

# COMENTARIOS DEL COMITÉ CONSULTIVO DE LA CNMV SOBRE EL CALL FOR EVIDENCE DE LA COMISIÓN EUROPEA SOBRE LA PROPUESTA DE REVISIÓN DEL REGLAMENTO DE DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN RELATIVA A LA SOSTENIBILIDAD EN EL SECTOR DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS (SFDR)

## I. INTRODUCCIÓN

El Comité Consultivo de la CNMV agradece la posibilidad de realizar observaciones y comentarios a la *Call for Evidence* (en adelante, la “Consulta”) relativa a la **revisión del Reglamento (UE) 2019/2088 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (“SFDR”)** publicado por la Comisión Europea (CE) el pasado 2 de mayo.

**SFDR ha actuado, desde su publicación en 2021, como catalizador de la inversión sostenible, estableciendo un sistema de información cuya implementación ha exigido de los participantes de los mercados financieros (en adelante, PMF) una enorme asignación de recursos financieros y humanos.**

Por todo ello, procede que **la revisión de SFDR se lleve a cabo con la mayor de las cautelas, evitando efectos disruptivos en la regulación y en el mercado que no estén debidamente justificados** o cambios innecesarios que pudieran conllevar una carga adicional o pérdida de competitividad de los PMF o los productos ESG. En este sentido, este Comité Consultivo considera que el esfuerzo debe centrarse en simplificar el marco normativo, dotarlo de coherencia con el resto del paquete europeo de Finanzas Sostenibles y claridad, y asegurar que cumpla con su propósito de ofrecer información útil y relevante para los inversores.

## II. REFLEXIONES GENERALES SOBRE CUESTIONES DE POLÍTICA REGULATORIA

### 1. Limitaciones del marco normativo actual

El marco normativo de SFDR **ha contribuido de forma significativa a mejorar la transparencia** de los productos financieros en relación con la sostenibilidad. Ahora bien, varios de los preceptos del **marco SFDR siguen generando confusión** a los PMF y a los inversores finales. Y es que, a pesar de haber experimentado varias modificaciones desde su publicación, **el marco SFDR continúa presentando importantes deficiencias** en cuanto a claridad conceptual, complejidad operativa y falta de consistencia con otra normativa relacionada.

Aunque los PMF han realizado un gran esfuerzo para cumplir con los requisitos y adaptarse a esta normativa, pionera en su ámbito, hay que señalar que:

- a) Hasta la fecha, no existe un lenguaje común en materia de sostenibilidad entre las empresas que buscan financiación, los productos financieros y los inversores, lo que dificulta el encuentro entre oferta y demanda.
- b) Se han incorporado al marco regulatorio financiero contenidos medioambientales muy complejos, sin que reguladores, proveedores de productos financieros ni, especialmente, los inversores minoristas cuenten con los conocimientos o la información que la normativa da por supuestos.
- c) Todo ello genera una clara asimetría de información, que debe abordarse en la próxima revisión del SFDR.

## 2. Objetivos y retos de la próxima revisión de SFDR

La revisión de SFDR requiere de una estrategia centrada en la viabilidad y utilidad de los requisitos de **información, así como en la calidad y disponibilidad de ésta**, para (i) lograr una canalización más efectiva de fondos hacia la sostenibilidad, (ii) reducir cargas innecesarias y (iii) fomentar la innovación y el dinamismo económico en clave verde. Para ello, **es indispensable**:

### a) La coherencia normativa y una estrategia europea en materia de datos ESG

SFDR debe ser revisado para que sea coherente con el resto de normativa que conforma el Paquete europeo de Finanzas Sostenibles. A este respecto, el primer ejercicio de racionalización regulatoria es el de simplificación de requisitos y conceptos clave en materia de sostenibilidad, de manera coordinada con el resto de las reformas actualmente en curso -Propuesta Omnibus I- y otras normas clave (e.g. BMR), para asegurar la coherencia y la cohesión de la normativa de finanzas sostenibles.

Por otra parte, es necesario garantizar el acceso a datos estandarizados, fiables y, a ser posible, interoperables y gratuitos, a lo largo de toda la cadena de valor. La propuesta Ómnibus I, lejos de corregir la brecha de información existente entre empresas y financiadores —en términos del número de empresas obligadas, los *datapoints* exigidos y el principio de materialidad—, anticipa una ampliación de dicha brecha.

Por ello, es fundamental que cualquier cambio en SFDR se realice teniendo en cuenta que las carencias de información no pueden seguir recayendo en el eslabón financiero de la cadena porque afecta a la competitividad, a la toma de decisiones informadas y a la coherencia del marco normativo.

