

HITOS, ACUERDOS Y DOCUMENTOS E INFORMES MÁS RELEVANTES EN LA ELABORACIÓN DE ESTÁNDARES NORMATIVOS INTERNACIONALES DESARROLLADOS POR LA ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES (OICV - IOSCO)

Santiago Yraola
Economista

Índice

<i>Introducción</i>	<i>2</i>
<i>I. Breve introducción sobre IOSCO y sus objetivos</i>	<i>2</i>
<i>II. Principales hitos de la Organización</i>	<i>4</i>
<i>III. Documentos, trabajos y acuerdos de la Organización desde finales del siglo XX hasta la actualidad</i>	<i>9</i>

HITOS, ACUERDOS Y DOCUMENTOS E INFORMES MÁS RELEVANTES EN LA ELABORACIÓN DE ESTÁNDARES NORMATIVOS INTERNACIONALES DESARROLLADOS POR LA ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES (OICV - IOSCO)

Santiago Yraola
Economista

Introducción

En mayo de 2024 se ha cumplido el 25 Aniversario de la creación del Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, cuyos objetivos principales desde su establecimiento han consistido en impulsar el desarrollo de mercados de valores transparentes e íntegros, mejorar el conocimiento de su estructura y regulación, potenciar la armonización y fomentar la cooperación entre supervisores y reguladores.

El trabajo del Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores en este periodo ha sido intenso y soy testigo de ello y, además de muy valorado y destacado por sus miembros, ha permitido la creación de una familia iberoamericana de supervisores y reguladores de los mercados de valores, con las mismas inquietudes en la persecución de unos fines similares en el cumplimiento de la normativa sobre mercados de valores de cada uno de sus países que, por la naturaleza de sus entidades, sociedades, intermediarios e instituciones, así como por la constante innovación de la operativa y de los productos e instrumentos financieros y de todos aquellos intervinientes en los mercados, ha requerido de una continua cooperación y diálogo entre sus miembros, como consecuencia de la constante evolución y por los cambios tecnológicos y normativos que se han producido tanto a nivel doméstico, como a nivel regional o mundial, en estas dos décadas y media desde su creación.

La actividad del Instituto Iberoamericano se ha ido desarrollando a lo largo de estos 25 años con la realización de un sinnúmero de seminarios que han versado sobre una gran cantidad de materias, y desde distintas perspectivas, que han culminado con la realización de diversos estudios de interés y la publicación periódica de la revista del IIMV.

El Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores ha seguido muy de cerca los trabajos, actividades, normativa e iniciativas de todos los países que conforman el Instituto Iberoamericano, en el contexto de sus objetivos, pero también, de las actividades de otros organismos, instituciones, también a nivel doméstico y regional y de organizaciones internacionales a las que atañe la regulación y supervisión de los mercados de valores, entre ellos, la Organización Internacional de Comisiones de Valores.

Dado que la mayoría de los miembros del Instituto Iberoamericano son también miembros de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (en adelante IOSCO), el objetivo de este artículo ha sido el de intentar destacar los logros y acuerdos más relevantes ocurridos en esta organización y, también, hacer una revisión y destacar aquellos documentos e informes publicados por IOSCO en estos últimos 25 años, que considero que han sido importantes. Esto no quiere decir que los que no se mencionan no lo hayan sido ya que, en mi opinión, todos los documentos que se han publicado lo han sido.

I. Breve introducción sobre IOSCO y sus objetivos

La Organización Internacional de Comisiones de Valores (en adelante IOSCO, en su acrónimo en inglés) se creó en 1983, cuando 11 agencias supervisoras y reguladoras de los mercados de valores

de Norteamérica y Sudamérica, acordaron convertir su asociación regional interamericana en un organismo de cooperación internacional. Este es el motivo de que los idiomas oficiales de IOSCO sean todos los que se hablan en el continente americano, con excepción del árabe que se incorporó como lengua oficial, muchos años después, en 2016.

En 1984, los reguladores de valores de Francia, Indonesia, Corea y Reino Unido se convirtieron en las primeras agencias, no americanas, en unirse a la nueva organización. En 1986, IOSCO celebró su conferencia anual en París, la primera fuera del continente americano, donde se acordó crear una Secretaría General permanente.

En 1987, IOSCO se estableció en Montreal como una entidad jurídica sin ánimo de lucro con ayuda del Gobierno de Quebec. La Secretaría General de IOSCO permaneció en Montreal hasta 1999, cuando, después de un proceso de reubicación de la sede, al que se presentaron varias candidaturas, fue elegida la propuesta de la CNMV de España, con el apoyo del Gobierno español que contribuyó, además, con la cesión del edificio que hoy es la sede de IOSCO en Madrid.

IOSCO es el organismo internacional del que forman parte los reguladores y supervisores de los mercados de valores de más de 130 jurisdicciones y está reconocido como el organismo que elabora las normas internacionales para la regulación de los mercados financieros¹. IOSCO desarrolla, implementa y promueve la adhesión de sus miembros a las normas, estándares, recomendaciones, buenas prácticas y guías, reconocidas internacionalmente para la regulación de los mercados financieros. IOSCO mantiene también una estrecha colaboración con otras instituciones y organismos internacionales a las que atañen las reformas globales en la regulación de los mercados financieros.

Los Objetivos y Principios sobre la Regulación de los Mercados de Valores de IOSCO han sido reconocidos tanto por el G20 como por el Consejo de Estabilidad Financiera («FSB», por sus siglas en inglés), como los estándares internacionales en este ámbito y constituyen los principios básicos generales que guían a los miembros en el desarrollo e implantación de la normativa. Los Principios constituyen, también, la base para la evaluación de los mercados de valores, mediante los Programas de Evaluación del Sector Financiero² («FSAPs», por sus siglas en inglés) del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Banco Mundial.

IOSCO provee a sus miembros con la asistencia técnica, educación y formación necesaria con el fin de que estos puedan cumplir los tres principales objetivos de IOSCO, que son:

1. Mejorar la protección de los inversores y promover su confianza en la integridad de los mercados financieros, reforzando el intercambio de información y la cooperación en la supervisión inspección y sanción de conductas indebidas y en la supervisión de los mercados de valores y de sus intermediarios.
2. Garantizar que los mercados de valores sean justos y eficientes y que no favorezcan indebidamente a unos frente a otros y que los inversores, tengan un acceso justo y transparente a los servicios de mercado o a la información sobre precios, en tiempo real y
3. Promover la estabilidad financiera reduciendo el riesgo sistémico.

¹ El término *Global Standard Setter*, referido a IOSCO, se traduce habitualmente como *organismo global creador de normas internacionales*. Asimismo, el término *standard* en este contexto se refiere generalmente a *normativa*, aunque también a *estándares de manera genérica que incluyen, en algún caso, recomendaciones y buenas prácticas*.

² www.imf.org/en/Publications/fssa

II. Principales hitos de la Organización

A continuación, se describen los Principios y la Metodología, que sirve de herramienta para la evaluación de la implantación de estos Principios en la normativa de cada jurisdicción, y se enumera el proceso de cambios que se han producido en los Principios, después de ser considerados los estándares normativos para la regulación global de los mercados de valores, en 1998, hasta la relación actual. Otro importante hito para IOSCO, ha sido la adopción del Acuerdo Multilateral sobre Consulta, Cooperación e Intercambio de Información y, unos años después, el Acuerdo Multilateral Mejorado que, basados en los Principios, suponen el estándar internacional sobre cooperación e intercambio de información.

1. Los Principios y Metodología para la evaluación de la implementación de los Principios de IOSCO

En primer lugar, es relevante destacar la adopción por IOSCO, en 1998, de un amplio marco general de Principios para la Regulación de los Mercados de Valores (conocidos como los Principios de IOSCO), que han sido cruciales para la organización y para sus miembros, y que también han sido reconocidos por el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial como las referencias normativas internacionales para los mercados de valores.

Posteriormente, también lo han hecho el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB)³, del que IOSCO es también miembro, y el G20⁴.

En 2003 la organización aprobó una metodología exhaustiva, denominada Metodología para la evaluación de la Implantación de los Principios y Objetivos de IOSCO, y que se citará en adelante como la Metodología. IOSCO utiliza esta metodología para llevar a cabo una evaluación objetiva del nivel de implantación de los Principios IOSCO en las normativas de las jurisdicciones de sus miembros, y para ayudar a desarrollar planes de acción prácticos que permitan corregir, en su caso, carencias o deficiencias en la normativa del país miembro.

No obstante, la metodología de IOSCO se revisó en 2008 y, posteriormente, tanto los Principios como la propia Metodología fueron otra vez actualizados y sometidos a amplias revisiones en 2010 y 2011, respectivamente, para reflejar en ellos, las lecciones aprendidas de la crisis financiera mundial que comenzó en 2007.

En 2017 se actualizaron de nuevo los Principios para garantizar su consistencia con las revisiones realizadas en la Metodología, que incorporó todos los estándares normativos desarrollados por IOSCO.

La Metodología actual fue adoptada por IOSCO, en su última versión, en la citada fecha de 2017⁵.

Esta metodología supone una herramienta fundamental para sus miembros ya que les permite realizar autoevaluaciones y conocer su cumplimiento, según la siguiente clasificación: cumplimiento total, amplio, parcial o, en su caso, el no cumplimiento, de determinados Principios o de algunos aspectos normativos específicos, a los que hace referencia el principio. En muchos casos, facilita el trabajo previo ante una posible revisión de la legislación del sector financiero del país, por el Banco Mundial o el Fondo Monetario Internacional, a través de los programas de evaluación del sector financiero de los países miembros que tiene instaurados.

³ www.fsb.org

⁴ www.g20.org/es/acerca-del-g20

⁵ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf

Sin entrar en un exhaustivo detalle de los Principios y de esta Metodología, simplemente, me gustaría explicar que los actuales 38 Principios, están clasificados en 10 grupos de Principios que abordan la normativa referida a las siguientes materias:

- 8 Principios relativos al “Regulador” o a la autoridad supervisora del mercado de valores en cuestión. Sobre estos Principios hay que señalar que, a nivel global, no siempre el Regulador y Supervisor del Mercado son, por definición, la misma autoridad;
- 1 Principio relativo a las organizaciones autorreguladas, que son aquellas que tienen competencias específicas en la supervisión o autorización de una determinada área del mercado de valores⁶ como, por ejemplo, bolsas de valores o mercados de derivados o intermediarios u otros, en muchas jurisdicciones, con independencia de que estas entidades o instituciones estén, por otra parte, bajo la supervisión de la autoridad supervisora de esa jurisdicción;
- 3 Principios sobre Supervisión, Inspección y Sanción⁷;
- Otros 3 Principios, también, sobre Cooperación e intercambio de información con otras autoridades extranjeras;
- Otros 3 Principios, sobre entidades emisoras de valores;
- 5 Principios que abordan a distintos intervinientes en los mercados como las Empresas de Auditoría, Agencias de Calificación de riesgo de crédito (conocidas como agencias de rating) y Otros proveedores de Servicios de Información;
- 5 Principios, también, sobre las Instituciones de Inversión Colectiva, en general;
- 4 Principios relativos a los intermediarios del mercado;
- 5 Principios para los mercados secundarios y otros mercados; y
- 1 último Principio, relativo a la compensación y liquidación de valores que, dadas las especificaciones que se requieren en este ámbito tan singular y los potenciales riesgos, así como las posibles perturbaciones en los mercados de valores y derivados y en los sistemas de pago y liquidación, tanto nacionales como no nacionales, los sistemas de liquidación de valores (SLV), las entidades de contrapartida central (ECC), los depositarios centrales de valores (DCV) y los registros de operaciones (TR), deben estar sujetos a una regulación y vigilancia eficaces para garantizar que sean justos, eficaces y eficientes, y que reduzcan el riesgo sistémico.

En este contexto, el actual Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado (CPMI) e IOSCO, adoptaron los Principios que atañen, específicamente, a las Infraestructuras de los Mercados Financieros (PFMI⁸).

Adicionalmente, respecto a la relación de los anteriores 38 Principios, la Metodología aborda cada Principio en detalle. Proporciona un texto que sirve de interpretación del Principio en cuestión, y presenta ciertas cuestiones clave para abordar cada Principio y, para facilitar la respuesta, establece

⁶ En los Principios y Metodología de IOSCO, las citas a los mercados de valores se refieren de manera genérica y, por ello, debe entenderse que incluyen también otros mercados como por ejemplo los mercados de derivados. También ocurre lo mismo cuando se cita la regulación de valores y, por ello, debe entenderse a todo tipo de valores incluidos los productos derivados.

⁷ El término anglosajón “Enforcement”, cuya traducción literal es: aplicación de la Ley, se refiere generalmente a las diversas funciones que tiene la autoridad del mercado de supervisar, vigilar, inspeccionar e incluso sancionar, conductas indebidas.

⁸ Principios para las infraestructuras de los mercados financieros <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD377-PFMI.pdf>.

ciertas preguntas clave que son relevantes para la evaluación del grado en que la jurisdicción pueda entender las mencionadas cuestiones clave, para las que se proporcionan, cuando es necesario, notas explicativas. Las respuestas permiten evaluar el nivel de cumplimiento.

Finalmente, cada grupo de los Principios recoge los documentos e informes de trabajo desarrollados por IOSCO a lo largo del tiempo, que han servido de base para el establecimiento de los diferentes estándares normativos a lo largo de los años.

2. El Acuerdo Multilateral de IOSCO sobre Consulta, Cooperación e Intercambio de Información. IOSCO MMoU

IOSCO ha promovido desde sus comienzos como organización, la necesidad de establecer entre sus miembros, e incluso con los mercados que supervisa, acuerdos bilaterales y multilaterales que permitieran la cooperación y el intercambio de información.

En 2002 IOSCO adoptó el Acuerdo de Entendimiento Multilateral sobre Consulta, Cooperación e Intercambio de Información⁹ (conocido como IOSCO MMoU), que fue diseñado para facilitar la actuación transfronteriza y el intercambio de información entre todos sus miembros, bien reguladores o autoridades supervisoras de los mercados de valores, mediante el cumplimiento de unos requisitos fundamentales, y comunes para todos sus miembros, que permiten desempeñar las tareas de supervisión e inspección de sus mercados, de acuerdo con las tareas encomendadas por su legislación.

