

REVISTA IBEROAMERICANA DE MERCADOS DE VALORES

ESPECIAL 25 ANIVERSARIO



Instituto
Iberoamericano
de Mercados de Valores

25
AÑOS

Sumario

• PRÓLOGO Rodrigo Buenaventura, Presidente de CNMV de España 3	• EL IIMV Y EL VALOR DE LA COLABORACIÓN INTERNACIONAL: CÓMO HEMOS CAMBIADO DURANTE ESTOS 25 AÑOS Montserrat Martínez Parera, Vicepresidenta de la CNMV 68
• PREFACIO José Genaro Serrano, Superintendente Adjunto de Valores de la Superintendencia del Sistema Financiero de El Salvador 5	• 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 79
• TENDENCIAS EN REGULACIÓN EUROPEA Y EN ESPAÑA: FINANZAS SOSTENIBLES Y DIGITALES Paula Conthe Calvo, Secretaria General del Tesoro y Financiación Internacional de España 7	• LA EVOLUCIÓN DEL ECOSISTEMA BURSÁTIL EN LOS ÚLTIMOS 25 AÑOS Ramon Adarraga, Economista y ex Directivo de Bolsas e instituciones bursátiles 113
• TRANSFORMACIÓN DIGITAL DE LOS ORGANISMOS SUPERVISORES Y DE LOS MERCADOS DE CAPITALES Solange Berstein Jáuregui, Presidenta de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) de Chile 19	• GOBIERNO CORPORATIVO EN IBEROAMÉRICA: TENDENCIAS Y DESAFÍOS María Sacristán-Navarro, Universidad Rey Juan Carlos y Silvia Gómez-Ansón, Universidad de Oviedo 161
• LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES EN BRASIL João Pedro Barroso do Nascimento, Presidente de la Comissão de Valores Mobiliários (CVM) de Brasil 49	

Prólogo

Rodrigo Buenaventura
Presidente CNMV de España

Es una gran satisfacción poder prologar un número tan importante de la Revista Iberoamericana del Mercado de Valores. Como presidente de la CNMV y del Patronato del IIMV, he podido observar el gran reconocimiento que la labor divulgativa y formativa del Instituto tiene en toda la comunidad iberoamericana de supervisores y reguladores de los mercados de valores y derivados.

Pero mi relación con el Instituto viene de mucho más atrás, de 2005 en concreto, hace casi 20 años, cuando me incorporé como director de relaciones internacionales de la CNMV. Desde ese momento, percibí con mucha claridad los vínculos que el Instituto ha ido creando. Vínculos profesionales, desde luego, pero también personales, de tantos funcionarios, directivos, consejeros, superintendentes o presidentes que han recibido formación, consultado publicaciones o tenido la amabilidad de colaborar de modo desinteresado con el Instituto a lo largo de estos 25 años.

Los 73 números de la revista son testigos de cómo han evolucionado los mercados de valores en Iberoamérica, de cómo se han ido transformando pero sobre todo de cómo se han fusionado, mezclado y enriquecido con el aprendizaje mutuo y la cooperación pública y privada. Parte de esa cooperación ha sido técnica, no sólo mediante la cooperación para establecer criterios comunes sino también mediante estudios realizados de modo conjunto por varios países y publicados en la revista, como el relativo a la Inversión Colectiva en Iberoamérica.

El otro elemento que destaca del Instituto es la formación y los programas de capacitación. Nada menos que 12.000 participantes de 20 países han podido formarse en cursos del IIMV en estos 25 años, con una media de 14 actividades formativas cada año, tanto en modo presencial como online. De todas esta actividad, varios cursos se han convertido en “clásicos”, imprescindibles que no pueden faltar en el menú formativo del IIMV. Por ejemplo, el curso sobre NIIF (Normas Internacionales de Información Financiera), el curso sobre ejercicio de la potestad sancionadora, o el de gobernanza.

Los temas tratados en la revista y en las actividades formativas han ido siguiendo el desarrollo de los mercados, por supuesto. Pero ya desde el inicio, en los años 1999 y 2000 se abordaron cuestiones como la titulización, el gobierno corporativo, la tecnología en la supervisión o la compensación de valores. Todos ellos, temas que siguen de máxima actualidad, con acrónimos anglosajones que se han convertido en terminología común de cualquier profesional de las finanzas.

El mérito del instituto iberoamericano ha sido a mi juicio triple: 1) ofrecer formación y publicaciones en nuestras lenguas comunes, en unas materias muy especializadas en las que el inglés se imponía como única alternativa; 2) hacerlo de modo presencial, en múltiples países de toda Iberoamérica, con funcionarios de 20 países como profesores y 3) trazar el rumbo de las actuaciones de modo colegiado y consensuado entre todos los miembros del instituto, con un Consejo inclusivo, una presidencia rotatoria y manteniendo la multilateralidad desde el inicio.

