

EL IIMV Y EL VALOR DE LA COLABORACIÓN INTERNACIONAL: CÓMO HEMOS CAMBIADO DURANTE ESTOS 25 AÑOS

Montserrat Martínez Parera

Vicepresidenta de la CNMV de España

Índice

<i>Introducción</i>	<i>2</i>
<i>I. Evolución de la regulación y supervisión financiera en España</i>	<i>2</i>
<i>II. El IIMV y las solicitudes de asistencia técnica bilateral entre sus miembros</i>	<i>9</i>
<i>III. Reflexiones finales</i>	<i>11</i>

EL IIMV Y EL VALOR DE LA COLABORACIÓN INTERNACIONAL: CÓMO HEMOS CAMBIADO DURANTE ESTOS 25 AÑOS

Montserrat Martínez Parera¹

Vicepresidenta de la CNMV de España

Introducción

En momentos como los actuales, en los que emergen cantos de sirena a favor del proteccionismo y de la fragmentación, el valor de la colaboración y la cooperación internacional que tan bien ilustra el IIMV es más importante que nunca. Desde su fundación, hace ya más de 25 años, el IIMV ha sabido ofrecer un foro altamente valioso para el intercambio de conocimientos, la armonización regulatoria y el desarrollo de las habilidades profesionales entre los supervisores y reguladores de los países iberoamericanos. Y lo ha hecho sobre la base del respeto y de la confianza mutua, con espíritu abierto e integrador, lo que ha consolidado su prestigio como referente en la región. Su labor no sólo ha facilitado el aprendizaje mutuo, sino que también ha sido esencial para ayudar a anticipar riesgos y fomentar respuestas coordinadas frente a los desafíos supervisores emergentes.

En general, podemos decir que la cooperación internacional ofrece tres grandes beneficios. En primer lugar, compartir datos, análisis y buenas prácticas contribuye a un entorno financiero más robusto y predecible. En segundo lugar, el refuerzo de la cooperación nos sitúa en mejor posición para actuar ante desafíos que son cada vez más globales y podrían propagarse rápidamente, lo que favorece la estabilidad financiera más allá de las fronteras nacionales. Por último, la colaboración facilita también la comparabilidad y consistencia entre marcos regulatorios, lo que beneficia a los mercados, empresas e inversores que operan en múltiples jurisdicciones, y favorece el flujo de capitales internacionales.

En todos estos años, la CNMV ha participado de forma activa en todas las actividades del IIMV, impulsando y participando en la organización de las jornadas y cursos, que han fomentado la colaboración y comunicación, y colaborando en la Revista y las publicaciones del IIMV, entre otras. Todo ello desde el convencimiento de la confianza y el diálogo continuo y abierto constituyen un valioso activo sobre el que construir el desarrollo de las mejores prácticas supervisoras. Además de esta colaboración multilateral, la participación en el IIMV ha dado lugar también a oportunidades para estrechar los lazos bilaterales y reforzar la asistencia técnica entre supervisores.

El objeto de este artículo es destacar las principales áreas de trabajo en las que ha contribuido la CNMV a partir de la evolución de los acontecimientos económicos y financieros, su reflejo en los debates y foros del IIMV, y el valor de la asistencia técnica realizada por la CNMV durante estos años.

I. Evolución de la regulación y supervisión financiera en España

1. Globalización y auge económico

Los primeros años del siglo XXI estuvieron marcados por un entorno de estabilidad económica y de creciente globalización. El proceso de liberalización y desregulación iniciado en décadas anteriores fomentó la innovación financiera, como la titulización de activos, y el crecimiento del crédito. Innovación financiera que, como se detalla en el siguiente apartado, generó una infravaloración de los riesgos, enmascarados en productos complejos y en la opacidad de gran parte de los mercados.

¹ Quiero agradecer la valiosa contribución de David de Miguel y de Antonio Mas en la elaboración de este artículo.

Con todo, en Europa, fueron unos años de integración económica y monetaria sin precedentes tras la adopción del euro. Proceso que en España estuvo acompañado de importantes reformas legislativas destinadas a fortalecer el sistema financiero español y acercarlo a los estándares de la legislación comunitaria.