Este Acuerdo Multilateral culminó un proceso iniciado en octubre de 2001, después de los atentados acaecidos en los Estados Unidos, que finalizó con la aprobación de una Resolución del Comité de Presidentes de IOSCO.

La razón de su instauración, como objetivo prioritario de la Organización, es y fue, consecuencia del incremento de la actividad internacional en los mercados de valores y derivados, lo que suponía y supone, para los reguladores y supervisores de valores, la necesidad de una cada vez más estrecha cooperación entre sus miembros dada la necesidad de información. La adhesión de sus miembros al Acuerdo ha ido reforzando el mensaje a los mercados, personas físicas y jurídicas y entidades supervisadas, del incremento de la cooperación y vigilancia de los reguladores ante posibles incumplimientos de las diferentes legislaciones.

El MMoU de IOSCO, ha constituido desde entonces, y constituye actualmente, una referencia internacional para la cooperación transfronteriza y ha sido reconocido como el estándar internacional sobre cooperación e intercambio de información por las Organizaciones e Instituciones internacionales citadas anteriormente. Este acuerdo, ha proporcionado a los reguladores y supervisores de valores una importante herramienta para combatir el fraude transfronterizo y las conductas indebidas que pueden debilitar los mercados mundiales, y socavar la confianza de los inversores.

En 2005 IOSCO acordó tomar el MMoU de IOSCO como punto de referencia para la cooperación internacional entre reguladores de valores, y estableció una estrategia clara con el objetivo de ampliar la red de signatarios del MMoU de IOSCO para 2010.

Una de las principales prioridades de IOSCO es que sus miembros logren la implantación efectiva de los Principios de IOSCO y el MMoU, facilitando así la cooperación transfronteriza, mitigando el

⁹ IOSCO MMOU. www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD126.pdf

riesgo sistémico global, protegiendo a los inversores y garantizando unos mercados de valores justos y eficientes, lo que supone, en definitiva, el cumplimiento de sus Objetivos antes citados.

Con posterioridad, en 2010, IOSCO decidió crear una lista de seguimiento para los miembros que no hubieran solicitado ser signatarios del MMoU antes del 1 de enero de 2013. Asimismo, un año después, en 2012, IOSCO aprobó una nueva resolución que preveía medidas para fomentar el cumplimiento por parte de los miembros de IOSCO que aún no habían firmado el MMoU. La resolución fue diseñada para ayudar a estos miembros aún no signatarios.

La resolución requería las siguientes medidas:

- Asegurar la disposición de un programa integral de asistencia técnica a los miembros no signatarios, con el fin de obtener el apoyo de sus gobiernos o legislaturas para la realización de los cambios legales y reglamentarios necesarios que les permitiera llevar a cabo esos cambios y poder firmar el MMoU.
- A partir del 1 de enero de 2013, IOSCO publicaría en su sitio web una lista de seguimiento de aquellos miembros que no se hubieran convertido en signatarios del MMoU, y también;
- Considerar otras medidas para persuadir a los miembros no signatarios, que no hubieran realizado acción alguna para firmar el MMoU, como limitar su capacidad de influir o participar en la toma de decisiones de IOSCO.

En 2013 IOSCO resolvió introducir Medidas Graduales Adicionales, con efecto a partir del 30 de septiembre de 2013, con el objetivo de animar a los miembros no signatarios a firmar el MMoU.

Además, de todas las resoluciones adoptadas en estos años, IOSCO ha estado proporcionando asistencia técnica a las jurisdicciones miembros de IOSCO, para permitirles superar los obstáculos legales que les han impedido firmar el MMoU, en línea con la Dirección Estratégica, adoptada después por IOSCO para el periodo 2015 - 2020.

Después de este largo proceso, iniciado en 2002, el resultado a fecha de hoy es un éxito, dado que después de un riguroso proceso de verificación de las jurisdicciones que han solicitado ser parte del Acuerdo, en la actualidad se han adherido al MMoU un total de 130 jurisdicciones de IOSCO, lo que ha supuesto para la Organización uno de sus mayores logros.

Finalmente, y a modo informativo, en cuanto al contenido y obligaciones del Acuerdo, es significativo destacar que el MMoU de IOSCO no supone un tratado internacional vinculante, sino que se trata de un acuerdo de buena voluntad entre las partes, y que los requisitos que en el mismo se establecen no pretenden crear obligaciones legales vinculantes, ni reemplazar a la normativa doméstica. Es, por tanto, un compromiso de cooperación e intercambio de información asumido por sus signatarios, y con un funcionamiento muy eficaz.

Los requisitos establecidos por el MMoU son requisitos mínimos que debe cumplir la autoridad que pretenda ser signataria del acuerdo. En consecuencia, cualquier disposición legislativa que amplíe las facultades de la autoridad que pretenda ser signataria del MMoU de IOSCO sobre los requisitos establecidos en el Acuerdo será plenamente aceptable, pero aquellas disposiciones legales que no permitan el cumplimiento de los requisitos mínimos establecidos en el MMoU de IOSCO es considerada como una barrera u obstáculo para ser signatario.

Por ello, ser signatario del MMoU de IOSCO es una manifestación del compromiso por parte del de la jurisdicción firmante respecto a la prestación de asistencia mutua y el intercambio de información,

con el propósito de reforzar el cumplimiento de la normativa del mercado de valores de la jurisdicción correspondiente. Por tanto, y a modo de resumen, con el MMoU de IOSCO se pretende:

- Obtener la información que se considere relevante a efectos de poder llevar a cabo una investigación sobre materias de la competencia de la autoridad de la jurisdicción, en cuestiones referidas a posibles conductas indebidas que puedan ser objeto de supervisión, inspección y sanción. Además, los signatarios del acuerdo remiten información a *motu proprio*, una vez que una jurisdicción considere que pueda ser de interés de otra, y sin haber sido solicitada.
- Suministrar la información que le sea requerida por otras autoridades miembros y firmantes del acuerdo, y prestar la máxima asistencia que les sea permitida para ser utilizada de acuerdo con los usos permitidos descritos en el propio MMoU, y
- Proteger la confidencialidad de la información que se reciba, de acuerdo con los requisitos que se exigen en el MMoU de IOSCO, y que son los requisitos de confidencialidad de la información previstos generalmente en la legislación de sus miembros.

3. El Acuerdo Multilateral Mejorado de IOSCO sobre Consulta Cooperación e Intercambio de Información. Acuerdo Mejorado o EMMoU

Desde que se estableció en 2002, el Acuerdo Multilateral sobre Consulta, Cooperación e Intercambio de información, descrito en el punto anterior, en el mundo se ha producido un aumento significativo en la globalización e interconexión de los mercados financieros, y también avances tecnológicos, tanto en los propios mercados como en la forma en la que opera la industria de los mercados de valores y derivados, como en los productos financieros y, también, en la forma en que se producen las transgresiones e incumplimientos de las legislaciones en estas materias en la mayoría de las jurisdicciones.

Por ello, como consecuencia de las lecciones aprendidas de la crisis financiera mundial, acaecida en 2007 y años siguientes, y debido a la experiencia adquirida por los signatarios del MMoU de IOSCO de 2002 en los intercambios de información, se puso de manifiesto la necesidad de mejorar el alcance del anterior Acuerdo, no solo en lo relativo al intercambio de información y cooperación entre los miembros, sino al tipo de información que se persigue con el fin de seguir el ritmo de la evolución tecnológica, social y del mercado, y poder reforzar la disuasión y perseguir las conductas indebidas, y garantizar que los miembros de IOSCO pudieran seguir cumpliendo sus objetivos.

Por estas razones, IOSCO estableció en 2016 un **nuevo Acuerdo Multilateral Mejorado, sobre Consulta Cooperación e Intercambio de Información**¹⁰.

Este Acuerdo Multilateral Mejorado, conocido *Enhanced MMoU* o *EMMoU*, en su terminología inglesa, co-existe hasta la fecha con el anterior Acuerdo Multilateral de 2002 y ha supuesto un nuevo logro para la organización, fortaleciendo el estándar internacional en materia de cooperación e intercambio de información.

El Acuerdo Multilateral Mejorado, incorpora al anterior acuerdo cinco nuevos tipos de requisitos que el Acuerdo de 2002 no contemplaba, y que los miembros de IOSCO han considerado claves para seguir asegurando la integridad y estabilidad del mercado, proteger a los inversores y prevenir infracciones, potenciales incumplimientos y fraudes de la legislación.

¹⁰ www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES60.pdf

En concreto, los miembros de IOSCO que pretendan ser firmantes de este acuerdo deben incorporar a sus competencias, en el caso de no las tengan, las siguientes cinco potestades¹¹:

- La capacidad de obtener y compartir información sobre las auditorías realizadas a las sociedades emisoras de valores, que incluyan los documentos de trabajo del auditor, las comunicaciones y otra información relacionada.
- La capacidad de tomar declaración a una persona física, en el contexto de una investigación sobre operaciones realizadas en el mercado de valores.
- La capacidad de instar la congelación de activos a solicitud de otra autoridad o, en su defecto, proporcionar información sobre la localización de esos fondos o activos, y prestar auxilio en el uso de los procedimientos legales y demás medios necesarios para llevarlo a cabo y que, habitualmente, en la mayoría de las jurisdicciones, se realiza mediante autorización judicial, y, finalmente,
- La capacidad de obtener y compartir registros telefónicos y de tráfico de internet, en poder de las compañías telefónicas con otras autoridades. Esto es, no el contenido, sino únicamente los metadatos, o datos externos, de las llamadas telefónicas y conexiones a Internet (identidad de las líneas, fecha, hora y duración de la conexión, detalles sobre el pago de la línea, etc). Esta capacidad se obtiene también, habitualmente en la mayoría de las jurisdicciones, mediante autorización judicial.

III. Documentos, trabajos y acuerdos de la Organización desde finales del siglo XX hasta la actualidad

En estos 24 años transcurridos, de este siglo XXI, IOSCO ha publicado un gran número de informes finales y de informes sometidos, previamente, a consulta pública con el propósito de recibir, como es habitual, comentarios de la industria y que han servido como base de trabajo para la elaboración de los estándares normativos globales, en los diferentes ámbitos de la legislación del mercado de valores, tales como, los referidos a la contabilidad, auditoría y difusión de información financiera, a los mercados secundarios en general, y a los distintos intervinientes en los mercados de valores como los intermediarios, las instituciones de inversión colectiva, las agencias de rating, los productos financieros, y también como consecuencia de otras decisiones o acuerdos adoptados por la organización, así como del trabajo conjunto de IOSCO con otras organizaciones e instituciones internacionales.

Dada la dificultad de reflejar, en unas pocas páginas, toda la actividad desarrollada por IOSCO en estas últimas dos décadas y media, más o menos, voy a intentar destacar algunos trabajos, decisiones o acuerdos que han sido importantes, aunque deje sin mencionar otros que, con toda seguridad, también lo han sido. Por ello, voy a intentar relatar con una breve descripción, y con un mayor relato cuando sea preciso, aquellos documentos, decisiones de IOSCO e informes que creo han sido de más interés, junto con un enlace a los mismos que facilite su acceso al documento original.

Los documentos, informes y acuerdos más relevantes¹², adoptados y llevados a cabo por IOSCO, que se citan y se describen a continuación, se presentan comenzando por los trabajos que supusie-

¹¹ Estas nuevas 5 potestades se conocen como ACFIT que significan las siglas, en terminología inglesa de: (A)udit papers (C)ompel attendance for testimony (F)reezing Assets and (I)nternet records & (T)elephone records.

¹² Para llevar a cabo esta revisión y relato de los documentos e informes más significativos, se ha tenido en cuenta la información sobre IOSCO, incorporada en los informes anuales de la CNMV publicadas en su página web, en la que tuve el honor de participar en su redacción.

ron los primeros hitos para la organización desde finales del siglo XX hasta el año 2010, continuando con la segunda década, hasta 2020 y, finalmente, estos últimos cuatro años desde 2021 hasta la fecha.

Se detallan de esta manera, y en estos tres grandes bloques, para facilitar la lectura ya que en la relación de informes finales o sometidos a consulta pública y otro tipo de documentos que figuran en la página web de IOSCO, constan más de 760 publicaciones y todos ellos tuvieron su importancia en el momento en el que se publicaron.

Muchos trabajos están relacionados y, también, muchos otros se han ido actualizando a lo largo de los años, cuando la materia en cuestión lo ha requerido o bien porque IOSCO lo ha considerado necesario, como consecuencia de los continuos cambios normativos en las distintas áreas que conforman el ámbito de los mercados financieros a escala global.

1. Documentos, trabajos y acuerdos desde finales del siglo XX hasta 2010

En este primer bloque de información destacan, la adopción de los Principios y Metodología y la adopción del MMOU de IOSCO y, también los relacionados con la crisis financiera global que tuvo su comienzo en 2007.

Como se ha comentado al comienzo de este artículo, en 1998 se adoptaron los Principios y la Metodología de IOSCO para la evaluación de los Principios y, en 2002, el Acuerdo Multilateral de IOSCO. También se ha comentado que, en 2005, IOSCO adoptó un primer Plan Estratégico, focalizado en el MMOU de IOSCO, con el objetivo de que sus miembros se adhirieran a este importante acuerdo de cooperación e intercambio de información antes del 1 de enero de 2010.

Pues bien, también en 2005, la lucha contra el fraude financiero siguió siendo una de las materias objeto de análisis de IOSCO, sobre todo después de las crisis corporativas acaecidas en los años precedentes, como el caso ENRON, el de Parmalat y otros también muy significativos.

- **En 2005 se concluyó el informe denominado Fortalecimiento de los mercados de capitales frente al fraude financiero¹³** (*Strengthening capital markets against financial fraud*), conocido coloquialmente como informe Parmalat debido a la publicidad que este caso tuvo en Italia, se habían analizado otras crisis corporativas como las de Enron, WorldCom, Vivendi, Royal Dutch Shell, Hollinger, Tyco y Royal Ahold, en las que se habían puesto de manifiesto aspectos muy parejos en todas ellas.