Ese enfoque no habría sido posible sin la colaboración de tantos autores de artículos, tantos profesores que dedicaron su tiempo a compartir sus conocimientos con los demás, de un modo auténticamente generoso.

Por supuesto, el mérito corresponde en una gran proporción a las personas que han dedicado su empeño y su energía a dirigir y gestionar la revista y el instituto. Quiero reconocer y celebrar en este sentido la labor de Santiago Cuadra y Amparo Marian, las auténticas “almas” del instituto, que no sólo han desarrollado sus funciones con excelencia, sino que se han ganado la amistad y el cariño de tantos colegas que han tenido relación con el instituto a lo largo de estos 25 años.

A todos ellos, profesores, ponentes, autores, miembros del Consejo y el Patronato y al personal del instituto, les doy desde estas páginas las gracias y les saludo con la máxima admiración.

¡Que los próximos 25 años sean tan apasionantes y productivos!

Prefacio

José Genaro Serrano
*Superintendente Adjunto de Valores de la
Superintendencia del Sistema Financiero de El Salvador*

La Revista Iberoamericana de Mercados de Valores, ha sido un referente fundamental y de lectura obligada para todos los miembros de las entidades supervisoras y reguladoras de los mercados de valores de Iberoamérica, siendo que esta nace como un valioso recurso que nos conecta, informa e instruye en materia de mercados de valores desde que se constituyó el Instituto Iberoamericano de los Mercados de Valores en mayo de 1999.

La Revista, con sus 73 números, ha sido uno de los medios de comunicación e información de los mercados de valores más importantes con los que contamos los supervisores y reguladores de Iberoamérica, ya que a través de ella, nos ponemos al día sobre muchos temas de actualidad bursátil escritos de la mano de experimentados profesores y especialistas en la materia; así como, podemos conocer sobre las novedades legislativas en materia de mercados de valores y estar al día con las noticias más importantes de nuestras entidades supervisoras en materia de nombramientos, reseñas bibliográficas, noticias de los miembros de la FIAB y estadísticas de los mercados de valores iberoamericanos e indicadores económicos.

Los frutos producidos por el Instituto en estos 25 años han sido de formación, particularmente, en temas como la Supervisión y Regulación, la Inversión Colectiva, la Titularización de Activos, las Normas Internacionales de Información Financiera y, en los últimos años, los temas Fintech, descentralización y Criptoactivos, por mencionar algunos. Asimismo, a través del Instituto se ha impulsado la cooperación mutua, lo cual ha permitido ir armonizando marcos legales y normativos, que al final ha permitido facilitar el camino en el anhelo de una mayor integración y armonización de los mercados de valores regionales.

Particularmente y de primera mano, he experimentado el inmenso beneficio que el Instituto ha generado mediante el aporte académico, actualidad legislativa y estadísticas de los mercados a todas nuestras entidades supervisoras y reguladoras a través de la Revista, pero también es muy importante enfatizar en la actividad formativa que el Instituto a lo largo de los años ha generosamente prodigado a todos los cuadros técnicos de nuestras entidades supervisoras, lo cual ya se ha convertido en una necesidad no solo de formación escrita y virtual, sino también de formación presencial y vivencial que permite el intercambio de experiencias, lo cual enriquece y fortalece continuamente nuestras capacidades para hacer un mejor trabajo técnico en el quehacer diario como supervisores de los mercados de valores de Iberoamérica.

He tenido el privilegio y honor de ser participante activo durante toda la existencia del Instituto, tiempo durante el cual he sido participante desde el inicio en sus eventos formativos, expositor en los mismos y actualmente miembro activo en las Reuniones de Autoridades del Consejo del Instituto y Presidente de dicho Consejo por un período de 2 años, en los que el mencionado Consejo le otorgó

a la Superintendencia del Sistema Financiero de El Salvador el honor de ostentar dicho cargo, lo cual con mucho orgullo y responsabilidad he tratado de ejercer.

Lo más importante se deja para el final, y es que no puedo dejar de mencionar, a las personas que han hecho posible que todo lo que se ha mencionado acerca de la revista y las actividades formativas del Instituto, sea una realidad y se conduzca de manera excelente y ellos son Santiago Cuadra y Amparo Marian, quienes son el “cuerpo y alma” del Instituto, quienes a pulso de esmero, disciplina y esfuerzo se han ganado la admiración, la gratitud y el cariño de todos los que alguna vez hemos asistido a las actividades del Instituto en cualquier país de Iberoamérica. Ellos son el motor que impulsa este vehículo a través del cual muchísimos funcionarios nos hemos formado, establecido lazos de amistad y fomentado la cooperación mutua, que tanta falta hace en estos tiempos.