Algunas de las normativas más relevantes de esos años en España incluyen la Ley 44/2002² de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, que amplió las competencias de supervisión, aumentó la transparencia de los mercados, los estándares de gobernanza y la protección de los inversores minoristas. Cabe también señalar la Ley 26/2003 de reforma del mercado de valores³, que introdujo relevantes novedades en la regulación de las ofertas públicas de adquisición (OPAs), alineando la normativa española con las directivas europeas sobre abuso de mercado y transparencia. Ese mismo año se aprobó también la Ley 35/2003⁴ de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), para ofrecer una gestión transparente y profesional, y aumentar la confianza de los inversores en los fondos de inversión, dotando a la CNMV de nuevas competencias supervisoras. Ya en 2005 se traspuso la Directiva de abuso de mercado⁵, con cambios relevantes en materia de uso de información privilegiada y manipulación de mercado. Y en 2007, destaca la transposición de la directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID I)⁶ al marco normativo español⁷, directiva que reforzó la protección al inversor e impuso obligaciones de transparencia y gestión de conflictos de interés.

Por último, cabe mencionar también que fueron años prolíficos en materia de gobierno corporativo. En 2003 se publica el conocido como Informe Aldama⁸, que sentó las bases del Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas⁹ de la CNMV cuya primera versión se aprobó en 2006. Desde entonces, la CNMV ha asumido un rol activo en la implementación de las recomendaciones de gobierno corporativo.

Es un periodo en el que la actividad de la CNMV en el IIMV fue reflejo de la evolución del marco regulador y supervisor internacional y del avance en el desarrollo de los mercados. La CNMV contribuyó en ámbitos como el de gobierno corporativo, la titulización de activos, las reformas en los sistemas de compensación y liquidación, o el impacto de la tecnología en los mercados, que fueron asuntos recurrentes en los foros de debate. El contexto de creciente globalización fomentó la necesidad de favorecer el intercambio de información, la celebración de jornadas sobre regulación de servicios de inversión en línea y las reuniones anuales de autoridades, que se han mantenido hasta la actualidad. Prueba de este éxito es el continuo interés por la formación en ámbitos como el gobierno corporativo o la implementación de las normas internacionales de contabilidad, que son seminarios y cursos recurrentes en la actividad del IIMV.

Ahora bien, como se detalla a continuación, el marco regulatorio y supervisor adolecía de importantes carencias que quedaron evidenciadas a partir del estallido de la crisis financiera en 2008.

² Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

³ Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.

⁴ Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva

⁵ Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado)

⁶ Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo Y Del Consejo, de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros

⁷ Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores

⁸ Informe de la comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad de los mercados cotizados

⁹ [Codigo_unificado_version 2006.pdf](#)

2. Crisis financiera global y respuesta regulatoria

Lo que hoy conocemos como la Gran Crisis Financiera marcó un punto de inflexión en la regulación y supervisión financiera. El impacto global de la crisis, agravado en España por la exposición del sistema financiero al sector inmobiliario, impulsó una respuesta regulatoria y supervisora sin precedentes en la historia reciente por parte de las principales instituciones internacionales con objeto de recuperar la confianza perdida. No solo se adoptaron medidas para solventar la crisis económica y financiera, sino también para fortalecer su resiliencia a futuro a través de nuevos estándares de capital, mejores mecanismos de resolución, aumento de la transparencia en los mercados, y un mejor marco de actuación ante los riesgos sistémicos, además de otros cambios de calado como la nueva arquitectura supervisora europea.

En Europa, el principal exponente de la relevancia de la respuesta regulatoria fue la implementación de un diseño completamente nuevo de la arquitectura supervisora. La puesta en marcha de la Unión Bancaria supuso el traspaso de las competencias de supervisión bancarias nacionales al Banco Central Europeo (BCE), a través del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), y la creación de un marco unificado para gestionar la resolución de entidades significativas (Mecanismo Único de Resolución). Adicionalmente, en 2011 se ponen en marcha las tres autoridades europeas: la Autoridad Europea Bancaria (EBA), la Autoridad Europea de Valores (ESMA) y la Autoridad Europea de Seguros y pensiones de Jubilación (EIOPA), para favorecer la convergencia supervisora. Completa el entramado institucional el European Systemic Risk Board (ESRB) para reforzar la estabilidad financiera e impulsar implementación de políticas macroprudenciales.

Esta redefinición de la arquitectura supervisora estuvo acompañada de intensas reformas regulatorias como la reforma del marco de Basilea III¹⁰ sobre los requerimientos prudenciales bancarios (solvencia, liquidez y apalancamiento). En el ámbito de los mercados de valores, destaca la directiva MiFID II¹¹ y el reglamento MiFIR¹², para aumentar transparencia y con requisitos más estrictos para la negociación de instrumentos financieros. El EMIR (European Market Infrastructure Regulation)¹³, por su parte, que vino a reforzar las debilidades en la compensación y liquidación de derivados, entre otros aspectos. También destaca el marco armonizado para las cámaras de contrapartida central y la obligatoriedad de compensar los derivados a través de estas y el registro de sus operaciones.