En este informe, se identificaron varias importantes áreas que afectaron a distintos ámbitos normativos, en las que se recomendaba profundizar, al haber sido recurrentes en todas las crisis corporativas analizadas, y que versaban sobre: i) la supervisión de la labor de los auditores y la efectividad de los estándares de auditoría; ii) la mejora de las prácticas de buen gobierno; iii). el papel de los intermediarios en las bolsas de valores; iv). el papel del sector privado en el análisis de la información financiera y los requisitos de difusión de la información financiera; v) la regulación y la transparencia en los mercados de bonos corporativos; vi) el uso de estructuras corporativas complejas; y, vii) la mejora de la cooperación entre reguladores y/o supervisores de mercados de valores.

¹³ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCO192.pdf

Todas estas áreas fueron evaluadas y asignadas para su desarrollo, bien a los grupos permanentes de trabajo, dependientes del entonces Comité Técnico, o bien a grupos de trabajo específicos creados para desarrollar un trabajo sobre una materia concreta.

Las áreas mencionadas fueron objeto de análisis y de trabajos posteriores.

- En 2007 las actividades más relevantes llevadas a cabo por IOSCO tuvieron que ver como consecuencia de las turbulencias de los mercados y la inesperada crisis financiera que se inició en este año y, como consecuencia de ello, una parte de la actuación de IOSCO este año 2007, vino determinada por estas turbulencias en los mercados originadas en Estados Unidos tras la crisis de las hipotecas de alto riesgo

Por ello, la reacción inicial de IOSCO a la crisis financiera se coordinó con otras organizaciones y reguladores internacionales, principalmente con el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés), la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS, por sus siglas en inglés) y por el *Joint Forum*,¹⁴ que participó como un grupo de trabajo *ad hoc* creado por el Foro de Estabilidad Financiera. Este grupo se encargó de analizar las causas, extraer las lecciones de la crisis, y establecer una serie de recomendaciones -a la industria y a los reguladores- para el fortalecimiento de los mercados e instituciones financieras. La contribución de IOSCO a este grupo de trabajo se centró en el análisis del papel que desempeñan las agencias de calificación de riesgo de crédito, en relación con los productos financieros estructurados, y en la revisión del Código de Conducta de IOSCO de estas agencias de calificación.

IOSCO también revisó, en este año 2007, la actividad desarrollada por las entidades de capital riesgo -*private equity*-. En el documento sometido a consulta, que recoge el trabajo realizado, IOSCO identificó riesgos para los mercados financieros derivados de la actuación de estas entidades. Entre ellos se encontraban el aumento del apalancamiento en las operaciones financieras y la gestión de los conflictos de interés. **IOSCO publicó el documento final sobre Capital Riesgo, *Private Equity***¹⁵ en 2008.

Se continuó revisando la actuación de las empresas de auditoría en su doble vertiente: de prestadores de servicios de revisión de los estados financieros como de otros complementarios. En el primer caso, se analizaron las implicaciones derivadas de la alta concentración en la profesión, mientras que, en el segundo caso, se estudió la relación entre estos servicios no específicos respecto a la labor de auditoría con la propia independencia de los auditores.

También en 2007, IOSCO finalizó el estudio, propuesto en el informe sobre fortalecimiento de los mercados de capitales contra el fraude financiero mencionado anteriormente, **sobre independencia de los miembros del Consejo de Administración de las compañías cotizadas**¹⁶ y se inició un segundo estudio sobre protección de los accionistas minoritarios.

- En 2008 la crisis financiera internacional condicionó sustancialmente el plan de trabajo de IOSCO. El entonces Foro de Estabilidad Financiera (FSF), hoy Consejo de Estabilidad Financiera, estableció recomendaciones de trabajo en cinco áreas: a) Fortalecimiento de la supervisión prudencial de las entidades financieras, particularmente, en las áreas de capital, liquidez y gestión del riesgo; b) Fortalecimiento, también, de la transparencia y valoración de activos; c) Cambios en el papel desarrollado por las agencias de rating; d) Incremento de la capacidad de respuesta

¹⁴ El *Joint Forum* se estableció en 1996 bajo los auspicios del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, IOSCO y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros, con el objetivo es hacer frente a cuestiones que son comunes para la banca, los mercados de valores y los seguros, incluyendo la regulación de los conglomerados financieros. Actualmente, este grupo ha dejado de existir.

¹⁵ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD274.pdf

¹⁶ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD238.pdf

de las autoridades ante las situaciones de riesgo y e) Acuerdos más sólidos para gestionar situaciones de crisis en el sistema financiero.

Desde la perspectiva de IOSCO, las recomendaciones más significativas del FSF fueron las realizadas a los reguladores de valores para que, junto con los participantes del mercado, reforzasen y mejorasen la transparencia, en cada fase del proceso de titulización, y la implantación del Código de Conducta, revisado, para las agencias de rating, especialmente en la gestión de conflictos de interés y en la mejora de la calidad y transparencia del proceso de asignación de calificaciones. En este contexto, se publicaron dos documentos dedicados a temas muy relevantes que fueron analizados exhaustivamente en la crisis: las hipotecas de alto riesgo y las agencias de rating

El informe sobre la **crisis de las hipotecas de alto riesgo**¹⁷ (*report on the subprime crisis*) analizó las causas de la crisis, estableció unas conclusiones sobre la necesidad de reforzar y modificar el Código de Conducta de IOSCO para las agencias de rating y, finalmente, redactó 11 recomendaciones para su desarrollo por los grupos de trabajo permanentes de IOSCO, y aprobó un nuevo **Código de Conducta revisado para las agencias de rating**¹⁸. La revisión se centró en su actividad relacionada con los productos financieros estructurados

Consecuencia de lo anterior, IOSCO acordó, en ese año 2008, crear un grupo de trabajo permanente sobre las agencias de rating y su ámbito de trabajo, con el fin de mantener un diálogo continuo con esta industria respecto a nuevos desarrollos legislativos e incrementar la cooperación sobre esta materia.

Con carácter previo a la celebración de la reunión del G-20 en Washington, en noviembre de 2008, los presidentes de los entonces comités Ejecutivo, Técnico y de Mercados Emergentes, hoy Consejo de IOSCO, enviaron una **carta abierta al presidente del Foro de Estabilidad Financiera**¹⁹ y a otros representantes en el G20, donde se recogían sus puntos de vista sobre la agenda de esa importante reunión. Concluida la reunión del G20, en la que se establecieron las líneas generales sobre las que debían desarrollarse las reformas del sistema financiero internacional, IOSCO constituyó varios grupos de trabajo para analizar aquellos temas relacionados con los mercados de valores. Específicamente, se constituyeron cuatro grupos de trabajo que trataron sobre las materias siguientes: transparencia de las ventas en corto; entidades no reguladas o con insuficiente regulación, centrada en los fondos de inversión alternativa o fondos de cobertura (*hedge funds*); productos y mercados no regulados (negociación de productos financieros estructurados y credit default swaps)²⁰ y, por último, un grupo de trabajo para desarrollar un nuevo plan estratégico para la organización.

- De nuevo, **ya en 2009**, una parte significativa del trabajo desarrollado por IOSCO estuvo marcado por las prioridades de reforma de la regulación financiera auspiciadas por el G-20 en respuesta a la crisis financiera y coordinadas, en gran medida, por el Financial Stability Board que, en este año, durante su reunión de junio, establece el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, que sustituye al Foro de Estabilidad Financiera -FSF-) con un mayor número de miembros y un mandato más amplio para promover la estabilidad financiera a nivel global.

Desde esta fecha, y en los años posteriores, un importante número de actividades de IOSCO estuvieron relacionadas directamente con la reforma financiera internacional.

¹⁷ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD273.pdf

¹⁸ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf

¹⁹ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD282.pdf

²⁰ Los Credit Default Swaps o CDS (conocidos en español como permuta de incumplimiento crediticio) son un instrumento financiero que pertenece a la familia de los derivados. Se utiliza como seguro contra impago, transfiriendo el riesgo de un activo al vendedor del CDS, que actúa como asegurador.

IOSCO que ya había comenzado a discutir, el año anterior, el plan estratégico de la organización para los próximos cinco años, empieza a vislumbrar la exigencia de una mayor coordinación entre los organismos internacionales relevantes en la regulación y en el seguimiento de los mercados financieros, implícita en el proceso de reforma auspiciado por el G-20.

A finales de 2008, IOSCO constituyó diversos grupos de trabajo para dar respuesta, en el ámbito de los mercados de valores, a determinadas áreas de trabajo previstas en la reforma financiera internacional diseñada por el G-20.

Dentro de las actividades de estos nuevos grupos, en 2009, cabe destacar las siguientes 6 iniciativas: i) Establecimiento de principios de regulación aplicables a los fondos de inversión alternativa (hedge funds); ii) Recomendaciones en materia de instrumentos de titulización y Credit Default Swaps (CDS); iii) Establecimiento de principios generales para la regulación de las ventas en corto; (iv) Junto con el Comité de Pagos y Sistemas de Liquidación, el inicio de una revisión de las recomendaciones para la utilización de las entidades de contrapartida central en mercados de derivados OTC; (v) Inicio de los trabajos para el establecimiento de nuevos principios en materia de cooperación para la supervisión e intercambio de información en el ámbito de la prevención del riesgo sistémico y, finalmente, (vi) Comienzo de los trabajos por el nuevo grupo permanente sobre agencias de rating con el fin de facilitar la implantación de estándares basados en el código de conducta, para estas agencias, anteriormente aprobado.

Además, como muestra de la intensidad de los trabajos relacionados con la reforma financiera global, los grupos de trabajo permanentes, ya existentes, desarrollaron sus trabajos en los 4 ámbitos siguientes:

- Actuaciones en materia de transparencia del emisor y procedimientos de diligencia debida respecto a los inversores: i) elaboración de principios sobre difusión de información pública periódica de sociedades cotizadas; ii) requerimientos de difusión de información en ofertas públicas de productos titulizados; iii) análisis de la viabilidad de un sistema de información periódica en función de los distintos productos financieros estructurados, y (iv) estándares de buenas prácticas en los procedimientos de diligencia debida de los gestores de inversiones cuando invierten en productos financieros estructurados.
 - Actuaciones en materia de gestión de riesgo y supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión en valores: análisis y revisión de la gestión del riesgo de liquidez y de los sistemas de control interno y estudio de la viabilidad de la aplicación a estas firmas del modelo bancario de inversiones.
 - Actuaciones en materia de valoración y cuestiones contables: remisión de comentarios al IASB para la mejora de los estándares sobre valor razonable y contabilización de partidas fuera de balance (NIIF 39), y
 - Actuaciones en materia de mercados de commodities: recomendaciones de mejora de la transparencia, especialmente mediante el acceso a la información de operaciones OTC, y fortalecimiento de la supervisión.
- **En 2010** la intensidad de los trabajos relacionados con la reforma financiera global, impulsada por el G-20 y coordinada por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), tuvo una importancia especial en la actividad de IOSCO, como se ha mencionado.

Junto a esas tareas y a las actividades ordinarias de IOSCO, destaca en 2010, la **aprobación parcial del plan estratégico de la organización para el periodo 2010-2015**, que contempló (i)

la modificación de la estrategia y los objetivos de la organización que incluía, de forma prioritaria, el análisis y la reducción del riesgo sistémico; (ii) la adhesión al MMoU de IOSCO de los miembros de IOSCO que todavía no lo hubieran suscrito; y (iii) la actualización de los Principios de IOSCO y de la Metodología de evaluación de los Principios que, ésta última, se culminó en 2011.

La actualización de los Principios incorporó, en el ámbito de la regulación de valores, a los fondos de inversión alternativa (hedge funds) y a las agencias de calificación de riesgo de crédito, y reforzó la regulación frente a potenciales situaciones de crisis. Se perfilaron algunas propuestas para la segunda fase del plan estratégico para su posterior aprobación (en 2012) que preveían, una modificación de los criterios para determinar las contribuciones económicas de los miembros y lo que fue más relevante, los cambios en la estructura de los órganos de dirección de la Organización.

Respecto a las actividades directamente relacionadas con el desarrollo de la reforma financiera global, se determinó como tarea prioritaria el análisis y seguimiento del riesgo sistémico, en línea con las directrices del G-20 y del FSB.

Para impulsar esta tarea se constituyó un nuevo grupo permanente, denominado Comité de Riesgos Emergentes, reforzado, inicialmente, por una unidad de análisis establecida en la secretaría general.

En cuanto a los resultados de las actividades más relevantes llevadas a cabo por IOSCO y relacionadas con la reforma financiera global, destacaron los siguientes: i) el establecimiento de **Principios generales relativos a la supervisión de entidades que prestan servicios financieros de carácter transfronterizo**²¹ (*Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation*); (ii) el análisis de los aspectos relacionados con el traspaso de la negociación de derivados OTC a plataformas organizadas de negociación; y (iii) la **presentación al G-20 de recomendaciones en materia de futuros sobre mercaderías**²² (commodities) y, en particular, acerca de la necesidad de mejorar la transparencia respecto a las operaciones OTC y fortalecer la supervisión de estos mercados y la cooperación entre autoridades.

Asimismo, en el ámbito de las recomendaciones del G-20, referidas al fortalecimiento y la solidez de los mercados OTC, destaca la presentación el año anterior de una serie de consideraciones con el propósito de mejorar la transparencia de los productos derivados negociados en mercados OTC, mediante el establecimiento de registros de operaciones (trade repositories), como resultado del trabajo conjunto del grupo constituido en 2009 por IOSCO y CPSS. Estas dos instituciones llevaron a cabo una revisión y actualización de todas las recomendaciones sobre compensación y liquidación y sistemas de pago, con el objetivo de integrarlas en un único documento cuya finalización estuvo prevista para 2012.

Finalmente, IOSCO continuó sus trabajos en otras áreas relacionadas con proyectos del FSB, en particular, las relativas a agencias de calificación, hedge funds y jurisdicciones no cooperantes, donde fue decisivo, para que estas jurisdicciones abordaran cambios significativos en sus leyes, el reconocimiento del FSB de que el cumplimiento de los requisitos del Acuerdo Multilateral de IOSCO suponía la adopción del estándar internacional sobre cooperación, y la repercusión positiva que ello tenía en las evaluaciones del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial.