Por lo tanto, solo queda por decir ¡Muchas Gracias!, porque no existen palabras que puedan expresar todo el afecto, reconocimiento y agradecimiento que sentimos los que alguna vez hemos participado en las actividades del Instituto.

TENDENCIAS EN REGULACIÓN EUROPEA Y EN ESPAÑA: FINANZAS SOSTENIBLES Y DIGITALES

Paula Conthe Calvo

Secretaria General del Tesoro y Financiación Internacional de España

Introducción

La transición verde y la transición digital representan dos pilares fundamentales en la transformación de los mercados financieros contemporáneos. Frente a desafíos globales como el cambio climático y el avance acelerado de la tecnología, los reguladores financieros se enfrentan a la necesidad de adaptar sus marcos normativos y estrategias para asegurar la sostenibilidad y resiliencia de los sistemas económicos. En efecto, la incorporación de la dimensión de sostenibilidad en la regulación de mercados financieros se ha convertido en una de las prioridades de los últimos años en la actividad regulatoria a nivel de la Unión Europea y de todo el mundo. En paralelo, la transición digital impulsa la adopción de innovaciones tecnológicas que optimizan la eficiencia, la transparencia y el acceso en los mercados financieros, pero que también implica la aparición de riesgos que es necesario mitigar. Juntas, estas transiciones presentan una oportunidad sin precedentes para redefinir la dinámica de la economía global, promoviendo un desarrollo inclusivo y sostenible.

Estas dinámicas no se producen sólo en España, sino que tienen dimensión global. Como veremos a continuación, la Unión Europea trabaja para dar respuestas coordinadas a estos dos fenómenos y lograr así profundizar en el mercado interior en beneficio de todos los Estados miembros.

El Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores contribuye por su lado a intensificar el diálogo entre España y los países de América Latina, a intercambiar mejores prácticas en estos ámbitos estratégicos para los mercados de valores, y en definitiva, a acercarnos más a esta área geográfica tan importante para nosotros desde el punto de vista financiero, económico, social y cultural.

I. La incorporación de las finanzas sostenibles en los mercados financieros

El cambio climático representa uno de los desafíos globales más cruciales de nuestro tiempo, afectando tanto al bienestar presente como, de manera especial, al de las futuras generaciones. Afrontarlo exige una respuesta inmediata para evitar los elevados costes asociados a una transición desordenada. Diversos estudios han demostrado que la falta de acción nos llevaría a un escenario de cambio abrupto, generando costes mucho mayores que aquellos en los que se adoptan medidas tempranas y ordenadas, con impactos significativos a nivel ambiental, económico y financiero. En España, en el marco de la AMCESFI, el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones publicaron en 2023 la primera edición del Informe Bienal de Riesgos del Cambio Climático para el Sistema Financiero, que apunta a unas conclusiones en este sentido. En efecto, una transición bien planificada parece la opción óptima en términos económicos, financieros y ambientales, al reducir al mínimo los costes de transición. Además, es preciso minimizar los riesgos físicos derivados del aumento en la frecuencia e intensidad de fenómenos climáticos extremos, que conllevan destrucción de recursos y disminución de la actividad económica estructural, afectando negativamente el crecimiento potencial.

A nivel internacional, europeo y nacional hemos fijado ambiciosos objetivos de descarbonización, con el horizonte en 2030 y 2050, y donde la Unión Europea ha asumido un rol de liderazgo. La UE ha establecido un objetivo vinculante de reducción interna neta de las emisiones de gases de efecto invernadero de, al menos, un 55 % (con respecto a los niveles de 1990) en 2030, con el objetivo de convertirse en el primer continente neutral en términos de emisiones netas para 2050. En España,

la actualización del Plan Nacional Integrado de Energía y Clima, aprobada por el Consejo de Ministros el pasado 24 de septiembre, fija un objetivo de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero del 32% en 2030 respecto a los niveles de 1990.

En paralelo, el sector empresarial también se ha sumado a este esfuerzo, mediante el establecimiento de planes encaminados a transformar sus modelos de negocio. Estos planes no son fruto de un mero ejercicio de imposición de los objetivos climáticos a nivel nacional e internacional. Por el contrario, en la mayoría de las organizaciones estas transformaciones están teniendo lugar tras la constatación de que llevar a cabo esta reorientación es óptima desde el punto de vista económico. En efecto, la inacción a nivel empresarial puede derivar en la materialización de unos riesgos físicos y de transición que pongan en peligro la rentabilidad y viabilidad de los negocios a largo plazo.