Sin pretender ofrecer una relación exhaustiva, en España cabe señalar la Ley 10/2014 de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito¹⁴, que culminó la respuesta a la crisis bancaria nacional y la mejora de los requisitos de capital con la adaptación al marco europeo de los estándares de Basilea III. Junto con la formalización del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB)¹⁵, para la reestructuración y resolución de entidades bancarias.

En el ámbito del mercado de valores, se fortaleció la capacidad del supervisor para actuar ante productos complejos, con nuevas obligaciones de reporte y aumento de la transparencia, además del refuerzo de las prácticas de comercialización. La actualización de la Directiva de folletos¹⁶ y su

¹⁰ Reforma de Basilea

¹¹ 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

¹² Reglamento 600/2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012

¹³ REGLAMENTO 648/2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones

¹⁴ Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito

¹⁵ Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito

¹⁶ Directiva 2010/73/UE del parlamento europeo y del consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y la Directiva 2004/109/CE sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado

incorporación al marco español¹⁷ establecieron estándares armonizados a las entidades emisoras de valores, entre otros. Merece mención especial el refuerzo a la protección al inversor, tras la aprobación de MiFID II¹⁸ y su implementación a nivel nacional, con exigencias más estrictas de evaluación de idoneidad y conveniencia de los productos financieros.¹⁹

Al mismo tiempo, se siguió profundizando en mejoras en materia de gobernanza de entidades, que consolidaron el papel de la CNMV como supervisor de determinadas prácticas. En particular, tras la crisis, proliferaron iniciativas relacionadas con las buenas prácticas en materia de gobierno corporativo, para reforzar el valor empresarial y la confianza de los inversores. En 2014, se impulsó una comisión en materia de gobierno corporativo. Fruto de su trabajo se modificó la Ley de Sociedades de Capital y el Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas²⁰ de 2015. Este nuevo Código introdujo recomendaciones relativas al principio de cumplir o explicar, así como otras específicas en materia de responsabilidad social corporativa, además de ajustarse a la nueva normativa.

La crisis global y el tsunami regulatorio posterior dio un impulso adicional a la actividad del IIMV, con un cambio de enfoque y de prioridades, derivados de la urgencia y necesidades del momento. De este modo, para la CNMV, el IIMV ofreció la oportunidad de debatir en ámbitos como la estabilidad financiera, la gestión de crisis y la implementación de estándares internacionales. Y permitió discutir en profundidad los retos de la supervisión transfronteriza, la protección del inversor y el papel de los supervisores en la identificación temprana de riesgos sistémicos. Por otra, ante la nueva regulación, el IIMV sirvió como puente entre los supervisores iberoamericanos, promoviendo la adopción de mejores prácticas y facilitando la cooperación en el desarrollo de marcos regulatorios más robustos.

3. Consolidación de la regulación y la supervisión (2015-2020)

A partir de 2014, con una recuperación económica progresiva, las prioridades regulatorias en Europa fueron evolucionando hacia un enfoque más preventivo y orientado a las tendencias del momento. En particular, se iniciaron los trabajos en dos grandes áreas entonces emergentes: las finanzas sostenibles y la implementación de nuevas tecnologías digitales a las finanzas. Desde entonces, la sostenibilidad, la digitalización y la gestión de riesgos tecnológicos han ido adquiriendo mayor protagonismo en los mercados financieros globales, llevando a una nueva etapa de reformas en España.

Respecto a las finanzas sostenibles, la lucha contra el cambio climático tuvo hitos globales como la adopción del Acuerdo de París de 2015²¹ y los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de las Naciones Unidas, que sentaron las bases para ambiciosas políticas en materia de sostenibilidad climática y medioambiental. Así, para alinear el sector financiero con los objetivos del acuerdo de París y facilitar la transición hacia una economía neutra en carbono para 2050, la CE lanzó en 2018 el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles de la UE²², dirigido a introducir regulaciones que integren los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en la toma de decisiones de inversión y supervisión. Adicionalmente, se aprobó la Directiva de Divulgación de información no financiera (NFRD)²³ que estableció un marco legal para la divulgación de información no financiera por parte de las empresas en Europa.