²¹ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD322.pdf

²² www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD324.pdf

2. Documentos, trabajos y acuerdos desde 2011 hasta 2020

En este segundo bloque de información sobre los trabajos e informes, así como de acuerdos adoptados por IOSCO durante esta década hasta 2020, destacaron el plan estratégico establecido para los años 2015-2020, la aprobación de la Metodología actualizada en 2011 y actualizada de nuevo en 2017, junto con los Principios y el establecimiento en 2018 de “redes de intercambio de información” en tres áreas de actuación: Fintech; Finanzas sostenibles y ofertas sobre criptoactivos (ICOs)

- **En 2011**, respecto a las actividades de IOSCO, uno de los logros más destacados, como se mencionó al comienzo, fue la aprobación de la metodología para la implantación y evaluación de los principios, que habían sido actualizados en 2010, referidos a diversos ámbitos de la regulación en valores, fondos de inversión alternativa y agencias de calificación.

También fue importante, como rasgo destacado en este año 2011, la creciente implicación de IOSCO en la identificación y seguimiento del riesgo sistémico, de acuerdo con las indicaciones del G-20 y el FSB. En particular, dentro de esta tarea, es de destacar que el grupo permanente de riesgos y análisis de IOSCO inició la elaboración de indicadores de riesgo sistémico y de evaluación de su impacto en los mercados de valores.

Conforme a lo previsto en el plan estratégico de la organización para el periodo 2010- 2015, IOSCO adoptó en 2011 una profunda reforma de sus órganos directivos, acordándose la fusión de los entonces comités Técnico y Ejecutivo en un nuevo comité directivo, que es el actual Consejo de IOSCO (IOSCO Board). El Consejo de IOSCO se constituyó formalmente en 2012, adoptando una composición transitoria durante el periodo 2012-2014, cuando se determinaron los criterios definitivos que se utilizarán en la elección de sus miembros. En consecuencia, el primer Consejo estuvo formado por los 18 miembros del Comité Técnico, que representan a los mercados de valores más desarrollados, más doce nuevos miembros, tres por cada comité regional, que serán elegidos en mayo de 2012.

Otro aspecto relevante para la organización en 2011 fue la firma de un Acuerdo de Sede, entre IOSCO y el Reino de España, con el que se dio cumplimiento a los compromisos asumidos por España, tras el establecimiento de la sede de la Secretaría General de la organización en Madrid

Respecto a las instituciones de inversión colectiva, IOSCO finalizó el trabajo en el que se establecen los **Principios para la suspensión de reembolsos en este ámbito**²³ y se finalizó una revisión de los **Principios sobre valoración de activos de las instituciones de inversión colectiva**²⁴, que actualizaba los elaborados en 1999 y que, después de someterlos a consulta pública en 2012, los definitivos se publicaron en 2013.

- **En 2012**, también en el contexto de transitoriedad del primer consejo de IOSCO, se incorporaron dos miembros del comité de mercados emergentes, provenientes del anterior Consejo Asesor de ese comité que, por otra parte, era y es, el más numeroso de la organización.

Respecto a las actividades relacionadas con la reforma financiera internacional, en 2012 tuvieron también un peso significativo en los trabajos de IOSCO las actividades llevadas a cabo sobre aquellas denominadas, inicialmente, como “*shadow banking activities*” («banca en la sombra»).

Respecto a estas actividades, destaca la publicación de **recomendaciones relativas a los fondos del mercado monetario**²⁵. Desde el inicio de la crisis financiera, fue una materia en la que

²³ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD367.pdf

²⁴ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD413.pdf

²⁵ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD392.pdf

se ha trabajado mucho al considerar que estos fondos, y sobre todo aquellos que ofrecen un valor liquidativo constante, podían tener un impacto negativo muy significativo sobre la estabilidad financiera en un escenario de reembolsos masivos.

Por este motivo, en este primer informe, dado que sobre esta materia se trabaja en ulteriores informes que concluyen en 2019, IOSCO defendía la conversión de los fondos con valor liquidativo constante en fondos con valor liquidativo variable. El resto de las recomendaciones se refieren a las exigencias de capacidad de los activos en los que pueden invertir estos fondos, a la información que debe facilitarse, a la política de gestión de liquidez, y al uso de calificaciones crediticias otorgadas por las agencias de calificación. Otro importante informe se refiere a la publicación de **recomendaciones sobre titulización**²⁶, que hacen referencia a dos elementos clave en el proceso de titulización: la retención sobre el riesgo (*risk retention*), que supone un cambio importante en la normativa sobre estos productos a escala global desde esta fecha, y la transparencia y difusión de información estandarizada sobre este tipo de activos.

En el ámbito de los intermediarios, destaca un informe con nueve Principios, aplicables en la **comercialización y distribución de productos financieros complejos**²⁷. Entre los principios aprobados cabe destacar, en particular, los que hacen referencia a (i) la obligación de los intermediarios de clasificar a sus clientes, distinguiendo entre inversores minoristas y no minoristas; (ii) el establecimiento de obligaciones en materia de información; (iii) la obligación de evaluar la idoneidad de las recomendaciones proporcionadas al cliente o de las decisiones adoptadas en su nombre en relación con los servicios de asesoramiento; (iv) las obligación de asegurar la protección de los clientes en los servicios de mediación que no impliquen asesoramiento; y (v) la necesidad de supervisar sobre una base regular y continua la conducta de los intermediarios en esta materia para asegurar el cumplimiento de la regulación.

También destaca el trabajo realizado sobre la protección de los activos de clientes en manos de los intermediarios. Como consecuencia de ello, en febrero de 2013, IOSCO publicó en régimen de consulta pública un informe que contiene diversas recomendaciones en esta materia. Finalmente, a comienzos de 2014, IOSCO publicó el informe definitivo sobre protección de los activos de clientes. Se pretende que los intermediarios mantengan registros adecuados sobre las operaciones y los activos de sus clientes, de manera que estos conozcan fielmente la naturaleza de sus activos, su cantidad, ubicación y estado de la propiedad y el régimen jurídico de los países en los que se depositen.

- **En 2013** se realiza un cambio en la estructura de gobierno del Consejo de IOSCO, aun con un carácter transitorio, incorporando a este órgano dos nuevos miembros observadores: el presidente de la Autoridad del Mercado de Valores de Europa (ESMA) y el presidente del comité de IOSCO de miembros afiliados que, en definitiva, representan a los miembros de la industria en IOSCO.

También en 2013, IOSCO adoptó la obligatoriedad, para los miembros de IOSCO, de adhesión al Acuerdo Multilateral sobre consulta, cooperación e intercambio de información. La adopción de esta decisión se produce tras el reconocimiento de este acuerdo como el estándar internacional de cooperación en el ámbito de los mercados de valores por parte del Consejo de Estabilidad Financiera, el Fondo Monetario Internacional, y el Banco Mundial. Como consecuencia de esta decisión, y para asegurar su efectivo cumplimiento, IOSCO adoptó también diversas medidas que limitan la capacidad de actuación y participación de los miembros de la organización que aún no se hubieran adherido al acuerdo.

²⁶ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD394.pdf

²⁷ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD400.pdf

Un aspecto destacable, en este año 2013, fue la creación por IOSCO de dos nuevos grupos de trabajo permanente. Uno de ellos se refiere al comité sobre el inversor minorista que tiene como objetivo promover la educación financiera como instrumento para reforzar la protección del inversor. Es muy significativo ya que la protección del inversor es uno de los principales objetivos de la organización, y este nuevo grupo facilita el intercambio de información sobre las experiencias de los miembros de IOSCO en este campo, y elabora guías e informes que ayudan a desarrollar nuevas iniciativas, y a evaluar las que ya se han puesto en marcha.

Por otra parte, se constituyeron también dos grupos de carácter temporal. Uno de ellos sobre regulación transfronteriza (Cross-border Regulation) con el objetivo identificar opciones de regulación común o similar y obstáculos que se ponen de manifiesto cuando se pretende la prestación transfronteriza de servicios de inversión que puedan utilizar los miembros de la organización. Este objetivo se complementa con el análisis de las iniciativas nacionales o regionales en este campo, que incluye la comparabilidad de los requisitos establecidos en las distintas jurisdicciones. El otro grupo temporal fue el encargado de elaborar el plan estratégico para el periodo 2015-2020, que se describe más adelante.

En cuanto a los informes elaborados y publicados por IOSCO en 2013 destacan dos sobre las Instituciones de inversión colectiva. El primero establece **principios para la gestión del riesgo de liquidez en las IIC**²⁸, que será actualizado unos años después (en 2018). El segundo establece los **principios generales aplicables a los fondos de inversión cotizados**,²⁹ conocidos como Exchange Traded Funds o ETFs.

- **En 2014** IOSCO elaboró el plan estratégico con las líneas generales para los siguientes 5 años. Se trataba de un plan ambicioso por las prioridades que se establecieron, entre las que figuraba también un programa para la formación y entrenamiento de sus miembros que se describe más adelante.

Respecto a las actividades directamente relacionadas con la reforma financiera internacional, IOSCO y el Comité de Basilea elaboraron un documento, que fue sometido a consulta pública, con el fin de revitalizar el mercado de titulizaciones en el que se establecieron recomendaciones para favorecer el desarrollo de estructuras de titulación basadas en activos subyacentes homogéneos, que incluían criterios de transparencia en la información proporcionada a los inversores, para facilitar la comparabilidad de las emisiones.

También, en 2014, el grupo de trabajo de IOSCO sobre regulación de los mercados de derivados OTC sometió a consulta pública un **informe que analizaba el impacto potencial de las obligaciones de post transparencia en la negociación de CDS**³⁰. Respecto a las infraestructuras de mercado, las actividades de IOSCO se centraron en la evaluación del grado de adhesión de las distintas jurisdicciones a los principios sobre infraestructuras de mercados financieros de 2012.

En el ámbito de los Mercados secundarios, IOSCO abordó dos trabajos relativos a la solidez y seguridad de los sistemas electrónicos de negociación o mercados electrónicos que estudiaba las medidas adoptadas por la industria, los reguladores y los supervisores para evitar interrupciones en la negociación y, relacionado con éste, los planes de continuidad y recuperación en caso de producirse interrupciones u otro tipo de fallos en las plataformas de negociación. **El documento final se publicó en 2015**³¹.

28 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD405.pdf

29 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD414.pdf

30 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD465.pdf

31 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD522.pdf

En lo relativo a las instituciones de inversión colectiva, se continuó trabajando en tres proyectos propuestos por el G20, en el contexto de la denominada “banca en la sombra”, relativos a la identificación de entidades financieras que, sin estar sujetas a la regulación bancaria o de seguros, desarrollaban actividades que podían comportar riesgos sistémicos; la publicación anual de información referida a los fondos de inversión alternativa, y sobre la necesaria reducción de la dependencia de las IIC de las calificaciones de las agencias.

- **El año 2015** fue muy importante en cuanto a determinadas actividades y acuerdos adoptados por IOSCO como organización. En primer lugar, respecto a la colaboración de IOSCO con el G20 y el FSB esta fue muy notable, y ya desde esta fecha la colaboración ha sido muy estrecha y exigente como consecuencia de la propia evolución de los mercados, productos financieros y las medidas que se han ido adoptando, así como a las nuevas iniciativas.

En segundo lugar, la aprobación del **plan estratégico para el periodo 2015-2020**³² también supuso un momento muy destacado para el crecimiento y desarrollo de la organización, dado que, además del propio plan, se establecieron las contribuciones económicas de los miembros para la consecución e implantación de este plan.

El plan estratégico planteó seis áreas prioritarias: i) Análisis e identificación de los riesgos que surgen de la actividad en los mercados de valores, por las nuevas tecnologías y por el desarrollo de nuevos productos financieros (sin limitarlos exclusivamente a los riesgos sistémicos). El objetivo era que los posibles riesgos emergentes fueran identificados por los distintos comités de trabajo y que, una vez analizados por el área de riesgos de la secretaría general, se planificaba la actuación de la organización; ii) Establecimiento de normas o estándares y desarrollo de directrices para la mejora del marco normativo de los mercados de valores reconocidos internacionalmente; iii) Incremento de los programas de evaluación y seguimiento de la implantación de las normas y estándares de IOSCO en la legislación de sus miembros. Mediante programas de evaluación en dos formatos: por países (revisión completa sobre la implantación de los principios y estándares) y por materias, manteniendo el equilibrio entre las revisiones de los mercados de los países en desarrollo y las dirigidas a los mercados desarrollados; iv) Incremento de los planes de formación dirigidos fundamentalmente a los miembros de economías en desarrollo y emergentes; v) Cooperación e intercambio de información mediante el fortalecimiento de la cooperación en la supervisión e inspección de los mercados y de sus intermediarios. También se estableció un programa de asistencia técnica para aquellos miembros que aún no habían realizado los cambios legislativos que requiere el MMoU de IOSCO, de modo que permita su incorporación al mismo; y vi) La colaboración y compromiso con otras organizaciones internacionales que asegurasen una representación efectiva de la posición de IOSCO. Por ejemplo, la participación de IOSCO en el Comité de Dirección del FSB y en sus grupos de trabajo, similar a la que existe en los plenarios, fortaleciendo la colaboración entre ambas organizaciones.

El plan estratégico también reforzó el papel que deben desempeñar los comités regionales de IOSCO como canalizadores de información sobre riesgos emergentes en las distintas regiones en las que se divide la organización para su análisis posterior, pero sobre todo como vehículos de difusión de la nueva regulación o de las citadas recomendaciones o estándares.

Un aspecto relevante previsto en el plan estratégico fue la elaboración del plan sobre recursos humanos y económicos para planes de formación y entrenamiento (capacity building resources) dirigido, principalmente, a los miembros que representan economías emergentes o en desarrollo. Los planes de capacitación contemplan y de facto se imparten, a través de la web de IOSCO, mediante diversos módulos formativos. También se puso en marcha un programa de formación

³² www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD496.pdf

intensivo de tres semanas de duración, dos de las cuales se imparten en la sede de IOSCO en Madrid y la tercera semana, en la Universidad de Harvard, con la que se llegó a acuerdo al respecto.