1. El marco normativo europeo para las finanzas sostenibles

Para poder llevar a cabo esta transformación, con las inversiones que llevan aparejadas, resulta fundamental canalizar adecuadamente el capital, generando los marcos de transparencia y los instrumentos apropiados para ello. Así, la Unión Europea ha desplegado una intensa y ambiciosa agenda regulatoria para poner en marcha la arquitectura de las finanzas sostenibles, y que se ha estructurado en torno a tres pilares de taxonomía, transparencia y apoyo financiero.

En primer lugar, se ha desarrollado una Taxonomía de finanzas sostenibles, como marco conceptual estructurado en torno a seis objetivos medioambientales y unos criterios de contribución sustancial a esos objetivos para distintas actividades económicas. Esta Taxonomía tiene el objetivo de identificar activos y actividades sostenibles, complementada con un marco de divulgación. A finales del año pasado se aprobó una nueva ronda de actos delegados que desarrollan el Reglamento de la Taxonomía, ampliando y revisando los criterios técnicos de selección para nuevas actividades económicas sobre los objetivos climáticos y desarrollando criterios para los restantes cuatro objetivos medioambientales. También se revisó el acto delegado que regula el reporte de indicadores de la Taxonomía.

En el segundo pilar, de divulgación, también se han producido importantes avances. A finales del año pasado se publicaron en el Diario Oficial de la UE los estándares de información en materia de sostenibilidad, que desarrollan la Directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad (CSRD). Estos estándares comenzarán a aplicarse escalonadamente, y ya las grandes empresas de más de 500 empleados tendrán que elaborar sus informes de sostenibilidad para el ejercicio 2024. Esto supone un hito muy relevante, ya que aumentará la cantidad y calidad de la información en materia de sostenibilidad. El pasado 29 de octubre el Consejo de Ministros aprobó el proyecto de Ley de información empresarial sobre sostenibilidad, mediante la que se modifican el Código de Comercio, la Ley de Sociedades de Capital y la Ley de Auditoría de Cuentas, y que traspondrá la Directiva CSRD en los próximos meses. El proyecto de ley establece que el contenido del informe de sostenibilidad sea conforme al marco único de presentación de la información para todas las empresas europeas, así como la obligación de presentarlo en un formato electrónico único, que permitirá una mayor comparabilidad de la información de las empresas a nivel europeo. Además, la verificación independiente del informe sobre sostenibilidad que ya llevan a cabo las empresas españolas por exigencia de la ley vigente se regula ahora, por exigencia de la Directiva, de manera análoga a la auditoría de los estados financieros. Para cumplir todos estos objetivos se modifica la Ley de Auditoría de Cuentas y el Registro de Auditores pasa a denominarse Registro Oficial de Auditores de Cuentas y de Verificadores de Información sobre Sostenibilidad. De esta forma, el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) se encargará de la supervisión de esta actividad de verificación de la información sobre sostenibilidad, en términos análogos a la auditoría de cuentas.

Como tercer y último pilar, la acción a nivel europeo se ha desarrollado a través de la promoción de instrumentos financieros. En efecto, resulta necesario desplegar inversiones privadas e instrumentos públicos que, adecuadamente combinados, permitan afrontar la gran ambición de los objetivos climáticos, además de una política industrial y fiscal que acelere la transformación de las economías hacia modelos más sostenibles medioambientalmente. En paralelo a nivel regulatorio se han aprobado, dentro del marco de finanzas sostenibles, regímenes jurídicos dentro de la Unión Europea que regulan los índices de referencia climáticos, los bonos verdes europeos como primer producto financiero para financiar activos y actividades alineadas con la Taxonomía, o el reglamento europeo que regula el funcionamiento de las agencias de rating ESG. Este último establecerá un régimen de autorización y supervisión para proveedores de ratings ESG, con el fin de aumentar la transparencia en su actividad y la prevención de conflictos de interés.

2. El sector empresarial y el sector financiero ante la necesidad de desarrollar las finanzas sostenibles

Todo este marco normativo, que en efecto es ambicioso, necesita ahora asentarse en el tejido productivo. Es preciso un proceso de adaptación y contar con herramientas para favorecer su implementación. La adaptación del sector privado resulta fundamental para catalizar la movilización de financiación y, en última instancia, de inversión.