¹⁷ Real Decreto 1698/2012, de 21 de diciembre, por el que se modifica la normativa en materia de folletos y de requisitos de transparencia exigibles en las emisiones de valores por la transposición de la Directiva 2010/73/UE

¹⁸ Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE

¹⁹ Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad de la CNMV (2010)

²⁰ Código de buen gobierno en las sociedades cotizadas

²¹ Acuerdo de París

²² Plan de Acción de la Comisión para una economía más ecológica y más limpia

²³ Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos

En España, la CNMV incorporó esas directrices, fomentando el reporte de riesgos ambientales y sociales en los emisores de valores. Ley 11/2018 de Información no financiera y diversidad²⁴, fue más allá de la simple transposición de la NFRD. Se ampliaron los requisitos de información no financiera para las empresas, con la obligación de un estado de información no financiera (EINF) a empresas con más de 500 empleados y se incorporaron también directrices europeas en materia de inclusión de información de riesgos ESG en los valores. La CNMV publicó guías y recomendaciones de buenas prácticas para facilitar la transición sostenible.

Por otra parte, la transformación digital empezó a ganar terreno también en la agenda regulatoria y se establecieron marcos para facilitar y promover su desarrollo de forma controlada.

En Europa se inició el Plan de acción *fintech* de la UE²⁵, para promover la innovación tecnológica en los servicios financieros o el Reglamento de *crowdfunding*²⁶, que permitió regular estas nuevas plataformas de financiación. A nivel nacional, la CNMV junto con el Banco de España y el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital lanzaron el *sandbox* financiero aún vigente, espacio de pruebas que permite evaluar las implicaciones regulatorias, los posibles riesgos y el impacto en los consumidores y mercados antes de implementar plenamente estas innovaciones en el sistema financiero.

Al mismo tiempo, más allá de estas dos grandes tendencias transversales (finanzas sostenibles y digitalización), empezó también a emerger la necesidad de impulsar el desarrollo y crecimiento de los mercados de capitales en Europa, favoreciendo una mayor integración de los existentes a nivel nacional. Se impulsó así en 2015 la Unión de los Mercados de Capitales (CMU)²⁷. En España también se introdujeron medidas dirigidas a fomentar el uso de los mercados de capitales, con particular foco a las pymes, y se crea el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), que proporcionó un entorno regulatorio más flexible a este tipo de empresas.

Todo este proceso se vio interrumpido por la irrupción de la pandemia de Covid-19 en 2020, que provocó una contracción económica global sin precedentes. Además de la consecuente crisis económica y financiera, la pandemia evidenció los riesgos de una excesiva dependencia de ciertas materias y sectores clave, que se agudizan en un contexto de crecientes tensiones geopolíticas. A estas tensiones se le unió el estallido de la invasión de Ucrania en 2022, que desencadenó una crisis energética y el repunte de la inflación a nivel mundial.

Sin duda, este periodo evidencia cómo las distintas economías se enfrentan de forma creciente a retos cada vez más globales, como los derivados del cambio climático o los de la digitalización, o del creciente riesgo geopolítico internacional. Como se desarrolla en el siguiente epígrafe, ello enfatiza aún más si cabe la urgencia de fortalecer y estrechar los lazos internacionales, y pone en valor la importancia de disponer de foros como el del IIMV en el que poder cooperar e intercambiar información.

4. Presente y futuro: la importancia de la cooperación internacional

Actualmente podemos identificar tres grandes tendencias globales en el ámbito de los mercados de valores que, dado su carácter transversal y común entre los distintos países, refuerzan el valor de la

²⁴ Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad

²⁵ FinTech Action plan: For a more competitive and innovative European financial sector

²⁶ Reglamento 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

²⁷ Plan de acción para la creación de un mercado de capitales

cooperación y colaboración internacional: finanzas sostenibles, transformación digital y necesidad de revitalizar los mercados.

- **Transformación digital**

El primero y, más evidente por su potencial transformador sin fronteras, es el derivado de la transformación digital. Estamos ante lo que muchos llaman ya la cuarta revolución industrial, gracias a la innovación en productos y tecnologías como la tecnología *blockchain* (DLT) o la inteligencia artificial, que ha obligado a recalibrar los riesgos e impulsar nuevas regulaciones que garanticen un entorno financiero seguro y competitivo. El enfoque en este ámbito por parte de los supervisores y reguladores es doble: fomentar y favorecer su adopción y, a su vez, controlar los riesgos que se introducen en el sistema.