Otro aspecto muy relevante, debatido en 2015, fue sobre propuestas para el establecimiento de centros de formación físicos en las regiones de IOSCO. Pese a las distintas propuestas, hasta la fecha, solo se ha constituido un centro de formación para la región de Asia-Pacífico, en Malasia, dependiente de la Secretaría General.

Sobre las actividades de los distintos grupos de trabajo, destacaron las realizadas por el grupo de intermediarios sobre **continuidad del negocio**³³ y se analizaron las obligaciones y principios que atañen a los intermediarios. También sobre las **plataformas de financiación participativa** (crowdfunding). Se actualizó el informe sobre crowdfunding elaborado por la Secretaría General de IOSCO, con la publicación de las respuestas a un cuestionario y una declaración por parte de IOSCO en la que se destacaba el rápido crecimiento en la captación de fondos por esta vía, y se recomendaban medidas de protección al inversor en todos los países, además de revisar el alcance de la regulación³⁴.

En el ámbito de los trabajos sobre Cooperación e Intercambio de Información, destaca un informe denominado **Disuasión Creíble en la Supervisión, Inspección y Sanción en la normativa del Mercado de Valores**³⁵ (*Credible Deterrence in the Enforcement of Securities Regulation*, en terminología inglesa). Se trata de un informe muy interesante, que tuvo una gran difusión durante la Conferencia Anual de IOSCO, de aquel año 2015 y sobre el que se ha publicado una versión actualizada en 2024. Ha sido un documento muy útil en los seminarios de formación y también en reuniones de los Comités Regionales y del Comité de Mercados Emergentes, sobre las materias que aborda el informe, debido a que se trata de un informe eminentemente práctico en el que se establecen los elementos o factores clave para que un régimen sancionador sea disuasorio. Por ese motivo, el informe no es una herramienta de evaluación del régimen sancionador de una jurisdicción, sino un documento de reflexión. Además, recoge ejemplos de medidas adoptadas por los distintos reguladores y supervisores de valores en cada uno o en algunos de los factores que describe, que pueden ser de ayuda e interés para otros miembros desde un punto de vista estratégico para tener en cuenta cuando se pretendan desarrollar normas relacionadas con el régimen sancionador a incorporar en la normativa.

A efectos informativos, el informe presenta una breve introducción sobre el propósito del documento que permite tomar conciencia de las prácticas de supervisión, inspección y sanción dirigidas a disuadir conductas contrarias en los mercados de valores. Aborda el concepto y definición de lo que debe considerarse como “disuasión creíble” y los factores o elementos en los que debe sustentarse un régimen sancionador para que éste sea realmente disuasorio. Se presentan los 7 “elementos o factores clave” con una breve explicación de lo que se pretende con estas medidas para incrementar la transparencia de los procedimientos y presentaba, de forma novedosa, ejemplos sobre medidas innovadoras adoptadas por otros reguladores y/o supervisores de los mercados de valores.

Estos factores son los siguientes:

- a. Fortalecimiento de la legislación y regulación que permita seguridad jurídica con su implementación, de tal manera, que los incumplimientos de la legislación tengan consecuencias evidentes y predecibles sobre conductas ilícitas.

³³ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD523.pdf

³⁴ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD521.pdf

³⁵ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD490.pdf

- b. Detección de conductas ilícitas mediante el establecimiento de mecanismos y prácticas innovadoras que permitan obtener información fiable de forma rápida sobre estas conductas ilícitas, por ejemplo mediante acuerdos entre reguladores y supervisores de los mercados de valores, con unidades de inteligencia y otras autoridades, a nivel nacional, que facilite su obtención en un corto plazo de tiempo, lo que hará que los potenciales infractores tengan la percepción de que pueden ser detectados fácilmente.
- c. Cooperación y colaboración, tanto nacional como internacionalmente, mediante el establecimiento de acuerdos con autoridades penales, fiscalía, policía y otras autoridades y agencias, así como la difusión de estos acuerdos, de manera que los potenciales infractores sean conscientes de los posibles intercambios de información pública y no pública, entre reguladores y agencias, para erradicar estas conductas.
- d. Investigación y persecución de conductas ilícitas mediante una supervisión, inspección y sanción ágil y resolutive, de forma que las conductas ilícitas sean sancionadas en un periodo de tiempo lo más corto posible y publicadas también en un breve espacio de tiempo.
- e. El régimen sancionador debe ser efectivo, proporcional y disuasorio, de manera que las sanciones sean acordes con la conducta ilícita y evite la obtención de beneficios a los infractores.
- f. Mensajes transparentes y prudentes al público respecto a las actuaciones de supervisión e inspección llevadas a cabo. La publicidad de las sanciones impuestas a personas físicas o jurídicas permiten la comprensión del público y disuaden a los potenciales infractores, al ser conscientes de la publicidad que se va a realizar sobre las sanciones impuestas a personas o entidades.
- g. Gestión de la regulación y régimen sancionador aplicable, mediante la evaluación y revisión periódica de las sanciones, prioridades y estrategias de supervisión y sanción, así como las herramientas que permitan identificar soluciones innovadoras y prácticas como consecuencia de cambios legislativos y periodos transitorios de implantación de la legislación.

Finalmente, la nueva versión del informe sobre **Disuasión Creíble en la Supervisión, Inspección y Sanción en la normativa del Mercado de Valores**³⁶, publicado en 2024, presenta nuevos ejemplos de las medidas adoptadas por las diferentes jurisdicciones y complementa el informe anterior con información y ejemplos de mucho interés para las autoridades y los supervisores de los mercados de valores que lo hace un informe muy útil.

- **En 2016** se mantiene una relación muy estrecha con el FSB y su presidente, en la reunión del Consejo de IOSCO a la que asistió, reconoció la importancia del papel de IOSCO en áreas de trabajo prioritarias como la gestión de activos, las entidades de contrapartida central (ECC) y la conducta de mercado. Entre las prioridades identificadas con respecto a la resistencia de las ECC, se incluyeron la revisión de las estrategias y prácticas existentes en materia de pruebas de estrés, y el desarrollo de un marco para que dichas pruebas fueran coherentes, comparables y adecuadas a sus recursos financieros.

Sobre la gestión de activos, IOSCO, a través de su grupo de trabajo sobre instituciones de inversión colectiva, participó en la identificación de cuatro importantes vulnerabilidades estructurales asociadas con esta actividad: i) desfases de liquidez entre las IIC, los términos y condiciones de los reembolsos en las participaciones y las acciones de IIC de carácter abierto; ii) apalancamiento en las IIC; iii) riesgos operacionales y desafíos en el traspaso de mandatos de gestión en

³⁶ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD758.pdf

situaciones de estrés; y iv) actividades de préstamo de valores por parte de los gestores y las IIC. Sobre el área de la conducta de mercado, ya se había acordado con antelación un plan de trabajo que abordó medidas para reducir el riesgo de conductas no apropiadas de los participantes en los mercados mayoristas de renta fija, divisas y derivados sobre materias primas.

Respecto a los grupos de trabajo de IOSCO, destacan los realizados en el ámbito de los trabajos del grupo relativo a la contabilidad, auditoría y difusión de información, con la publicación de una **Declaración sobre la implantación de nuevos estándares contables**³⁷ (*Statement on implementation of new accounting standards*) en la que se puso de manifiesto su posición sobre tres nuevas normas internacionales de información financiera (NIIF), aprobadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB), relativas a los ingresos de actividades ordinarias procedentes de contratos con clientes, instrumentos financieros y arrendamientos, respectivamente, y principalmente por la relación de estas normas con los principios de IOSCO que, sobre este particular, propugnaba una difusión completa, precisa y oportuna de los resultados financieros de las entidades, y de cualquier otra información que sea importante para las decisiones de los inversores. También en este ámbito se aprobó un **informe sobre un cuestionario referido a las comisiones de auditoría y la supervisión de los auditores**³⁸, que recogía las normas y prácticas vigentes en relación con la labor de supervisión desplegada por esas comisiones sobre los auditores, y sobre los procesos de auditoría de las sociedades cotizadas en 47 jurisdicciones diferentes.

Sobre los intermediarios se publicaron dos importantes informes. El primero actualizó uno anterior de 2014 sobre **asesoramiento automatizado**³⁹, una actividad de la que ya se vislumbraba un importante crecimiento y, también, por los riesgos que se cernían ya entonces. El segundo informe versaba sobre el resultado de una encuesta sobre **productos apalancados OTC, (over the counter) dirigidos a inversores minoristas**⁴⁰ y, en concreto, contratos de cambio de divisas al contado, contratos por diferencias (CFD) y opciones binarias. Productos, en definitiva, muy complejos que en ciertas jurisdicciones se prohibió su comercialización. Con posterioridad, otras muchas jurisdicciones establecieron también prohibiciones y limitaciones sobre su comercialización.

Respecto a la inversión colectiva también destacó la publicación del informe de buenas prácticas en materia de **gastos y comisiones de las IIC**⁴¹, que identificaba un total de 22 buenas prácticas y propugnaba por la difusión de información, para que los inversores pudieran adoptar decisiones fundadas antes que intervenir directamente sobre el nivel de las tarifas que eran de aplicación.

Otros dos aspectos muy significativos ocurridos en 2016 fueron, en primer lugar, la aprobación del nuevo Acuerdo Multilateral Mejorado, sobre Consulta Cooperación e Intercambio de Información ya comentado al comienzo de este artículo, y el segundo, descrito en una doble vertiente como riesgos emergentes, tal y como relataba el **primer informe sobre Fintech**⁴² -*Research Report on Financial Technologies (Fintech)*- publicado en 2017, que examinaba los beneficios y riesgos de las tecnologías de la información y la comunicación aplicadas a las finanzas en cuatro ámbitos diferentes: plataformas de financiación alternativa, plataformas de inversión y trading dirigido a inversores minoristas, plataformas de inversión institucional y tecnología DLT que soportaba las transacciones del bitcoin (ahora más conocida), que ya vislumbraron un potencial de-

37 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD548.pdf

38 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD531.pdf

39 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD552.pdf

40 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD550.pdf

41 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD543.pdf

42 El término «Fintech» o Tecnologías Financieras, se utiliza para describir una variedad de modelos de negocio innovadores y tecnologías emergentes que tienen el potencial de transformar el sector de los servicios financieros.

sarrollo sobre desintermediación y, finalmente, la publicación del informe sobre **ciberseguridad en los mercados de valores**⁴³, donde se reconocía que los ciber riesgos suponían una amenaza significativa para la integridad, eficiencia y estabilidad de los mercados a nivel global. IOSCO designó a un coordinador especial que lideró los trabajos desarrollados por varios comités en el ámbito de la ciberseguridad, en los que se daba una visión descriptiva general de los diferentes enfoques regulatorios seguidos por los miembros de IOSCO a este respecto.

- **En 2017** IOSCO tomó el acuerdo de establecer una relación de prioridades para el desarrollo de sus nuevos proyectos de trabajo y publicarla, tanto a nivel interno como al público e industria en general, con el fin de buscar una mayor eficiencia en los trabajos. Este acuerdo preveía la publicación de las prioridades desde esta fecha y con carácter anual. En este año, se establecieron las siguientes áreas de actuación: i) el fortalecimiento de la resiliencia estructural de los mercados de capitales; ii) la insuficiencia de datos y los problemas en su intercambio; iii) la aplicación de nuevos conocimientos para la protección y la educación financiera de los inversores; iv) el análisis del papel de los mercados de valores en las ampliaciones de capital y la sostenibilidad; y v) el papel de la regulación en la tecnología financiera y la automatización.

También se acordaron, como trabajos prioritarios adicionales, el uso de mecanismos para hacer frente a la volatilidad en los mercados secundarios, el análisis de potenciales vulnerabilidades relacionadas con los fondos de inversión cotizados (ETF) y acometer las problemáticas surgidas en la comercialización a inversores minoristas de productos financieros complejos.

Además, se abordaron iniciativas relacionadas con **proyectos en el ámbito de las “tecnologías financieras” -Fintech-** e IOSCO publicó **un primer informe sobre esta materia**⁴⁴.

En el ámbito de la cooperación y el intercambio de información entre reguladores y supervisores de valores, el nuevo Reglamento General de Protección de Datos de la Unión Europea -cuya entrada en vigor tuvo lugar en 2018- obligó a la creación de un grupo de trabajo conjunto con ESMA para el desarrollo de un acuerdo administrativo que permitiera el intercambio de información, mediante los acuerdos multilaterales de IOSCO, con las garantías previstas en el reglamento para los países de la UE.

Sobre las instituciones de inversión colectiva, destacó el informe sobre **buenas prácticas en relación con su liquidación y disolución**⁴⁵. El informe, relativo a las liquidaciones voluntarias, identificaba un total de catorce buenas prácticas agrupadas en cinco apartados (información sobre la posibilidad de liquidación, decisión de proceder a la liquidación, decisión de fusionarse con otros fondos, proceso de liquidación y tipos específicos de fondos de inversión). El objetivo era el de promover prácticas que tuvieran en cuenta los intereses y la protección de los inversores durante estos procesos de liquidación.

- **En 2018** destaca un aspecto muy relevante relativo al acuerdo adoptado respecto a la representación de los mercados más desarrollados en el Consejo de la organización. Se estableció un marco para la determinación de estas jurisdicciones que supervisan los mercados financieros más desarrollados que serán parte del Consejo de IOSCO, por periodos de cuatro años, mediante la aplicación de unos criterios transparentes basados en datos reales del tamaño y negociación del mercado.

⁴³ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD528.pdf

⁴⁴ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf

⁴⁵ <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD588.pdf>

Un aspecto original, en el ámbito de las actividades desarrolladas por IOSCO en este año 2018, fue el establecimiento de redes de intercambio de información (*information sharing networks*) en tres áreas de actuación: i) la red Fintech, ii) la red sobre financiación sostenible, y iii) un marco de consulta y soporte relativo a las ofertas públicas de criptoactivos (conocidas por su terminología inglesa como Initial Coin Offerings o ICOs). Estas redes de intercambio de información, constituidas por el Consejo y conducidas por un grupo directivo (Steering Committee), permitían la incorporación de cualquier miembro de la organización interesado en la materia.