### b) Simplificar los requisitos de información y eliminar cargas innecesarias

Corresponde prescindir en SFDR de toda aquella información que no resulte comprensible ni aporte valor añadido a la toma de decisiones de inversión con criterios ESG. Otra información puede resultar contraproducente, al generar confusión, particularmente en minoristas<sup>1</sup>.

No se puede seguir asumiendo el riesgo que sea la propia normativa europea la que, debido a la complejidad de su formulación y exigencias, actúe como un desincentivo para las inversiones ESG<sup>2</sup>. el liderazgo europeo en materia de sostenibilidad depende en buena medida de la capacidad de generar un lenguaje comprensible y común en el ámbito ESG, al que puedan adherirse fácilmente tanto inversores europeos como no europeos.

Por otra parte, se han de eliminar requisitos desproporcionados que elevan los costes de los productos para alinear SFDR con la Estrategia Europea de Competitividad. Es fundamental que legisladores y autoridades supervisoras eviten incurrir en una sobrerregulación que obstaculice el desarrollo eficiente de las finanzas sostenibles. Solo así se garantizará que la regulación en sostenibilidad no suponga una desventaja competitiva, especialmente frente a otros marcos regulatorios internacionales.

### c) Garantizar la seguridad jurídica y la aplicación armonizada de SFDR

Además, es crucial que la revisión de SFDR se base, en la medida de lo posible, en elementos que ya se han hecho familiares en el mercado y que las ESAs se alineen con el objetivo de simplificación.

Los niveles II y III no puede convertirse en una fuente adicional de complejidad que contravenga la finalidad de la reforma y su aplicación debe ser uniforme en todos los Estados miembros de la UE.

---

<sup>1</sup> Sirva como ejemplo que, actualmente, las entidades están obligadas a reportar un 0% de alineación del producto con la Taxonomía europea cuando no existe información sobre si los subyacentes están o no alineados con la misma

<sup>2</sup> Mencionado por las ESAs en el Joint ESAs Opinion on the assessment of the Sustainable Finance Disclosure, de 18 de junio, "The comprehensibility of any proposed new disclosure regime to retail investors will be important for the success of any future changes to the SFDR framework".

### III. OBSERVACIONES ESPECÍFICAS

#### a) La coherencia normativa y una estrategia europea en materia de datos ESG

Cualquier reforma debe ir encaminada a alinear SFDR y la información que el mismo contempla con la derivada del resto de piezas normativas del paquete europeo de finanzas sostenibles (CSRD, Taxonomía y BMR, entre otras).

- (i) **CSRD:** La información disponible en el mercado conforme a CSRD y a SFDR no es coherente, ni en cuanto al calendario de aplicación, ni en cuanto al contenido de las obligaciones de divulgación.

Desde 2021, los PMF han estado proporcionando información sobre sostenibilidad en virtud de SFDR, sin contar con datos corporativos suficientes, dado que la CSRD aún no les era aplicable. La reciente iniciativa de la CE va a restringir el ámbito de aplicación de CSRD a grandes empresas y se espera que reduzca en un 80% el número de entidades obligadas a reportar, según estimaciones de la propia CE. Si bien esta medida puede aliviar la carga para las empresas, también plantea el riesgo de una merma significativa en la disponibilidad y calidad de los datos ESG relevantes para los inversores, tal y como se pone de manifiesto en la Opinión del Banco Central Europeo (BCE) en su Opinión del 8 de mayo sobre las propuestas de modificación de CSRD y CS3D<sup>3</sup>. Así pues, desde la perspectiva del producto financiero sujeto a SFDR, esta situación genera una nueva brecha de datos entre CSRD y SFDR que debe ser resuelta.

De este modo, resulta fundamental alinear las obligaciones de información bajo SFDR con los datos que efectivamente se encuentren disponibles con arreglo a CSRD. También es esencial evitar una nueva desalineación temporal entre ambos marcos normativos y que ambos atiendan a los mismos criterios de materialidad en lo que a información a divulgar se refiere. Y es que, en virtud de CSRD y sus normas técnicas de nivel II, las empresas en las que se invierte solo están obligadas a divulgar los indicadores que consideran materiales. Sin embargo, los PMF deben informar sobre todos los indicadores “obligatorios” bajo SFDR, independientemente de su relevancia para los productos o inversiones<sup>4</sup>. Esto provoca que los PMF enfrenten serias dificultades para acceder a información que, además de escasa, puede no ser pertinente para sus estrategias.