La tecnología de registros distribuidos (DLT) aplicada a los instrumentos financieros es un ejemplo de innovación que puede traer grandes beneficios, con elevado potencial de aplicación. En Europa, el Reglamento piloto para DLT²⁸ persigue precisamente facilitar el desarrollo de mercados de negociación con esta tecnología.

Por otra parte, el crecimiento del mercado de los criptoactivos no regulados motivó que la necesidad de establecer un marco que ofreciera unas mínimas garantías a los inversores. En Europa, el Reglamento MiCA²⁹, de aplicación a partir de 2025, establece por primera vez un marco legal uniforme para la prestación de servicios de inversión sobre criptoactivos. En el ámbito nacional, y ante la ausencia de un marco regulatorio común, la CNMV reguló la publicidad de criptoactivos, para incluir advertencias a los inversores sobre los riesgos asociados a este tipo de productos no regulados³⁰.

Otros riesgos derivados de la innovación tecnológica se centran en la resiliencia operativa y el riesgo de ciberseguridad. Estos han sido abordados con el Reglamento DORA³¹, como pieza clave en el esfuerzo por proteger los sistemas ante ciberataques y fallos operativos en un entorno cada vez más digital.

Finalmente, destacan las implicaciones de los últimos desarrollos en inteligencia artificial (IA) en los mercados de valores. Europa adoptó el Reglamento de inteligencia artificial³², con obligaciones en sectores clasificados como alto riesgo, para favorecer un desarrollo seguro y ético de la misma. Pero, sin duda, los retos son mayúsculos, dada sus múltiples aplicaciones en toda la cadena de valor, así como el potencial transformador de las IA más avanzada, como la generativa. Y la actuación en este ámbito solo ha hecho que empezar.

Por una parte, la inteligencia artificial tiene grandes potenciales beneficios para los mercados de valores: facilita una gestión más eficiente de los riesgos, reduce los costes y ofrece ganancias de eficiencia, tiene potencial también para mejorar la atención al inversor y ofrecer una mejor experiencia al cliente. Además, la IA también plantea un potencial transformador en la supervisión y el cumplimiento normativo. La innovación tecnológica aplicada a la supervisión, o *Suptech*, proporciona

28 Reglamento (UE) 2022/858 del Parlamento Europeo y del Consejo de 30 de mayo de 2022 sobre un régimen piloto de infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n° 600/2014 y (UE) n° 909/2014 y la Directiva 2014/65/UE.

29 Reglamento 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) 1093/2010 y 1095/2010 y las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/1937

30 Circular 1/2022, de 10 de enero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, relativa a la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión.

31 Reglamento (ue) 2022/2554 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2022, sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero

32 Reglamento 2024/1689 del Parlamento

nuevas herramientas para realizar nuestras funciones como supervisores de manera más eficiente y eficaz.

Pero a su vez, surgen nuevos retos, como los derivados de efectos como el comportamiento rebañó de un uso masivo de algoritmos en negociación, riesgos derivados de la protección de datos, falta de explicabilidad de los modelos y dependencia externa o de terceras partes, con el consecuente aumento del riesgo de ciberseguridad. Este es un ámbito en el que la cooperación y colaboración entre las autoridades supervisoras, nacionales e internacionales, es de máxima prioridad.

- **Revitalización de los mercados**

El segundo ámbito a destacar como reto común identificado entre las jurisdicciones, es la necesidad de encontrar vías para impulsar los mercados y con ello facilitar las posibilidades de financiación y crecimiento de las empresas, especialmente las pequeñas y medianas.

Las medidas impulsadas para diversificar las opciones de financiación de las pymes no han tenido el efecto deseado. Los mercados de capitales locales de las principales economías siguen sin estar lo suficientemente desarrollados acordes con su potencial, mientras que en otras se ha observado un aumento del capital riesgo o *private capital* no regulado. En Europa, por ejemplo, la capitalización bursátil sobre el PIB apenas supera el 50% en Alemania o España, frente al 158 % de EE.UU.

Muchas son las iniciativas adoptadas en este ámbito en los últimos años. Ya en 2020 se impulsó de nuevo la CMU, con medidas como i) la creación de un Punto de Acceso Único Europeo (ESAP), que serviría como plataforma única de información y facilitaría el flujo y el uso de la información; ii) la recién aprobada Listing Act, que busca disminuir las cargas para las empresas que deseen cotizar en las bolsas de valores, especialmente las pymes; y la estrategia de inversión minorista (RIS), actualmente en discusión, con medidas que buscan aumentar la participación de los inversores minoristas en los mercados de capitales de forma segura.