El enfoque de estas redes de intercambio ha sido, principalmente, el de compartir conocimientos específicos y experiencias regulatorias o proyectos normativos en desarrollo entre los miembros. Estas redes se constituyeron además con un carácter educativo y de formación, basado en las experiencias de algunos miembros respecto a otros sobre aspectos normativos ya elaborados o en fase de implantación. Por último, también tenían el objetivo de presentar asuntos de importancia para su debate en el Consejo.

La red Fintech se estableció en mayo de 2018 y, después de una serie de trabajos preliminares realizados el año anterior, decidió el trabajo a desarrollar sobre cuatro áreas prioritarias: i) tecnología de libro mayor distribuido (DLT), con el objetivo de explorar aplicaciones prácticas en el contexto de los mercados de valores; ii) inteligencia artificial y ética sobre el aprendizaje automático (*artificial intelligence and machine learning*); iii) regtech/suptech, sobre los desafíos regulatorios y de supervisión, en los servicios financieros como consecuencia del desarrollo de las nuevas tecnologías; y iv) fomento de la innovación, basado en las experiencias prácticas llevadas a cabo por los distintos miembros.

La red sobre financiación sostenible se constituyó a finales de 2018 con el objetivo de proporcionar a los miembros un foro para el intercambio de experiencias, obtener una mejor comprensión de los temas relacionados con la sostenibilidad, y mantener discusiones estructuradas que pudieran dar respuesta al creciente papel de los factores ambientales, sociales y de gobernabilidad en los mercados financieros.

Sobre el marco de consulta y soporte relativo a las ICOs, la red se estableció a finales de 2017 para facilitar también, el intercambio de experiencias entre los miembros para analizar incidencias y evaluar las respuestas normativas o los criterios que estaban desarrollando con el fin de dar respuesta a las iniciativas sobre activos digitales.

Adicionalmente a estas nuevas vías de intercambio de conocimientos entre los miembros, destacó la publicación de tres informes. El primero, **sobre información obligatoria y transparencia pública en los mercados secundarios de bonos corporativos**⁴⁶, que analizaba la relación entre transparencia y liquidez. El informe ofrecía a los reguladores la oportunidad de estudiar los requisitos de información existentes para estos mercados, así como la información que es comparable y utilizable en ofertas transfronterizas para evaluar la liquidez. El segundo, relativo a los intermediarios, sobre **productos de apalancamiento extrabursátiles comercializados a minoristas**⁴⁷ como, por ejemplo, los contratos de cambio de divisas al contado, CFDs y opciones binarias. El informe, coordinado por varios comités, ofrecía tres conjuntos de herramientas: i) estrategias que se pueden adoptar para abordar los riesgos específicos de la oferta y venta de estos productos por parte de intermediarios; ii) maneras para diseñar programas de educación a los inversores minoristas sobre la naturaleza y los riesgos de estos productos; y iii) retos a los que se enfrentan los reguladores cuando intentan que los intermediarios cumplan los requisitos para ofrecer estos productos, y describe algunas prácticas que han resultado efectivas en ciertas jurisdicciones para mitigar los riesgos de empresas que ofrecen estos productos de manera ile-

⁴⁶ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD597.pdf

⁴⁷ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD613.pdf

gal. Respecto a las **opciones binarias**⁴⁸, también se publicó una **Declaración** en la que IOSCO mostraba su preocupación por este producto financiero que, en algunas otras jurisdicciones, se prohibió su comercialización a inversores minoristas.

Finalmente, en el ámbito de la titulización, IOSCO y el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria publicaron los **Criterios para la identificación de titulizaciones a corto plazo, simples, transparentes y comparables**⁴⁹, basados en los criterios ya emitidos por IOSCO en julio de 2015 y que desarrollaron 17 criterios específicamente adaptados a las titulizaciones a corto plazo con especial atención a las que utilizan los pagarés de empresa titulizados, ya que son un elemento fundamental de los mercados de titulización en ciertas jurisdicciones, y en algunos países constituyen una fuente de financiación muy importante para el desarrollo económico.

- **En 2019** se publicó el plan de trabajo en el que se identificaron cinco principales prioridades: i) Criptoactivos; ii) Inteligencia artificial y aprendizaje automatizado; iii) Inversión pasiva y proveedores de índices; iv) Distribución minorista y digitalización; y v) Fragmentación del mercado.

En las agendas de trabajo del Consejo y de los grupos, era cada vez más habitual el abordar aspectos y temas con un importante componente tecnológico dados los continuos avances en este ámbito.

Otro ámbito de actuación muy destacado, fueron las finanzas sostenibles debido a su priorización el año anterior y, también, los análisis sobre la liquidez y el apalancamiento en la industria de los fondos de inversión.

En el ámbito de los criptoactivos, IOSCO elaboró un informe **sobre elementos, riesgos y consideraciones normativas relacionadas con las plataformas de negociación de criptoactivos (CTP)**⁵⁰, que se sometió a consulta pública en 2019, y que se publicó el informe final a comienzos de 2020. El informe dirigido a las autoridades supervisoras, designadas como autoridades competentes cuando un criptoactivo o una actividad que esté relacionada se encuadren bajo su jurisdicción, describe los elementos clave y riesgos identificados hasta la fecha asociados a la negociación de criptoactivos, proporcionando una serie de herramientas que pueden servir de ayuda a las autoridades reguladoras cuando evalúen las plataformas de negociación de criptoactivos, en el contexto de sus marcos normativos. Los apartados sobre los que se incide en el informe son: el acceso a las CTP, la custodia de los activos de los participantes, los conflictos de interés, las operaciones de las CTP, la integridad del mercado, el proceso de formación de precios, la compensación y liquidación de estos activos, y la tecnología. IOSCO también hizo, a finales de 2019, una **Declaración sobre el estudio acerca de las nuevas propuestas sobre stablecoins globales**⁵¹

Respecto a la fragmentación de los mercados, IOSCO elaboró un informe denominado **Fragmentación de Mercado y Regulación Transfronteriza**⁵² en el que se analizaba la situación y se proponían diversas medidas para prevenir y mitigar sus posibles efectos adversos. Entre estas medidas, la promoción del entendimiento entre los diferentes marcos normativos a nivel global, profundizar en la cooperación en el ámbito de la supervisión y la regulación y, por último, la mejora en los procesos de reconocimiento de equivalencia, aplicados a autoridades de terceros países y, también, las herramientas asociadas con estos procesos, tales como pasaportes, reconocimiento, equivalencia, etc.

48 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD614.pdf

49 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD602.pdf

50 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD649.pdf

51 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD643.pdf

52 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD629.pdf

Otra prioridad relacionada con la industria de gestión de activos, en lo que respecta al apalancamiento y al riesgo de liquidez en los fondos de inversión, fue un informe de **Recomendaciones para un marco de evaluación del apalancamiento en los fondos de inversión**⁵³, sobre la estandarización en su medición.

Además de las áreas prioritarias de trabajo de IOSCO, destacan otras actuaciones en las áreas de auditoría y finanzas sostenibles. Sobre el área de auditoría, se pretendía mejorar la supervisión y gobernanza de los creadores de estándares -*Standard Setting Bodies (SSB)*, en su acrónimo inglés- en el ámbito de la emisión de normas internacionales de auditoría y ética. El primer objetivo fue el de establecer una estructura de gobierno de los SSB más independiente, financieramente sostenible y efectiva, así como ampliar la experiencia profesional y diversidad de los miembros de los SSB, reducir la influencia de la profesión auditora en la elaboración de las normas de auditoría y ética, y fortalecer el proceso de emisión de estas normas, dando especial relevancia a la necesidad de preservar el interés público en dicho proceso.

Las finanzas sostenibles se consolidaron como una tendencia clave en la industria de los servicios financieros, al existir ya entonces una demanda cada vez mayor de instrumentos financieros que tuvieran en consideración los aspectos medioambientales, sociales y de gobernanza (factores ESG, en terminología inglesa). Un punto de discusión fue la disponibilidad de información y su divulgación a los inversores, aspecto ya puesto de manifiesto en la red de finanzas sostenibles, creada anteriormente para el intercambio de información y experiencias entre los miembros.

Adicionalmente, IOSCO publicó: i) La «**Declaración sobre la difusión de información sobre los factores ambientales, sociales y de gobernabilidad por parte de los emisores**»⁵⁴ donde se enfatiza que los asuntos ESG, aunque a veces se caracterizan como materias no financieras, pueden tener un impacto significativo a corto y largo plazo en las operaciones comerciales de los emisores, así como en los riesgos y retornos para los inversores y sus decisiones de inversión y de voto; ii) **Un informe del Comité de Mercados Emergentes y en Desarrollo sobre la financiación sostenible**⁵⁵ en dichos mercados y el papel de los supervisores y de los reguladores de los mercados de valores. En este informe se afirmaba que los temas relacionados con las finanzas sostenibles son particularmente relevantes para estos mercados emergentes en su esfuerzo por desarrollar los mercados de capitales en sus jurisdicciones.

A finales de 2019, el Comité sobre Riesgos Emergentes de IOSCO presentó una serie de propuestas entre las que se escogió incorporar propuestas de trabajo sobre la financiación apalancada (*leveraged finance*) y sobre obligaciones garantizadas con préstamos en un contexto de desaceleración económica y habida cuenta del aumento de relevancia de la financiación no bancaria.

- **En 2020** la actividad internacional tuvo una importancia crucial como consecuencia de la pandemia del COVID-19, que incrementó exponencialmente el número de reuniones mediante video conferencias con el fin de intercambiar opiniones y abordar estrategias para atajar los problemas que se cernían sobre la economía real y, como no, sobre los mercados financieros.

A comienzos de 2020, IOSCO publicó, como ya era habitual, su plan de trabajo en el que se identificaron las siguientes cinco prioridades: i) Resiliencia estructural de los mercados de capitales; ii) Lagunas en los datos y en el intercambio de información; iii) Nuevos conocimientos sobre protección de los inversores; iv) El papel de los mercados de valores en la formación de capital; y v) La innovación financiera. Además, se acordó continuar con los trabajos relativos a

⁵³ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD645.pdf

⁵⁴ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD619.pdf

⁵⁵ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD630.pdf

las prioridades del año anterior, en los que aún se estaba trabajando, sobre: i) Criptoactivos; ii) Inteligencia artificial y aprendizaje automatizado, iii) Inversión pasiva y proveedores de índices, iv) Distribución minorista y digitalización; y v) Fragmentación del mercado.

Adicionalmente, se identificó otra área de actuación prioritaria relativa al aumento de los niveles de deuda de las empresas y los posibles riesgos resultantes en los mercados de capitales.

La pandemia obligó a reasignar los recursos y priorizar unos trabajos más urgentes frente a otros y, también se acordó la creación de un repositorio de datos en el que se incorporaron las medidas o normas establecidas y publicadas por los miembros relativas a la liquidez, volatilidad, continuidad de negocio, inversión colectiva, extensión de los plazos y formas de presentación de información obligatoria y otras actuaciones, que pudieran servir de orientación a otros miembros a la hora de adoptar medidas similares en sus respectivas jurisdicciones.

A finales de 2019, IOSCO constituyó un grupo de trabajo, formado por presidentes del Consejo, sobre estabilidad financiera (*Financial Stability Engagement Group, FSEG*), con el fin de establecer un seguimiento y un mayor compromiso e interacción con las actividades del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), con el propósito de presentar la perspectiva de los supervisores de los mercados de valores. El objetivo inicial del FSEG con respecto a las turbulencias del mercado, ocasionadas por la pandemia del COVID-19, fue la de contribuir a la evaluación de las vulnerabilidades que estaba elaborando un grupo de trabajo del FSB, resaltando el punto de vista de los supervisores de los mercados de valores sobre el impacto de la crisis en varias áreas relevantes del sistema financiero. En ese contexto, el FSEG elaboró tres trabajos sobre: i) el impacto del COVID-19 en el ámbito de la gestión de activos en relación con los reembolsos de fondos y, en particular, en los fondos de mercado monetario; ii) el impacto de la volatilidad en los ajustes de los márgenes y la resistencia de las entidades de contrapartida central; iii) los riesgos derivados de la prociclicidad de las calificaciones crediticias, en particular con respecto al reequilibrio de las carteras como consecuencia de la reducción de la calificación de determinados emisores.-

Además, el FSEG también estableció un grupo de trabajo especializado de expertos de las jurisdicciones con un mayor volumen de fondos de mercado monetario (FMM) que examinó: i) la forma en que los FMM han resistido las recientes tensiones del mercado de pagarés a corto plazo; ii) la naturaleza y el impacto de las condiciones económicas que originaron las presiones; iii) la pertinencia de las políticas relativas a herramientas para la gestión, como las comisiones y retrasos en los desembolsos, o la reevaluación de los precios fuera de una banda de volatilidad limitada, cuando ha sido el caso, y iv) la naturaleza y el impacto de las intervenciones de los bancos centrales en los mercados monetarios. Los resultados de este trabajo se publicaron en **una nota temática**⁵⁶.

En el ámbito de los **criptoactivos**, **IOSCO elaboró un informe**⁵⁷, el primero que publicó sobre criptoactivos estables (*stablecoins*), que contribuyó al debate público que se estaba produciendo en la comunidad financiera internacional sobre las propuestas globales relativas a estos criptoactivos. Con esta iniciativa, se fomentaba un programa global de respuesta intersectorial coordinada, respecto a los retos normativos de carácter global que planteaban las propuestas sobre los criptoactivos estables, ya que podían, en función de su estructura, presentar características que son típicas de valores u otros instrumentos o servicios financieros regulados. Se identificaron también, las posibles consecuencias que las propuestas de emisión, a escala global, de criptoactivos estables podrían tener para los reguladores y supervisores de los mercados de valores.

⁵⁶ Money Market Funds during the March-April Episode www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD666.pdf

⁵⁷ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD650.pdf

También en el área de los criptoactivos, se elaboró un **informe en el ámbito de la educación al inversor**⁵⁸, dirigido a los pequeños inversores, en el que se ponen de manifiesto los riesgos que conllevan los criptoactivos, y las pérdidas que puede provocar invertir en productos que no comprendan bien y, por ello, la importancia de la educación financiera.