En este contexto, también resulta oportuno cuestionar que SFDR sea el marco adecuado para exigir divulgaciones a nivel de entidad, así como revisar la utilidad real de la declaración de incidencias adversas prevista en el artículo 4 de SFDR. Podría considerarse, en cambio, aplicar los requisitos de divulgación de CSRD a los sujetos obligados por dicha disposición, en lugar de mantener exigencias paralelas que no están alineadas ni justificadas.

- (ii) **Taxonomía:** SFDR, en su marco actual, impone obligaciones de transparencia a los productos financieros en relación con las características medioambientales o sociales que promueven (artículos 8 y 9), así como respecto a los principales impactos adversos (PIA) sobre los factores de sostenibilidad. Uno de los elementos clave de esta divulgación es la comunicación del grado de alineación de las inversiones con la Taxonomía de la UE. Sin embargo, esta tarea se vuelve especialmente problemática cuando los datos sobre dicha alineación dejan de estar disponibles o son reportados de forma voluntaria y parcial por los emisores, como plantea la última reforma proyectada. Esta situación no solo generaría una carencia de información, sino también posibles discrepancias entre los datos reportados por distintas empresas, dificultando así comparaciones efectivas entre ellas.

En la práctica, dicha asimetría conduce a incrementar (i) la dependencia de los PMF de los proveedores de datos (empresas que ni siquiera pertenecen a la UE); (ii) el presupuesto de los PMF destinado a la compra

<sup>3</sup> Opinion of the EUROPEAN CENTRAL BANK of 8 May 2025 on proposals for amendments to corporate sustainability reporting and due diligence requirements [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/legal/ecb\\_leg\\_con\\_2025\\_10.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/legal/ecb_leg_con_2025_10.en.pdf)

<sup>4</sup> La CE llegó a plantear a las ESAS la necesidad de ampliar dichos indicadores universales en abril de 2022: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/mandate\\_to\\_esas\\_on\\_pai\\_product.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/mandate_to_esas_on_pai_product.pdf)

de datos y (iii) el consiguiente incremento del coste de los productos que faciliten información de este tipo. También ahonda en la falta de disponibilidad, homogeneidad y calidad del dato. En ausencia de una obligación generalizada de reporte, muchas empresas —incluso aquellas ya sujetas a la NFDR/CSRD— podrían optar por no divulgar información sobre la alineación de sus actividades económicas con la Taxonomía. Además, entre las empresas que decidan reportar voluntariamente, la falta de estándares comunes podría dar lugar a diferentes niveles de calidad y precisión en los datos, dificultando aún más su comparabilidad.

Todo lo anterior debilita la utilidad de la Taxonomía como herramienta para la inversión sostenible y socava su función principal: proporcionar un marco común, claro y verificable para identificar actividades económicas sostenibles.

Por ello, a la luz del nuevo contexto regulatorio previsto en la Propuesta Omnibus I, y con el objetivo de garantizar la coherencia a lo largo de toda la cadena de valor, sería necesario eliminar la obligatoriedad de divulgar el grado de alineación con la Taxonomía en el contexto de SFDR, permitiendo que dicha divulgación sea igualmente opcional.

**(iii) MiFID/IDD:** La toma en consideración de las preferencias de sostenibilidad en el proceso de asesoramiento/gestión discrecional de carteras pasa por, necesariamente, iniciar un diálogo con los clientes/inversores acerca de sus inquietudes en materia de sostenibilidad. Para ello, es necesario manejar un lenguaje homogéneo “entidad-inversor-producto” que, ahora mismo, no existe, lo que supone un obstáculo para el encuentro de la oferta y la demanda de productos.

Además, los términos en los que están planteadas las preferencias de sostenibilidad en MiFID/IDD (% de inversiones medioambientalmente sostenibles, con arreglo a la Taxonomía o al artículo 2.17 de SFDR, o la consideración de PIAS sobre factores de sostenibilidad), contrasta dramáticamente con la realidad del mercado, agravando el problema anterior. Y es que, aunque los productos financieros hayan sido diseñados con sesgo ESG, las carencias de datos y el marco normativo incompleto resulta en un mercado de activos sostenibles muy reducido que da lugar a porcentajes de alineación de los productos financieros más bajas de lo que el potencial inversor espera cuando se le pregunta por sus preferencias de sostenibilidad en los términos exigidos por la normativa.

**(iv) BMR:** Como ya ha sido señalado, el éxito de SFDR depende en gran medida de la disponibilidad y del flujo de datos que permitan la comparabilidad de las inversiones con pretensiones ESG por parte de los inversores finales.