En todo caso, el impulso reciente más relevante es el derivado del informe Letta³³, sobre cómo revitalizar la Unión de los Mercados de Capitales, y del informe Draghi³⁴, sobre como relanzar la competitividad de la UE, que inciden en la necesidad de reforzar los mercados de capitales para el logro de un verdadero mercado único, pero también como motor de la competitividad europea, con propuestas e iniciativas concretas.

Las iniciativas actuales no parten de cero pues mucho se ha hecho en este ámbito, especialmente en lo referente a medidas para facilitar el acceso a los mercados de las empresas que quieran salir a cotizar. En España, la reciente reforma de la LMV³⁵ introdujo cambios significativos como la simplificación de los procedimientos de emisión o la reducción de las cargas administrativas.

Pero sin duda es necesario seguir profundizando, especialmente en lo referente a mejorar los flujos de inversión, y con ello la profundidad y liquidez de los mercados. Ello implica establecer incentivos para atraer a los inversores de forma que estos, en particular los inversores minoristas, puedan mejorar su salud financiera y ampliar sus oportunidades de inversión. Ello implica, por una parte, seguir invirtiendo en la mejora de la cultura y capacitación financiera, pero también requiere de una reflexión crítica sobre el tipo de productos a los que tienen acceso, el grado de transparencia e información sobre costes que soportan, la posibilidad de introducir cuentas o mecanismos sencillos que sean atractivos, así como otros incentivos que favorezcan la inversión a medio y largo plazo.

³³ *Much more than a market*

³⁴ *The future of European competitiveness*

³⁵ Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y los Servicios de Inversión

- **Finanzas sostenibles**

Por último, una breve mención al ámbito de las finanzas sostenibles. Cada vez más jurisdicciones han desarrollado sus marcos de taxonomía, muchos de ellos inspirados en la taxonomía europea, y están adoptando las recientes normas internacionales de publicación de estándares sobre sostenibilidad (IFRS), destaca de hecho la gran aceptación que han tenido por parte de países de todos los continentes.

En Europa, en los últimos años hemos asistido a un impulso significativo del marco regulatorio (Reglamento Delegado del clima³⁶, Reglamento Delegado sobre Divulgación de información³⁷ o el Reglamento Delegado ambiental³⁸). Por su parte, la Directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad (CSRD)³⁹ introduce un marco homogéneo para la elaboración de los informes, obligando al uso de los Estándares de reporte de sostenibilidad europeos (ESRS). También destaca la aprobación del Reglamento sobre bonos verdes europeos⁴⁰, como estándar voluntario para abrir nuevas oportunidades a emisores e inversores. Así como las medidas destinadas a reducir el riesgo de *greenwashing*. En España, la Ley 7/2021, de Cambio Climático y Transición Energética⁴¹, introdujo nuevas metas de descarbonización y de reporte sobre planes de sostenibilidad y riesgos climáticos.

En la CNMV hemos sido especialmente activos en este ámbito, especialmente en el ámbito de publicación y divulgación, como refleja el informe sobre la supervisión de la información no financiera⁴², con recomendaciones concretas de mejora a los emisores, el informe sobre desgloses relativos a la taxonomía europea de la CNMV⁴³. Y también hemos favorecido la implicación de los accionistas, a través del Código de buenas prácticas de inversores⁴⁴.

II. El IIMV y las solicitudes de asistencia técnica bilateral entre sus miembros

Los beneficios del IIMV no se limitan a la plataforma para la cooperación multilateral y el intercambio de conocimientos entre los reguladores de valores iberoamericanos. Esta cooperación multilateral tiene, en muchos casos, continuación con cooperaciones bilaterales entre los miembros del IIMV. Las actividades del IIMV y las reuniones anuales de su Consejo de Autoridades han sido fundamentales para aumentar la asistencia técnica bilateral entre los miembros del IIMV. En este sentido, la CNMV ha cooperado con asistencia técnicas bilaterales en respuesta a las solicitudes de los miembros del IIMV. Esta interacción directa, efectuada por la CNMV y por otros miembros del IIMV, complementa las actividades del IIMV y permite un apoyo más personalizado en función de las necesidades específicas de cada país.

