al Consejo de Administración.

En cuanto a las medidas de mitigación, el sector considera adecuadas, entre otras:

- Comunicación previa de la operación a los comités correspondientes de los vehículos gestionados.
- Establecimiento de Políticas específicas de conflictos de interés, operaciones vinculadas y operaciones personales, asegurando que se detectan riesgos adicionales o posibles desviaciones y que incluyan sistemas que permitan su seguimiento continuo
- Matrices internas de conflictos con criterios de materialidad y escalado
- Controles específicos para la evaluación del conflicto Aprobación posterior en el órgano de administración de la gestora, cuando proceda.
- .
- Separación de equipos e información a las áreas implicadas cuando existan estrategias potencialmente conflictivas.

En materia de transparencia:

- Con carácter previo, los inversores deben ser informados, a través del folleto o reglamento, de los tipos de conflictos previsibles y de la política general de gestión de conflictos.
- Con carácter posterior, deben poder acceder, en los casos significativos, a información sobre los conflictos identificados y sobre las medidas de mitigación aplicadas, en particular cuando el conflicto haya podido tener impacto sobre el vehículo.

6. Funciones de control interno

¿Qué tareas atribuibles a la función de gestión de riesgos considera que son convenientes para garantizar una adecuada gestión de vehículos cerrados?

Además de las tareas ya mencionadas, el sector identifica como funciones típicas de la gestión de riesgos, entre otras:

- Control de que las inversiones se ajustan a las inversiones admisibles del vehículo.
- Comprobación del cumplimiento de límites y coeficientes del vehículo (coeficiente obligatorio de inversión, coeficiente de libre disposición, coeficiente de diversificación, límites de concentración).
- Seguimiento de la política de inversión de los vehículos gestionados.
- Control de participaciones significativas y situaciones de control en sociedades participadas.
- Control de recursos propios de la gestora.
- Gestión de liquidez y de comisiones desde el punto de vista del riesgo.

¿Qué tareas atribuibles a la función de cumplimiento normativo considera que son convenientes para garantizar una adecuada gestión de vehículos cerrados?

Entre las funciones de cumplimiento normativo, el sector destaca:

- Velar por que los procedimientos y políticas internas se encuentren correctamente actualizados.
- Velar por el cumplimiento efectivo de esos procedimientos y políticas.

- Informar periódicamente al Consejo sobre el grado de cumplimiento, incidencias y recomendaciones.
- Incorporar las recomendaciones propuestas por auditoría interna, supervisores, asesores, consultores que tengan impacto en el marco normativo interno.
- Supervisar la comercialización y relación con inversores, así como la clasificación minorista/profesional y la información precontractual.

¿Qué tareas atribuibles a la función de auditoría interna considera que son convenientes para garantizar una adecuada gestión de vehículos cerrados?

Es apropiado que la auditoría interna:

- a. Establezca, aplique y mantenga un plan de auditoría que permita examinar y evaluar la adecuación y efectividad de los sistemas, mecanismos de control interno y demás medidas de la sociedad. Así como supervisar la efectividad de los controles llevados a cabo por la unidad de cumplimiento normativo y la unidad de gestión de riesgos cuando existan de forma independiente
- b. Formule recomendaciones basadas en los resultados de las revisiones efectuadas.
- c. Compruebe el grado de implantación y cumplimiento de las recomendaciones realizadas.
- d. Informe directamente al Consejo de Administración de las cuestiones relevantes relacionadas con la auditoría interna con carácter anual.

En muchas gestoras pequeñas, auditoría interna se configura como una extensión funcional del control interno o se externaliza. El sector considera proporcionado que:

- Auditoría interna se integre organizativamente con el área de control interno en pymes, manteniendo la diferenciación de funciones e independencia respecto a las áreas auditadas para asegurar objetividad en la evaluación.
7. O se externalice de forma íntegra cuando resulte más eficiente, con un alcance y frecuencia ajustados al tamaño y riesgo de la gestora.

Conclusión

El sector apoya la elaboración de una Guía Técnica que:

- Refuerce la protección del inversor, en particular del minorista.
- Aumente la seguridad jurídica de las gestoras.
- Homogeneice las expectativas supervisoras de la CNMV.

Para que la Guía cumpla estos objetivos sin generar efectos indeseados, el sector considera esencial que:

1. No introduzca nuevas obligaciones materiales más allá de la normativa vigente.
2. Aplique una proporcionalidad real, basada en volumen gestionado, número total de inversores, grado de exposición efectiva al inversor minorista, número y tipo de vehículos, complejidad operativa, canal de comercialización, pertenencia a un grupo y capacidad económica real para sostener funciones independientes (incluyendo nivel de ingresos recurrentes y tamaño de equipo).
3. Reconozca explícitamente que las gestoras de vehículos cerrados son pymes y no bancos, con una operativa y unos riesgos diferentes.
4. Permita un uso amplio y legítimo de la externalización y unificación de funciones de control, especialmente en gestoras de menor tamaño.
5. Evite diseños organizativos rígidos y burocráticos que no aporten valor al inversor ni al propio funcionamiento de la CNMV como supervisor.

El Secretario,

V.º B.º La Presidenta,