Si bien SFDR se aplica directamente a los PMF, no aplica a los administradores de índices de referencia. En consecuencia, los administradores de índices de referencia no tienen obligación de proporcionar la información ni los datos que necesitan los PMF. Estas discrepancias y asimetrías en la información bajo BMR han sido reconocidas y puestas de manifiesto por el propio supervisor<sup>5</sup>. Lo anterior genera riesgos operativos, regulatorios y reputacionales para los PMF, lo que ha creado y sigue creando desafíos que pueden verse acrecentados por la reforma del Reglamento (UE) 2016/1011 de índices de referencia de la UE (“BMR”), por la que fundamentalmente se eliminan los índices de referencia no significativos del ámbito de aplicación.

En este contexto, los PMF se ven obligados a llenar vacíos de datos que, a menudo, obtienen internamente o de terceros, y, en la mayoría de los casos, con un coste adicional considerable y, como ya se ha mencionado, sin la seguridad jurídica necesaria.

---

<sup>5</sup> Véase Final Report CSA on BMR ESG Disclosure de ESMA (ESMA81-168987738-748), publicado el 9 de abril de 2025.

**b) Simplificar los requisitos de información y eliminar cargas innecesarias**

Se recomienda considerar como prioritarios los siguientes elementos:

**(i) Reconducir SFDR hacia un marco de información solo de producto, excluyendo del mismo las obligaciones de información a nivel de entidad:**

- a) La Declaración de PIAs a nivel de entidad (artículo 4 de SFDR) ofrece un valor añadido limitado para los inversores, quienes invierten en productos financieros, pero no necesariamente en las entidades que los gestionan o comercializan. De hecho, el impacto de la producción de otros productos diferentes al que invierte puede generar una idea confusa al inversor en relación con su propia inversión y por tanto se entiende poco pertinente. Es más, dada su complejidad, elevado coste de cumplimiento y solapamiento con CSRD, se propone suprimir esta obligación. En caso de mantenerse, debería alinearse plenamente con el enfoque de doble materialidad de CSRD y permitir que los PMF remitan a la información divulgada conforme a CSRD para cumplir con la obligación.
- b) Las obligaciones relativas a la gobernanza en materia de sostenibilidad de las entidades (artículos 3 y 5 de SFDR) también deberían ser suprimidas de SFDR, por resultar redundantes y estar ya adecuadamente recogidas y desarrolladas en otros marcos normativos —principalmente, en la normativa financiera sectorial y en la propia CSRD—. Esta supresión contribuiría a una racionalización del marco de divulgación, evitando duplicidades tanto en la información reportada como en los recursos requeridos para su cumplimiento.

**(ii) Clarificar y simplificar conceptos clave de SFDR**

Un ejemplo destacado es el principio de "Do Not Significantly Harm" (DNSH), cuya interpretación y operativización sigue generando incertidumbre jurídica, o la misma idea de "promoción" de "características de sostenibilidad". El propio concepto general de "inversión sostenible" (artículo 2.17 del SFDR) admite distintas interpretaciones, lo que da lugar a enfoques heterogéneos a la hora de justificar si un producto cumple o no con las preferencias de sostenibilidad de un cliente (entre otros problemas). Además, tampoco existe un criterio unificado respecto a la contribución de los derivados al cálculo de las distintas métricas de sostenibilidad (PIAs, inversiones sostenibles y alineación con la Taxonomía), lo que refuerza dicha disparidad.

No obstante, la revisión debe basarse en una lógica de continuidad y estabilidad regulatoria. Es fundamental que los cambios introducidos no generen efectos disruptivos ni pongan en cuestión la validez de los productos sostenibles existentes, a fin de no comprometer su credibilidad y la reputación del mercado ESG en su conjunto. Esto resulta especialmente relevante tras los esfuerzos de adaptación ya realizados por el sector financiero en su conjunto y considerando la necesidad de asegurar la coherencia e interacción entre los distintos marcos normativos a nivel europeo.

**(iii) Revisar y simplificar plantillas de SFDR, con el objetivo de:**

- a) Destacar únicamente la información clave.
- b) Eliminar contenidos redundantes y racionalizar tanto la extensión como el contenido de las plantillas dirigidas a los inversores, para facilitar su comprensión y reducir cargas innecesarias. Es necesario, entre otros, permitir referencias cruzadas dentro de las plantillas para evitar repeticiones, agrupar y consolidar secciones con contenidos solapados o similares.
- c) Suprimir la duplicación de información en páginas web, que no aporta mayor transparencia, pero sí genera costes adicionales. La web debe ser únicamente un canal de acceso a la información precontractual y periódica, no un medio de divulgación adicional.
- d) Racionalizar las exigencias sobre los Principales Impactos Adversos (PIAs) a nivel de producto, alineándolas con la información empresarial disponible y con el enfoque de materialidad de CSRD.