El cuadro 1 ofrece información sobre la naturaleza y el alcance de la asistencia técnica bilateral de la CNMV más reciente. El cuadro enumera las solicitudes recibidas por la CNMV de varios países

³⁶ Reglamento delegado 2021/2139;

³⁷ Reglamento delegado 2021/2178

³⁸ Reglamento delegado 2023/2486

³⁹ 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

⁴⁰ Reglamento sobre Bonos Verdes Europeos (EuGB Regulation) - 2023/2631/EU

⁴¹ Ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética

⁴² Informe CNMV sobre la supervisión de la información no financiera

⁴³ Informe de taxonomía

⁴⁴ Código de buenas prácticas de inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto en relación con sus deberes respecto de los activos conferidos o los servicios prestados

miembros del IIMV, de forma anónima, lo que proporciona una visión de las áreas en las que se solicita la experiencia y el apoyo de la CNMV.

Cuadro 1

Año	Nº Solicitudes	TEMAS						
		Régimen Interno	Mercados	Protección Inversores	Inversión Colectiva	FinTech	MOUs	Sostenibilidad
2016	7	3	2		1		1	
2017	10	1	2			7		
2018	22		2			20		
2019	1	1						
2020	3	1	1	1				
2021	4		2			1		1
2022	12	1	5	1	3	1	1	
2023	17	2	8	1	1	1		4
2024	12	2	4	3		2	1	

Como puede observarse, las solicitudes de colaboración cubren una amplia gama de temáticas, que refleja el panorama cambiante de la regulación del mercado de valores y la creciente complejidad de los problemas a los que se enfrentan los supervisores.

Se pueden identificar cinco áreas principales de colaboración: entre 2000 y 2004 la mayor parte de las solicitudes de asistencia se refirieron a la implementación de las NIFF. Posteriormente, en los años 2005 a 2010, las solicitudes se concentraron en el área de gobierno corporativo. La gestión de índices y sus administradores fue otra área de consulta en el periodo comprendido entre el año 2010 y 2014 y le siguieron, entre 2014 y 2024 consultas sobre mercados, *fintech*, finanzas sostenibles y digitalización del supervisor. La CNMV también ha asesorado a algunos miembros para que puedan ser miembros de IOSCO.

En particular, los aspectos más relevantes abordados son los siguientes:

- Régimen Interior: engloba cuestiones sobre las tasas y financiación, la transformación digital del supervisor de valores, y la gestión de recursos humanos.
- Mercados: este epígrafe recoge consultas sobre opas, sistemas de negociación, e implementación de los principios de la OCDE sobre gobierno corporativo. Las solicitudes sobre las mejores prácticas de gobierno corporativo, los criterios de independencia de los consejos de supervisión y los requisitos de divulgación demuestran la importancia que todos los miembros del IIMV otorgan a la existencia de un gobierno corporativo sólido para la integridad del mercado en sus respectivas jurisdicciones. También se incluyen en este epígrafe consultas sobre los mercados OTCs y la supervisión de los emisores de valores (normas contables y ESG).
- Protección de los inversores: medidas de protección de los inversores, la supervisión de la conducta y la regulación de productos financieros complejos. De forma reciente se incluyen asuntos como los *fin-influencers* y el papel de las plataformas sociales.

- Fintech: nuevas tecnologías, criptoactivos y ciberseguridad. Muchas de las solicitudes sobre Fintech dieron como resultado el Memorando de Entendimiento (MoU) firmado entre los miembros del IIMV en julio de 2018.
- Finanzas sostenibles y factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG).
- Firma del Memorando multilateral de Entendimiento (MMoU por sus siglas en inglés) de IOSCO: prestación de asistencia a miembros del IIMV para que pudieran ser firmantes del MMoU o del EMMoU de IOSCO.

El creciente número de solicitudes de información, consultas y orientación técnica subrayan la sintonía de la CNMV con el resto de miembros del IIMV, y las múltiples vías de colaboración existentes.

Los beneficios de esta cooperación son múltiples y bidireccional. Los expertos de la CNMV y de los miembros del IIMV aumentan su conocimiento, tanto en lo referente a la normativa en vigor, como a las mejores prácticas, y se enriquecen al compartir experiencias y conocimientos.

Las solicitudes son tenidas en cuenta por la CNMV en las propuestas de actividades que la CNMV sugiere cada año en la reunión de del Consejo de Autoridades del IIMV. Con ello, se constata que las asistencias técnicas bilaterales de la CNMV están estrechamente relacionadas con la participación de la CNMV en el IIMV y se refuerzan mutuamente.