Sobre el uso de la inteligencia artificial (IA) y el aprendizaje automatizado (ML), como continuación a un estudio efectuado en 2019, IOSCO sometió el informe a consulta pública, con cierta demora como consecuencia de la priorización de los trabajos antes mencionado, y por un periodo de consulta superior al habitual, con el objetivo de recibir un mayor número de respuestas. **Este informe se finalizó en 2021**⁵⁹. El análisis de 2019 sobre IA y ML abarcaba aspectos tales como gobernanza, controles y supervisión, transparencia y difusión de información, toma de decisiones y riesgo de responsabilidad civil, y otras preocupaciones de carácter ético.

Otro trabajo significativo fue el **informe en el que se presentaron las primeras conclusiones y observaciones sobre el impacto del COVID-19 en la conducta en el mercado minorista**⁶⁰. El objetivo inmediato de este informe fue el de ayudar a los miembros a abordar los desafíos que suponían determinadas conductas en el mercado minorista. El informe se centraba, específicamente, en casos ocurridos durante la pandemia, aunque también relataba casos de crisis anteriores, con el fin de iniciar un debate sobre los problemas de conducta en tiempos de tensión y los enfoques que las autoridades pueden adoptar para abordar estos problemas.

Respecto a la **fragmentación de los mercados**,⁶¹ IOSCO elaboró un nuevo informe en el que se profundizó en el análisis del concepto de deferencia (relacionado con el término de equivalencia utilizado habitualmente en el marco legal de la Unión Europea). En este informe se elaboraron once buenas prácticas para tener en cuenta en los posibles procesos de equivalencia. Las buenas prácticas identificadas se aplican a todas las fases de las evaluaciones de la deferencia y estaban dirigidas, principalmente, a las autoridades que evalúan a otras jurisdicciones, ya que por lo general ejercen un mayor control sobre los procesos de deferencia. Las jurisdicciones evaluadas, por su parte, también desempeñan un papel fundamental para garantizar que el proceso para lograr la deferencia se desarrolle sin dificultades y, por ello, podrían considerar qué medidas se deberían adoptar para facilitar la labor por parte de las autoridades de la jurisdicción evaluadora. Las buenas prácticas se dividen en tres fases: i) en las etapas iniciales de la evaluación; ii) durante la evaluación; y iii) en la post evaluación, en la que se realiza el seguimiento, ajuste y, en su caso, revocación.

En lo que respecta al **ámbito de la contabilidad, auditoría y difusión de información**, IOSCO publicó dos declaraciones motivadas por la pandemia. La primera, de 3 abril de 2020, **sobre la aplicación de las normas contables**⁶² en la que se manifiesta, a la luz de la incertidumbre generada, el compromiso con el desarrollo, la aplicación coherente y el cumplimiento de las normas contables, y se señala que debe dar lugar a que los emisores proporcionen información clara, fiable, transparente y útil que permita a los inversores tomar decisiones de inversión basadas en información veraz. La segunda, de 29 de mayo, **sobre la importancia de la difusión de información sobre el impacto del COVID-19**⁶³ y en la que se insta a los emisores y firmas de auditoría, ante el entorno de incertidumbre, a la aplicación de las normas sobre transparencia para el buen funcionamiento de los mercados de capitales y a la difusión de información financiera e informes de auditoría de calidad. Pone también de manifiesto la importancia de informar a

58 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD668.pdf

59 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD684.pdf

60 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD669.pdf

61 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD659.pdf

62 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD656.pdf

63 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD655.pdf

los inversores y participantes sobre cualquier hecho que atañe al emisor como consecuencia de las medidas adoptadas acerca de la extensión de los plazos de presentación de la información financiera.

En lo que respecta al trabajo desarrollado sobre las finanzas sostenibles destaca la publicación, en abril de 2020, del **informe sobre finanzas sostenibles y el papel de los reguladores de valores e IOSCO**⁶⁴, que hizo hincapié en dos aspectos muy significativos: i) la existencia de múltiples y diversos marcos y normas sobre sostenibilidad; y ii) la falta de definiciones comunes sobre actividades sostenibles y el blanqueo ecológico (conocido como *greenwashing*), y otras preocupaciones que atañen a la protección del inversor y, a la transparencia del mercado. Para fundamentar su trabajo, la Red sobre Finanzas Sostenibles (SFN) basó su estudio en las iniciativas previstas o emprendidas por los reguladores de valores y los participantes en el mercado para abordar las oportunidades y los retos que plantean las finanzas sostenibles. Se acordó, con base en las conclusiones y propuestas de la SFN, establecer un grupo de trabajo sobre sostenibilidad (STF) y centrar sus esfuerzos en tres líneas de trabajo: i) la difusión de la información no financiera relacionada con la sostenibilidad por parte de los emisores; ii) la información relacionada con la sostenibilidad difundida por los gestores de activos (de inversión colectiva) en la que se aborde el concepto de blanqueo ecológico y otras cuestiones que atañen a la protección de los inversores; y iii) un análisis sobre las agencias de calificación de los factores relativos a medio ambiente, sociales y de gobierno (ESG) y sobre proveedores de datos ESG.

3. Documentos, trabajos y acuerdos desde 2021 hasta la fecha

En este último bloque de información sobre documentos e informes publicados por IOSCO, destacan los trabajos en materia de sostenibilidad en los que se ha avanzado muy significativamente en todos los trabajos. También han tenido mucha importancia los trabajos sobre protección del inversor como consecuencia de las actividades identificadas durante la pandemia en la prestación de servicios financieros a través de internet, criptoactivos, y los trabajos conjuntos con el FSB.

- **En 2021** IOSCO mantenía aún, debido a la pandemia por el COVID-19, las reuniones de trabajo de forma telemática. Como ya era una práctica habitual, IOSCO actualizó y publicó su **plan de trabajo**⁶⁵ al que incorporó a las prioridades acordadas el año anterior, relativas a: i) Resiliencia estructural de los mercados de capitales, ii) Lagunas en los datos y en el intercambio de información, iii) Nuevos conocimientos sobre protección de los inversores, iv) El papel de los mercados de valores en la formación de capital y, v) La innovación financiera; dos nuevas prioridades: vi) Estabilidad financiera y riesgos sistémicos asociados a la intermediación financiera no bancaria (IFNB), en particular respecto a los fondos de mercados monetarios y los riesgos de liquidez y su gestión en fondos de inversión abiertos; y vii) Riesgos intensificados durante la pandemia por el COVID-19, relativos a conductas indebidas, resiliencia operativa y potenciales fraudes.

Respecto a la primera prioridad añadida, referida a la estabilidad financiera y riesgos sistémicos asociados a la intermediación financiera no bancaria, destaca **el informe, sometido a consulta pública**⁶⁶ este año y **finalizado en 2022**,⁶⁷ realizado por IOSCO junto con el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) y el Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado (CPMI), sobre las medidas para mejorar la resiliencia del sector de la intermediación financiera no bancaria, en el que se analizaron las prácticas en la gestión de garantías (*review of margining*

⁶⁴ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD652.pdf

⁶⁵ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD673.pdf

⁶⁶ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD686.pdf

⁶⁷ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD714.pdf

practices) en el periodo de marzo y abril de 2020, la transparencia, la previsibilidad y la volatilidad, así como los procesos sobre la gestión de liquidez por los participantes del mercado.

En este contexto, IOSCO propuso también una revisión de las recomendaciones sobre gestión del riesgo de liquidez para las instituciones de inversión colectiva.

En el ámbito de la protección de los inversores, IOSCO publicó un informe con el objetivo de ayudar a las jurisdicciones que buscan desarrollar o mejorar sus **mecanismos de gestión de reclamaciones y su posible reparación a los inversores minoristas**⁶⁸.

Se revisaron también, la implantación de las recomendaciones y estándares establecidos en 2015, sobre **planes de continuidad de negocios**⁶⁹ (BCPs) para los centros de negociación e intermediarios que recogían recomendaciones de actuación.

IOSCO publicó un informe que analizaba **el impacto de las medidas de apoyo gubernamental en las calificaciones crediticias**⁷⁰, así como en sus metodologías, de las tres agencias más importantes de calificación crediticia, como consecuencia de la pandemia que sugiere que las medidas adoptadas desempeñaron un papel importante en el alivio de la presión a la baja sobre las calificaciones crediticias.

Por último, en relación con los resultados de las empresas cotizadas dada la incertidumbre generada por el COVID-19, IOSCO recordó mediante una **declaración pública**⁷¹, que la aplicación de las normas contables debe dar lugar a que los emisores proporcionen información clara, pertinente y fiel para permitir que los inversores tomen decisiones de inversión informadas, siendo necesaria la aplicación uniforme y el cumplimiento de estándares contables de alta calidad, especialmente en tiempos de incertidumbre. En este sentido, en esta declaración también recuerda el importante papel que desempeñan en los emisores los comités de auditoría, los encargados del gobierno corporativo y los auditores externos.

En el ámbito de la innovación financiera, referida a los criptoactivos, se sometió a consulta pública una **guía preliminar elaborada por el CPMI y IOSCO**⁷² que confirmaba y aclaraba que los acuerdos sobre stablecoins deben observar los estándares internacionales para los sistemas de pago, compensación y liquidación. Suponía un avance significativo en la comprensión de las implicaciones de los acuerdos sobre stablecoins para el sistema financiero, y brindaba una guía clara y práctica respecto a los estándares que deben cumplir para mantener su integridad.

Respecto al uso de la inteligencia artificial (IA) y el aprendizaje automatizado (ML) se publicó una guía para ayudar a sus miembros a regular y supervisar su uso por parte de los intermediarios del mercado y los gestores de activos.

Finalmente, en el ámbito de las Finanzas Sostenibles, IOSCO, a través del grupo de trabajo sobre esta materia, participó en el proceso de establecimiento de estándares internacionales sobre sostenibilidad que desarrolló el Consejo sobre Estándares Internacionales de Sostenibilidad (ISSB, en su acrónimo en inglés). Se publicaron, a lo largo del año tres informes en los que se analizaba con detalle, la información sobre sostenibilidad publicada por emisores, gestores de activos y agencias de calificaciones ASG y otros proveedores de datos, con distintas recomen-

⁶⁸ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD670.pdf

⁶⁹ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD675.pdf

⁷⁰ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD671.pdf

⁷¹ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD674.pdf

⁷² www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD685.pdf

daciones para mejorar la transparencia de la información y contribuir a una mayor protección del inversor

Respecto a los emisores de valores, principalmente, aunque también en otras áreas, es importante destacar la fragmentación del mercado que se produce normativamente en unas jurisdicciones frente a otras, lo que genera una falta de comparabilidad entre información financiera y no financiera. Esto motivó que IOSCO apoyara al ISSB en el desarrollo de estándares de sostenibilidad únicos con vocación universal. IOSCO publicó el primer **informe sobre la información facilitada por los emisores en relación con la sostenibilidad**⁷³ que analizaba las deficiencias del sistema actual de información no financiera, identificaba áreas de mejora, y proponía el uso de posibles soluciones partiendo de la creación de estándares globales.

Respecto a la información publicada por los gestores de activos, se publicó un segundo **informe sobre Recomendaciones sobre prácticas, estrategias, procedimientos y difusión de información relacionadas con la sostenibilidad en la gestión de activos**⁷⁴, con una serie de recomendaciones dirigidas a los reguladores y supervisores de los mercados financieros para hacer frente al blanqueo ecológico, conocido como greenwashing, en los productos financieros.

También, publicó un tercer **informe sobre Calificaciones medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) y proveedores de productos de datos**⁷⁵, donde se actualizó y describió el problema derivado de la falta de regulación en el área de las agencias de calificaciones ASG y otros proveedores de datos de sostenibilidad y se propusieron un conjunto de recomendaciones destinadas tanto a los reguladores de mercados de valores como a las empresas proveedoras de datos y calificaciones ASG, a los usuarios de dicha información y a las compañías que son el objeto de esta información.

- **En 2022** se acordaron las prioridades que actualizaron el plan de trabajo: i) Estabilidad financiera y riesgos sistémicos en la actividad de intermediación de la actividad no bancaria, ii) Riesgos exacerbados por la pandemia del COVID-19 como conductas indebidas, resiliencia operativa y fraude, iii) Finanzas sostenibles, iv) Inversión pasiva y proveedores de índices, v) Fragmentación de los mercados de valores y derivados, vi) Criptoactivos, vii) Inteligencia artificial y aprendizaje automático, y viii) Distribución minorista y digitalización.

En el ámbito de la estabilidad financiera y riesgos sistémicos en la actividad de intermediación financiera no bancaria, destacó el trabajo impulsado por el Financial Stability Engagement Group de IOSCO y realizado conjuntamente por IOSCO y el FSB sobre la gestión del riesgo de liquidez en las instituciones de inversión colectiva abiertas (OEFs, en su acrónimo en inglés). Sobre este trabajo, un grupo de evaluación indicó que existía un alto grado de implantación de las recomendaciones de IOSCO de 2018, especialmente en los mercados más grandes, aunque se identificaron cuatro áreas de mejora: i) las encaminadas a reducir el riesgo estructural de desajuste de liquidez en estas instituciones de inversión colectiva abiertas, ii) las que impulsaban el uso de herramientas de gestión del riesgo de liquidez, iii) Las que pretendían reforzar el envío periódico a los reguladores de datos que permitieran llevar un mejor seguimiento del riesgo de liquidez, y iv) las orientadas a extender los ejercicios de pruebas de estrés tanto a nivel individual de la IIC como a nivel macro, teniendo en cuenta las interrelaciones de las IIC con el resto de las entidades del sistema financiero.

El Financial Stability Engagement Group de IOSCO, también propuso un estudio sobre la liquidez en el mercado de bonos corporativos que, una vez realizado y después de someterlo a

⁷³ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD678.pdf

⁷⁴ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD688.pdf

⁷⁵ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD690.pdf

consulta pública y recibidos los comentarios de diversos participantes de la industria, publicó el informe sobre **Mercados de bonos corporativos - Factores de liquidez durante las tensiones del mercado inducidas por el COVID-19**⁷⁶ que analizó el mercado de bonos corporativos y los factores determinantes de la liquidez durante la situación de estrés de los mercados originada en el contexto de la pandemia por el COVID-19. El informe incorporó los comentarios y las respuestas recibidas en la consulta y, entre otras conclusiones, indicó la importancia de aumentar la transparencia y la disponibilidad de datos, lo que podría facilitar la operativa de nuevos participantes en este mercado.