Para lograr este objetivo de involucración del sector empresarial en el marco de finanzas sostenibles, el sector financiero se erige como un actor que va a desempeñar un papel central en una doble vertiente. Por un lado, facilitando la movilización del ahorro y de la inversión para financiar tecnologías, productos y servicios que apoyen la transición. Esta movilización es la que precisamente pretende impulsar el marco regulatorio de finanzas sostenibles antes descrito, pero también, a nivel específico del sector bancario, el desarrollo de un marco prudencial que pretende asegurar que las entidades financieras supervisadas identifiquen, midan y gestionen adecuadamente los riesgos financieros derivados del cambio climático. Por otro lado, el sector financiero está llamado a desempeñar una labor instrumental de acompañamiento al sector privado, especialmente a las pymes, en sus procesos de transformación. Así, las entidades financieras pueden ayudar a las empresas, especialmente aquellas con un menor conocimiento de los aspectos relacionados con la sostenibilidad a por ejemplo diseñar sus planes de transición o a medir adecuadamente los riesgos a los que se enfrentan.

Este papel del sector financiero sin duda debe venir respaldado e impulsado por un proceso de colaboración público-privada y por el desarrollo de herramientas y canales de diálogo en el que participen el sector empresarial, el regulador, el supervisor y el sector financiero.

3. El Libro Verde para las Finanzas Sostenibles en España y sus acciones

Teniendo así en consideración el papel del sector financiero, del sector privado y el impulso que puede surgir de la colaboración público-privada, el Ministerio de Economía, Comercio y Empresa publicó el pasado 27 de septiembre en audiencia pública el borrador del Libro Verde sobre Finanzas Sostenibles. Se trata de un documento estratégico en el que la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional ha venido trabajando durante los últimos meses, y cuyo mandato surgió a raíz de la declaración de emergencia climática del Consejo de Ministros. Esta declaración encomendó al Tesoro tanto la aprobación de un programa de emisión de bonos verdes como la elaboración de un plan de acción de finanzas sostenibles, que finalmente ha derivado en la publicación del borrador de Libro Verde.

La elaboración de este documento ha sido el resultado de un proceso de diálogo tanto interno, con representantes de diferentes ministerios, con los supervisores del sector financiero, pero también se ha atendido a las visiones aportadas por el sector empresarial, el sector bancario, asegurador, de gestión de activos, así como de otros actores implicados en las finanzas sostenibles en España.

Con todo ello, con la vista puesta en acompañar al sector financiero y empresarial en la adaptación al marco de finanzas sostenibles, para en último término impulsar la reasignación de capital, el Libro Verde se plantea con un enfoque eminentemente práctico en el que se presentan acciones concretas que se desarrollarán a partir de su publicación definitiva. Estas acciones, que son ocho, se vertebran en tres ejes diferenciados. En primer lugar, se incluyen las acciones dirigidas a promover la adaptación del sector financiero y del sector empresarial, con especial atención a pymes, a todo el marco regulatorio de finanzas sostenibles. En segundo lugar, se presentan un grupo de acciones encaminadas a orientar el ahorro y la inversión hacia la sostenibilidad. Por último, una última acción se incluye dentro de un tercer eje diferenciado, que pretende promover la colaboración público-privada con instrumentos de gobernanza.

Las primeras tres acciones del Libro se incardinan dentro del primer eje de adaptación al marco regulatorio de finanzas sostenibles. Estas tres acciones tienen un objetivo común, pero aportan enfoques y propósitos diferenciados. No pretenden añadir carga burocrática ni tampoco crear nueva regulación sobre el marco regulatorio existente, sino que buscan facilitar la implementación con herramientas y guías, y con instrumentos que promuevan el contacto con los supervisores y el diálogo entre el sector público y el sector privado.

La primera acción es el **Sandbox de sostenibilidad**. Este Sandbox se concibe como un espacio en el que los supervisores puedan colaborar con las entidades financieras y las empresas para acelerar el aprendizaje y la utilización de herramientas regulatorias y de supervisión. La puesta en marcha de esta iniciativa puede aportar un valor añadido diferencial al promover el diálogo entre los supervisores, para que aporten su visión ante problemáticas concretas derivadas de la implementación del marco de finanzas sostenibles. En el Libro Verde se presentan algunos ejemplos como la aplicación la Taxonomía o la medición del riesgo de cambio climático que se podrían abordar en el Sandbox, si bien los temas podrían cubrir otros ámbitos.

En este *Sandbox* el sector privado podrá presentar proyectos, como alternativas de cumplimiento de una norma o metodologías, que serían abordados por los supervisores en el ámbito de sus competencias. Una vez presentado el proyecto el supervisor mejor posicionado para ofrecer una respuesta elaboraría un informe de conclusiones, que sería previamente consensuado en una comisión. Estos informes de conclusiones contribuirán así a favorecer el proceso de aprendizaje colectivo.