#### (iv) Generar un sistema de categorización de productos

La creación de un sistema formal de categorización o etiquetado de productos puede simplificar de forma significativa la información dirigida a los inversores, especialmente los minoristas. Hasta ahora, los artículos 8 y 9 de SFDR han actuado como una clasificación informal orientada a criterios ESG, pero con importantes limitaciones derivadas de la ausencia de un sistema estructurado. Esta situación evidencia que el mercado, de forma natural, tiende a generar etiquetas como mecanismo para organizar y entender una oferta cada vez más compleja. En todo caso, la categorización debería:

- a) facilitar la comunicación y comprensión por parte del inversor;
- b) facilitar el encuentro entre oferta y demanda de productos sostenibles;
- c) evitar una dependencia excesiva de métricas como las derivadas de la Taxonomía (cuya usabilidad podría estar reduciéndose), contemplando periodos de transición adecuados para productos ya existentes.
- d) Integrar todos los productos que actualmente divulgan conforme a los artículos 8 y 9.
- e) Reconocer adecuadamente los productos de transición, para canalizar financiación hacia sectores en transformación, evitando su exclusión y promoviendo una transición climática inclusiva y realista.

Por otra parte, debería corregirse el tratamiento actual de la deuda soberana, que, a pesar de su importancia en carteras diversificadas, se encuentra penalizada en el marco de SFDR. Incluirla adecuadamente mejoraría la representatividad de las estrategias sostenibles.

Por último, el sistema de categorías debería ser interoperable con otros marcos normativos internacionales. Un mapeo entre criterios facilitaría su implementación y contribuiría al objetivo estratégico de atraer mayor inversión sostenible a escala global.

#### (v) Eliminar duplicidades e incoherencias entre normas aplicables a nivel de producto

Sin perjuicio de lo ya expuesto sobre la integración de la información de SFDR en PRIIPS, corresponde señalar que la reiteración de contenidos —o peor aún, de información aparentemente similar pero no idéntica— en distintos marcos normativos (e.g. SFDR y PRIIPS<sup>6</sup>) no aporta valor añadido al inversor. Al contrario, contribuye a generar aún más confusión. Además, la superposición de requisitos, raramente simétrica, entre normativas implica cargas administrativas innecesarias para los PMF, afectando negativamente a su competitividad y, en última instancia, a la rentabilidad del propio inversor. Por ello, se considera imprescindible que las futuras reformas legislativas adopten un enfoque coordinado, orientado a (i) integrar normativas, eliminando duplicidades y solapamientos regulatorios, y (ii) garantizar que la información proporcionada al inversor sea única, clara, coherente, útil y verdaderamente comparable.

Y es que más información no siempre equivale a mejor información; de hecho, la repetición de contenidos —o, peor aún, la inclusión de información aparentemente similar pero no idéntica— compromete su utilidad y dificulta el cumplimiento de su función informativa.

#### c) Garantizar la seguridad jurídica y la aplicación armonizada de SFDR. Consideraciones finales

La estabilidad y coherencia del marco normativo es un elemento clave para el desarrollo eficaz y sostenible del mercado financiero con criterios ESG. Sin embargo, el desacoplamiento del calendario de normativas dependientes entre sí, sus sucesivas reformas, la falta de claridad de conceptos esenciales y las discrepancias en la interpretación de las normas han generado un entorno de falta de seguridad jurídica.

Es más, las sucesivas reformas del marco de SFDR (véase el cuadro siguiente) y la falta de claridad han supuesto y siguen planteando un desafío para el mercado de la sostenibilidad.

---

<sup>6</sup> 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.

## SFDR



Esta situación ha dificultado la toma de decisiones por parte de los PMF y ha supuesto un obstáculo para el diseño y lanzamiento de productos ESG. Estas dificultades se han visto agravadas por problemas de falta de uniformidad en la aplicación de SFDR entre los distintos Estados miembros, lo que ha generado una fragmentación del mercado que debe evitarse en el futuro.

Adicionalmente, se viene observando con preocupación como las ESAs, en el contexto de los desarrollos de nivel II y III, han introducido exigencias técnicas excesivamente complejas, que no han ayudado a proporcionar una base legal clara, coherente y predecible que fomente la inversión sostenible.

Es por ello por lo que, **procede que la revisión de SFDR se aborde de una manera sosegada y se lleve a cabo con una necesaria reflexión sobre cómo deben de resultar el nivel I y los desarrollos de rango inferior favoreciendo la simplificación y la muy necesaria seguridad jurídica a futuro.**