En el ámbito de la innovación financiera y, en particular, respecto a las finanzas descentralizadas (DeFi, en su acrónimo en inglés), IOSCO publicó un **informe sobre Finanzas Descentralizadas**⁷⁷ que analizó los principales productos, los servicios y los participantes en este mercado, y destacó que se observaba una menor protección de los inversores en general en un área de constante evolución en la réplica de actividades y servicios tradicionales. El propósito del informe era proporcionar a los miembros de IOSCO una comprensión general de DeFi, con el propósito de ayudar a las respectivas jurisdicciones a considerar posibles preocupaciones o problemas normativos.

Respecto a la información financiera a los inversores, IOSCO realizó una **declaración**⁷⁸ en la que concluía sobre la importancia de que los emisores, auditores externos o los comités de auditoría consideraran en tiempos de incertidumbre, cómo los riesgos e incertidumbres que pueden afectar o que han afectado a la situación financiera o perspectivas de un emisor debían ser comunicadas de manera transparente a los inversores.

También en este contexto sobre información financiera, IOSCO publicó una **declaración**⁷⁹ en la que anunció la colaboración con el Consejo Internacional de Estándares de Valoración para mejorar los estándares internacionales sobre valoraciones y de la información financiera que está disponible para los inversores.

En el ámbito de la protección a los inversores, IOSCO a través del grupo de trabajo sobre Conducta en el Mercado Minorista, analizó los cambios y tendencias en el comportamiento los inversores minoristas como consecuencia de las innovaciones tecnológicas, el uso de las redes sociales y de ciertos cambios en las condiciones del mercado. Como consecuencia de este análisis, sometió a **consulta pública un informe**⁸⁰ en el que se exponían nuevas prácticas de inversión y, también, como consecuencia de un incremento en los fraudes, estafas y conductas irregulares, incluía una relación de prácticas llevadas a cabo por distintas jurisdicciones con el propósito de que sirviera de guía y ayuda a otros miembros en la detección y alerta y facilitar una rápida intervención.

En este mismo contexto, IOSCO publicó un **informe sobre distribución a inversores minoristas y digitalización**⁸¹, realizado por los grupos de trabajo sobre intermediarios e inspección en el que se profundiza sobre los potenciales riesgos en la comercialización de productos complejos y de criptoactivos, y el incremento de fraudes asociados a la digitalización y globalización de los mercados. El informe propone un conjunto de herramientas estratégicas y otras medidas de su-

⁷⁶ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD722.pdf

⁷⁷ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD699.pdf

⁷⁸ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD720.pdf

⁷⁹ www.ivsc.org/about/
www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD716.pdf

⁸⁰ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD698.pdf

⁸¹ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD715.pdf

pervisión e inspección, con un enfoque proactivo que responda de manera eficiente a los nuevos retos que se plantean con la comercialización y distribución de productos financieros por Internet.

IOSCO publicó también otro informe en el que se analizó el impacto de la pandemia en el comportamiento de los inversores, basado en las lecciones aprendidas en ese periodo de turbulencias y sobre las iniciativas de educación financiera a los inversores que fueron adoptadas por los reguladores y supervisores, que incluyeron recomendaciones y buenas prácticas de protección al inversor, en situaciones como la experimentada durante la pandemia.

Destaca finalmente en 2022 la **celebración del vigésimo aniversario**⁸² de la adopción por IOSCO del Acuerdo Multilateral sobre consulta Cooperación e Intercambio de Información (IOSCO MMoU).

En el ámbito de las finanzas sostenibles, IOSCO decidió renovar la estructura y el contenido de este grupo de trabajo para seguir colaborando con el ISSB, avanzar en el desarrollo de un posible marco de verificación de la información de sostenibilidad, estudiar los mercados de emisiones y evaluar la implantación de las recomendaciones sobre información de sostenibilidad publicada por los gestores de activos, las agencias de calificaciones ASG y otros proveedores de datos ASG.

- **En 2023** los grupos de trabajo de IOSCO retomaron las reuniones presenciales, una vez superada la pandemia por el COVID 19, a nivel global. Se acordaron y publicaron las prioridades incorporadas en el **plan de trabajo para 2023 y 2024**⁸³. Las prioridades para este periodo fueron las siguientes: i) refuerzo de la resiliencia financiera, ii) apoyo a la eficiencia de los mercados, iii) protección del inversor, iv) afrontar los nuevos riesgos en materia de sostenibilidad y Fintech, y v) promoción de la cooperación y la eficiencia regulatoria.

Un aspecto destacable en 2023 fue la creación de un Grupo de Coordinación del Inversor Minorista con el objetivo de promocionar la realización de trabajos, junto con el resto de los grupos, sobre los riesgos de conductas fraudulentas y la prestación de servicios de inversión por internet sin las habilitaciones correspondientes. También aborda otros riesgos potenciales relacionados con nuevos intervinientes en el mundo financiero conocidos como *finfluencers*, y nuevos intermediarios financieros conocidos como *neobrokers*.

En el ámbito de la resiliencia financiera, IOSCO acordó incorporar **la financiación privada (*private finance*)** como una nueva prioridad, al constatarse una tendencia creciente por parte de un buen número de empresas de diversas jurisdicciones a financiarse al margen del acceso público al capital o al endeudamiento, a través de vehículos denominados fondos de capital o fondos de deuda privada. Se publicó un **informe sobre Riesgos emergentes en la Financiación Privada**⁸⁴ en el que se subraya la opacidad de estos mercados, los problemas de valoración y la dificultad para evaluar el riesgo y la escala de estas actividades, dada la escasa información de calidad disponible en la mayoría de las jurisdicciones.

Otra área de trabajo conjunto de IOSCO con el FSB, sobre intermediación financiera no bancaria, concluyó con la publicación de un **informe sobre Herramientas de gestión de liquidez anti dilución - Guía para la aplicación efectiva de las Recomendaciones para la gestión del riesgo de liquidez de las instituciones de inversión colectiva**⁸⁵, cuyo objetivo es repercutir a los inversores que suscriben o reembolsan el coste de transacción derivado de la compra o

⁸² www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS666.pdf

⁸³ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD731.pdf

⁸⁴ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD745.pdf

⁸⁵ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD756.pdf

venta de valores asociado a dichas suscripciones o reembolsos con el fin de mitigar la dilución de las participaciones de los inversores. En escenarios de crisis y reembolsos grandes, estas herramientas permiten imponer el coste de liquidez a los inversores que reembolsan, protegiendo a los que permanecen en el fondo y evitando así que se desencadenasen espirales de reembolsos masivos. Por esta razón, se considera que su uso es de especial importancia para preservar la estabilidad financiera. La guía de IOSCO pretende contribuir a un uso más amplio y coherente de estas entre los gestores de fondos y entre las diferentes jurisdicciones.

Adicionalmente, en el ámbito de los trabajos conjuntos de IOSCO con el FSB, se continuó trabajando en iniciativas encaminadas a mitigar el riesgo de liquidez de los fondos de inversión abiertos (OEFs) y, sobre esta materia, se llevó a cabo un proceso de revisión de las Recomendaciones del FSB de 2017, en particular, sobre aquellas encaminadas a reducir el riesgo de desajuste de liquidez entre los activos en los que invierten los fondos y los términos de sus reembolsos.

Respecto al ámbito de protección del inversor, IOSCO publicó el **informe final sobre Conducta en el Mercado Minorista**⁸⁶, sometido a consulta pública el año anterior, en el que se identifican los riesgos asociados con la digitalización, el uso de redes sociales y las nuevas conductas de los inversores minoristas, y se presentan medidas para que los reguladores puedan identificar, prevenir y poner fin a las prácticas fraudulentas.

En este mismo contexto de protección a los inversores, IOSCO publicó una **declaración**⁸⁷ en la que, por un lado, advertía a los inversores sobre los riesgos crecientes de los fraudes en internet, en ámbitos como el de los criptoactivos. Por otro lado, se llamaba a la acción a los reguladores para que actúen de forma coordinada a nivel nacional e internacional en la lucha contra el fraude, promuevan campañas de educación de los inversores e impulsen cambios normativos que aumenten sus capacidades de supervisión, inspección y sanción. También, se invitaba a otros actores relevantes, como proveedores de buscadores de internet, redes sociales y otros intermediarios o facilitadores, para que cooperen con los reguladores y las fuerzas de seguridad en la lucha contra las prácticas fraudulentas.

En el ámbito de las Finanzas Sostenibles y, en particular, sobre los nuevos riesgos en materia de sostenibilidad, IOSCO secundó los estándares internacionales sobre sostenibilidad, emitidos por el ISSB sobre divulgación de información financiera referidos a la sostenibilidad.

IOSCO también publicó, en este contexto de las finanzas sostenibles, el **informe sobre Prácticas de supervisión para abordar el blanqueo ecológico**⁸⁸ en el que se analizan iniciativas regulatorias y en materia de supervisión que tienen como objetivo hacer frente a los riesgos asociados al blanqueo ecológico.

Respecto a los riesgos de la innovación tecnológica en los mercados, IOSCO publicó dos informes establecidos en su hoja de ruta en 2022. El primer informe **sobre recomendaciones para los criptoactivos y activos digitales**⁸⁹, y el segundo informe **sobre finanzas descentralizadas**⁹⁰, con recomendaciones que permiten identificar, evaluar el cumplimiento de los principios de IOSCO, y responder a los riesgos de estas actividades en el ámbito de la integridad de los mercados y la protección de los inversores.

⁸⁶ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD730.pdf

⁸⁷ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD752.pdf

⁸⁸ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD750.pdf

⁸⁹ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD747.pdf

⁹⁰ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD754.pdf

- **En 2024** el plan de trabajo publicado el año anterior estableció, ya con carácter bianual, las cinco prioridades siguientes: i) Refuerzo de la resiliencia financiera, ii) Apoyo a la eficiencia de los mercados, iii) Protección del inversor, iv) Afrontar los nuevos riesgos en materia de sostenibilidad y Fintech, y v) Promoción de la cooperación y la eficiencia regulatoria. Este **Plan de Trabajo para 2024-2025**⁹¹ actualiza los objetivos del año anterior, e incorpora los previstos para este año en materia de estabilidad financiera, finanzas tecnológicas (Fintech) y Finanzas Sostenibles (STF), así como otras iniciativas que se están llevando a cabo.

En este año 2024, y con un fin meramente informativo, IOSCO ha publicado la **tercera edición del Informe estadístico sobre fondos de inversión**⁹² (*Investment Funds Statistics Report-IFSR*). El informe consta de tres secciones: fondos de cobertura cualificados (*Qualified Hedge Funds*), fondos abiertos (*OEFS*) y fondos cerrados (*CEFS*). Cada sección recoge información agregada relativa al apalancamiento y el riesgo de los sectores en diferentes categorías de activos, zonas geográficas, liquidez y medidas de contraparte. Los datos se agregan y analizan para evaluar el tamaño del sector, el apalancamiento bruto, el apalancamiento financiero, el riesgo de liquidez y el riesgo de contraparte dentro de los respectivos sectores.

En el ámbito de las finanzas sostenibles, IOSCO publicó una **Declaración** sobre la consulta relativa a la propuesta de Normas Internacionales de Ética para la Garantía de la Sostenibilidad (incluidas las Normas Internacionales de Independencia, IESSA) y otras revisiones del Código relativas a la Garantía y la Información sobre la Sostenibilidad. En esta declaración, IOSCO felicita al Consejo de Normas Internacionales de Ética para Contables (IESBA) por lograr un importante hito al consultar sobre su Propuesta de Normas Internacionales de Ética para el Aseguramiento de la Sostenibilidad (Incluyendo las Normas Internacionales de Independencia, IESSA) y Otras Revisiones al Código Relativo al Aseguramiento y Reporte de la Sostenibilidad. IOSCO, en esta declaración, también felicita al IESBA por un extenso programa de difusión llevado a cabo durante el desarrollo del proyecto de norma y el período de consulta en el que los representantes de IOSCO participaron activamente. IOSCO manifiesta en esta declaración haber acogido con satisfacción la ambición de las propuestas y ha reiterado su apoyo a este trabajo. Las normas finales en este ámbito serán importantes para apoyar la ética (incluida la independencia) para la presentación de informes y la garantía sobre la información relacionada con la sostenibilidad que puede apoyar la consistencia, comparabilidad y fiabilidad de dicha información proporcionada al mercado.

En los trabajos de apoyo a la eficiencia en los mercados destaca el **informe sobre buenas prácticas para mejorar la resiliencia de las plataformas de negociación en caso de interrupciones del mercado**⁹³. El documento recomienda que los centros de negociación cuenten con un plan de continuidad, así como con una estrategia de comunicación sobre perturbaciones y reaperturas del mercado, accesible simultáneamente para todos los actores de este mercado.

Finalmente, destaca en el ámbito de la protección a los inversores, **el informe sobre educación a los inversores sobre criptoactivos**⁹⁴ que presenta las conclusiones a una encuesta, realizada a las jurisdicciones de los países miembros del grupo sobre inversores minoristas sobre el comportamiento y experiencias de los inversores minoristas en relación con los criptoactivos. Este Informe actualiza los riesgos existentes y hace sugerencias sobre medidas adicionales de educación a los inversores que se han utilizado. El Informe también describe algunos cambios en el panorama normativo de determinadas jurisdicciones e incluye ejemplos de materiales educativos sobre esta materia.

⁹¹ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD764.pdf

⁹² www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD761.pdf

⁹³ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD767.pdf

⁹⁴ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD769.pdf

Para concluir este relato sobre los documentos, informes, y acuerdos más significativos elaborados por IOSCO a lo largo de este periodo de tiempo, conviene destacar las actividades realizadas a nivel global y durante la **Semana Mundial del Inversor** (conocida como *World Investor Week*) en la que se involucra a una diversidad de intervinientes en el ámbito de la educación financiera, y en la que participan de manera simultánea un muy significativo número de miembros de IOSCO, otros supervisores de los mercados financieros, organizaciones internacionales e instituciones a nivel global. En la semana del inversor **realizada en 2023**⁹⁵ participaron más de 118 jurisdicciones. Este año 2024, la Semana Mundial del Inversor cumplirá su séptima edición desde su implantación.

95 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD768.pdf