La segunda acción es la creación de un **repositorio de información sobre sostenibilidad**. En contraposición al Sandbox, que está dirigido al sector financiero y a actores más iniciados en la implementación del marco de finanzas sostenibles, este repositorio está concebido para que pueda ser especialmente útil para las pymes. Así, el repositorio recopilará información que pueda servir a aquellas entidades menos familiarizadas con la normativa y con la documentación a elaborar, pudiendo incluir mejores prácticas o modelos en relación con la divulgación de información relacionada con la Directiva CSRD, sobre ratios relacionados con la Taxonomía o planes de transición. Para el desarrollo de este repositorio el Libro Verde propone contar con el apoyo y la colaboración de asociaciones empresariales e instituciones como el ICEX, que se encuentran más cercanas a las necesidades particulares de las empresas. También se analizarán iniciativas que ya se hayan puesto en marcha en otros países que estén funcionando satisfactoriamente.

La tercera acción que propone el Libro Verde es la publicación de **guías sectoriales**. Estas guías explicativas pretenden ofrecer un enfoque práctico y están especialmente concebidas para el uso

por parte de las pymes. En efecto, las empresas grandes ya están empezando a demandar información a sus clientes y proveedores de menor tamaño, pymes en muchos casos. Estas guías pretenden así incentivar y ayudar a las pymes para que puedan aprovechar las oportunidades de adaptarse a un marco en el que ya se ven inmersas las empresas de mayor tamaño de cada sector. A partir de una priorización de sectores, se impulsarán los trabajos para que las asociaciones sectoriales, en colaboración con las patronales del sector financiero, elaboren y publiquen estas guías. Por concretar algunos ejemplos de ámbitos que podrían ser cubiertos, estas guías podrían plantear modelos para presentar estrategias de transición, para calcular y definir sendas de reducción de la huella de carbono o para el cumplimiento de obligaciones de diligencia debida.

Las siguientes cuatro acciones están relacionadas con la movilización de ahorro e inversión. De este modo, el Libro Verde incluye una acción de impulso a los **productos financieros verdes**. Esta acción no está concebida con el propósito de regular nuevos productos, sino que pretende tratar de identificar productos desarrollados por el sector privado, que alinean adecuadamente incentivos, pero donde pueden surgir algún tipo de cuello de botella o reto puntual desde el punto de vista regulatorio que pueda ser abordado mediante la colaboración público-privada.

En el Libro Verde se incluyen dos ejemplos de productos financieros interesantes. El primero de ellos es el *confirming* sostenible, que puede tener una gran capacidad de arrastre y movilización de las pymes, ya que permite dar acceso a capital circulante a un número muy elevado de pymes de forma simultánea. Con un diseño adecuado y con el incentivo de ofrecer acceso a mejores condiciones de financiación de circulante, el *confirming* sostenible puede actuar como estímulo para que las empresas hagan públicas sus trayectorias de descarbonización. Con productos como éste se incentiva a que las pymes diseñen estrategias y pongan a disposición datos comparables y homogéneos que puedan ser utilizados también para que las propias entidades financieras movilicen financiación verde y reverdezcan sus carteras. Otro ejemplo planteado en el Libro Verde son las hipotecas verdes, un mercado de incipiente desarrollo que puede beneficiarse de la generalización de los certificados de eficiencia energética de los inmuebles.

La quinta acción que planteamos es reforzar y visibilizar la **incorporación de las finanzas sostenibles en el marco de competencias de educación financiera de la UE**. En el marco del Plan de Educación Financiera, que el Ministerio de Economía, Comercio y Empresa viene desarrollando en los últimos años en colaboración con la CNMV, el Banco de España y la Dirección General de Seguros, se propone publicar contenidos específicos sobre finanzas sostenibles que ayuden a incorporar esta dimensión en la buena gestión de las finanzas personales. También se incluye una iniciativa para incorporar la dimensión de sostenibilidad en el currículo escolar sobre educación financiera.

La sexta acción propuesta en el Libro Verde es la elaboración de una **lista positiva de proyectos sostenibles financiados en la Línea ICO Verde**. Una de las características más novedosas del diseño de esta línea es precisamente la presencia de una lista positiva de proyectos financiados que facilite un acceso ágil a la financiación y promueva un proceso de aprendizaje para las entidades financieras y las empresas. En esta acción se pretende trabajar, con la iniciativa del Ministerio para la Transición Ecológica, en el desarrollo de criterios para identificar proyectos sostenibles, tomando como referencia las mejores prácticas a nivel internacional. El Libro Verde identifica algún precedente, como el *green eligibility checker* del Banco Europeo de Inversiones, que puede servir de inspiración.