Por otra parte, el IIMV fomenta un espíritu de cooperación y confianza entre los reguladores iberoamericanos que es piedra angular de esta participación bilateral más efectiva. Permite además ayudar a identificar desafíos comunes y áreas en las que los reguladores Iberoamericanos necesitamos asistencia. La asistencia bilateral también se beneficia de la plataforma del IIMV, ya que cada miembro del IIMV, entre ellos la CNMV, puede aprovechar el conocimiento colectivo de los miembros del IIMV para proporcionar una orientación más eficaz en la implementación local de los retos regulatorios. Así, por ejemplo, las solicitudes bilaterales de información sobre normas contables o implementación de los principios de gobierno corporativo de la OCDE o sobre cripto activos suelen surgir de programas de capacitación del IIMV.

III. Reflexiones finales

La celebración del 25º aniversario del IIMV es una oportunidad para reflexionar sobre los logros alcanzados y los retos que aún quedan por afrontar en la supervisión financiera en el ámbito iberoamericano. Desde su creación, el IIMV ha cumplido con creces su misión de fomentar la cooperación entre supervisores, consolidándose como un foro esencial para el intercambio de conocimientos, el fortalecimiento institucional y la armonización de los marcos regulatorios en la región.

En estos 25 años, el Instituto ha sabido evolucionar para adaptarse a las nuevas exigencias de los mercados financieros y las dinámicas globales. Sus programas de formación, seminarios y asistencias técnicas han respondido a los retos más relevantes de cada época: desde la implantación de las NIIF en los primeros años, hasta la creciente demanda en torno a la sostenibilidad, la digitalización y las tecnologías financieras en la última década. La versatilidad del IIMV ha permitido a sus miembros no solo fortalecer sus marcos regulatorios, sino también mejorar la protección al inversor y la integridad de los mercados.

La CNMV ha participado de forma muy activa en el IIMV desde su creación. Y ello es así porque desde la CNMV estamos convencidos de que el marco de colaboración que el Instituto proporciona

a sus miembros, basado en la confianza y en el diálogo cotidiano y abierto, constituye un valioso activo sobre el que sustentar la mejora y el desarrollo de las mejores prácticas supervisoras.

La contribución de la CNMV ha sido crucial en este marco. Su papel como actor destacado dentro del IIMV ha servido para compartir experiencias y buenas prácticas en áreas como la gobernanza, la transparencia y la protección al inversor. Además, el apoyo técnico proporcionado por la CNMV a otros miembros ha contribuido a consolidar un enfoque común en cuestiones prioritarias, como la regulación de productos financieros complejos o la adopción de estándares ESG. Esto ha favorecido una integración más efectiva de los mercados y una mayor alineación con los principios internacionales.

Los patronos de la Fundación IIMV y los miembros del IIMV han proporcionado al Instituto una sólida red organizativa y capacidad técnica para implementar sus programas de formación. En los más de 250 seminarios y cursos impulsados por el IIMV desde su creación, la CNMV ha participado a través de sus expertos en casi todos los seminarios. Este apoyo constante de los miembros del IIMV ha sido un círculo virtuoso que ha sentado las bases del éxito del IIMV. El IIMV no solo ha fomentado la cooperación multilateral, sino que también ha impulsado soluciones específicas a través de la asistencia técnica bilateral. Esta capacidad de abordar necesidades concretas, desde el fortalecimiento de los regímenes internos hasta la incorporación de nuevas tecnologías en la supervisión, ha demostrado ser una herramienta eficaz para los supervisores iberoamericanos. El IIMV proporciona una plataforma para una cooperación más amplia en el intercambio de conocimientos y, al mismo tiempo, los compromisos bilaterales permiten un apoyo más personalizado en función de las necesidades específicas de cada país. La sinergia entre estas dos formas de compromiso amplifica la interacción de todos los miembros del IIMV y fomenta un enfoque más colaborativo y eficaz para el desarrollo de capacidades en la región.

La creciente complejidad de los mercados financieros y los desafíos globales, como el cambio climático y la transformación digital, exigen que el Instituto continúe evolucionando. El papel activo y de discusión temprana de los desafíos de los mercados del IIMV representan un enfoque multifacético para apoyar el desarrollo de mercados de valores sólidos y con las mejores prácticas en Iberoamérica. Ante unos retos cada vez más globales, los próximos años serán determinantes para consolidar las bases de un sistema financiero más resiliente, inclusivo y sostenible en la región, para lo que será imprescindible seguir promoviendo el diálogo entre supervisores e identificar nuevas áreas de cooperación entre los miembros.