Como última acción dentro de este segundo eje de movilización de ahorro e inversión se incluye la continuación del **desarrollo del programa de bonos verdes del Tesoro**. En el marco de este programa, el Tesoro trabajará para fomentar la diversificación en las asignaciones de fondos, incorporando nuevas categorías de gasto que den visibilidad a otros objetivos medioambientales

como pueden ser la adaptación al cambio climático. Tradicionalmente los bonos soberanos están centrados en el transporte sostenible, que son proyectos de gran cuantía y con indicadores sobre emisiones comúnmente reconocidos. Con esta propuesta se pretende ofrecer en el ejercicio de asignación de las emisiones del bono verde del Tesoro una gama de gasto verde más diversificada. Esto además permitirá involucrar a más ministerios en la definición de indicadores y aportar mayor visibilidad sobre el gasto público de carácter medioambiental de cara al inversor. Desde la emisión inaugural de 2021, en el bono verde hemos emitido un total de 13.400 millones de euros, incluyendo la última subasta celebrada en mayo de 2024. En el marco de esta acción el Tesoro trabajará también en la paulatina adaptación a los desarrollos del marco de finanzas sostenibles de la Unión Europea en este ámbito.

Por último, como acción paraguas, en el último eje de colaboración público-privada el Libro Verde propone la **creación de un Consejo de Finanzas Sostenibles**. Este Consejo se concibe como foro de coordinación público-privado dirigido a compartir y abordar los retos del marco de finanzas sostenibles. En este Consejo estará representada la Administración, los supervisores, así como representantes del sector financiero y empresarial y también expertos en materia de finanzas sostenibles que puedan aportar ideas y propuestas. El Consejo además tendrá el mandato de dar seguimiento a las acciones planteadas en el Libro Verde, actuando así como una herramienta de gobernanza. Para impulsar las iniciativas específicas planteadas en el documento el Consejo podrá crear grupos de trabajo temáticos. Así, en la audiencia pública, junto con el borrador del Libro Verde también se ha publicado un borrador de Orden Ministerial que regulará su funcionamiento.

En definitiva, con la presentación del Libro Verde se plantea una propuesta para fortalecer el marco de finanzas sostenibles a través de la colaboración de todas las partes implicadas. Pretendemos establecer espacios de diálogo y herramientas prácticas para facilitar la adaptación de empresas, especialmente pymes. La constructiva acogida recibida en la audiencia pública nos muestra que el sector privado y las instituciones financieras están plenamente involucradas. Se trata en última instancia de que todos trabajemos desarrollando soluciones que ayuden a movilizar financiación y a diseñar estrategias transformadoras dentro de las empresas.

II. La digitalización del sector financiero y su impacto en el mercado de valores

El segundo pilar fundamental sobre el que se basan las políticas nacionales y de la Unión Europea para hacer nuestras economías más competitivas, resilientes y capaces de afrontar los retos del futuro es la transición digital.

La digitalización de la economía está trayendo consigo cambios sin precedentes en todos los sectores y, en particular, en el ámbito financiero, que se encuentra a la vanguardia de este proceso de transformación. En los últimos años hemos asistido a la aparición de nuevos jugadores, como las *fintechs*, que compiten con las instituciones financieras tradicionales, aumentando la innovación, mejorando la calidad y variedad de servicios financieros y reduciendo los costes para los clientes, tanto consumidores como empresas. Por otro lado, con la transformación digital vienen apareciendo nuevos productos y servicios financieros como los criptoactivos, con tecnologías innovadoras como las tecnologías de registro distribuido, que tienen un importante potencial para mejorar la eficiencia, transparencia y seguridad de los mercados de capitales.

En cualquier caso, si bien este proceso de digitalización e innovación financiera trae importantes ventajas, también trae consigo riesgos, como son la posibilidad de aumentar la exclusión financiera derivada de servicios cada vez más digitalizados; la mayor exposición de los consumidores a fraudes cada vez más sofisticados; una mayor exposición a ciberataques, con importantes conse-

cuencias al tener cada vez más información digitalizada; así como riesgos asociados a la creciente utilización de los criptoactivos, para inversores minoristas y para la estabilidad financiera.

A nivel Unión Europea y a nivel nacional en España, se está adoptando una serie de medidas regulatorias que tienen como principal objetivo potenciar y aprovechar los beneficios que derivan de este proceso de digitalización e innovación en el ámbito financiero, al mismo tiempo que se minimizan los riesgos derivados de estas nuevas tecnologías velando por la protección del consumidor y la estabilidad financiera.

Planteamos un breve repaso de las principales medidas europeas y nacionales que se han venido adoptando en los últimos años o están actualmente sobre la mesa en el ámbito de las finanzas digitales y que muestran este doble objetivo.

1. Medidas regulatorias para potenciar las ventajas de la digitalización e innovación financiera

En los últimos años, la Unión Europea ha estado impulsando medidas legislativas que tienen como principal objetivo aprovechar y potenciar las ventajas derivadas de la digitalización e innovación financiera. En el ámbito concreto de los mercados financieros se ve un importante potencial de innovación por dos vías: en primer lugar, por la vía de las finanzas abiertas, más conocidas por su término en inglés, *open finance*; y en segundo lugar mediante el aprovechamiento de la tecnología de los registros distribuidos para las infraestructuras de mercado. Los Estados miembros están trabajando en estas dos líneas.

(i) Las finanzas abiertas (open finance)

La compartición de datos financieros permite la aparición de nuevos actores, que aumentan la competencia ofreciendo nuevos servicios de valor añadido o mejorando los existentes impulsando la innovación.

Ya en 2015, la Directiva de pagos (PSD2)¹, piedra angular de la legislación europea de pagos actualmente en proceso de revisión, introdujo por primera vez el concepto de banca abierta, u *open banking* en inglés, obligando a las entidades de crédito a compartir datos sobre las cuentas de pago de sus clientes con terceros proveedores de servicios que cuenten con licencia de proveedores de servicios de iniciación de pagos (o PISPs, por sus siglas en inglés) o de proveedores de servicio de información sobre cuentas (o AISPs, por sus siglas en inglés) a través de interfaces conocidas como APIs (*Application Programming Interfaces*).

La experiencia positiva del *open banking* ha llevado a la Comisión Europea a dar un paso más allá presentando en junio de 2023 una nueva propuesta de reglamento² conocida por sus siglas en inglés como FIDA (de Financial Data Access) que busca sentar las bases para impulsar las finanzas abiertas en la Unión. Esta nueva norma, que está en proceso de aprobación, amplía las obligaciones de compartición de datos más allá de los datos de cuentas de pagos, para abarcar una amplia variedad de productos financieros, que incluyen desde contratos de préstamo hasta productos de inversión o planes de pensiones y seguros. La norma pone el foco en el cliente financiero y en su control sobre los datos que se comparten. Para ello prevé la creación de cuadros de mando

¹ Directiva (UE) 2015/2366 del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de noviembre de 2015 sobre servicios de pago en el mercado interior y por la que se modifican las Directivas 2002/65/CE, 2009/110/CE y 2013/36/UE y el Reglamento (UE) no 1093/2010 y se deroga la Directiva 2007/64/CE.

² Propuesta de REGLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO relativo a un marco para el acceso a los datos financieros y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010, (UE) n.º 1094/2010, (UE) n.º 1095/2010 y (UE) 2022/2554.

(*data permission dashboards*, en inglés) que utilizarán los clientes para otorgar o eliminar permisos de compartición de datos.

Las negociaciones europeas avanzan a buen ritmo, aunque aún quedan algunos temas que perfilar como la posibilidad de implementar la compartición de datos de manera gradual para los distintos tipos de datos en función de la demanda; terminar de definir cuál debería ser la configuración de los esquemas a través de los cuales se compensará a las entidades financieras poseedoras de los datos por compartirlos con terceros proveedores de servicios; o especificar la interrelación entre las obligaciones de compartición de datos por parte de entidades financieras con las obligaciones de compartición de datos de entidades de otros sectores, como el sector tecnológico donde los conocidos como *gatekeepers* también tienen obligaciones en base al Reglamento de Mercados Digitales³ (más conocido como DMA, por sus siglas en inglés).

Una vez la norma sea aprobada y entre en vigor, la labor de los supervisores nacionales y europeos será crucial para garantizar su correcta implementación.

(ii) La tecnología de registro distribuido en las infraestructuras de mercado

Otra área de gran interés para impulsar la innovación en los mercados de capitales pasa por el uso de la tecnología de registro distribuido, más conocida como DLT por sus siglas en inglés (*Distributed Ledger Technology*).

Si bien su aplicación más conocida son los criptoactivos, esta tecnología tiene potencial en otros ámbitos, en concreto, en el ámbito de las infraestructuras de mercado. La tecnología de registro distribuido permite introducir programabilidad, eliminar intermediación y garantizar trazabilidad, elementos que pueden contribuir a aumentar la eficiencia, transparencia y seguridad de los procesos de emisión, negociación y liquidación de instrumentos financieros.

Precisamente por esto, en mayo de 2022, la Unión Europea aprobó el Reglamento de régimen piloto de tecnología de registro distribuido⁴. Esta norma modifica la normativa europea, en concreto, la Directiva MIFID II⁵, para aclarar que los instrumentos financieros recogidos en la norma, cuando estén emitidos en DLT, tendrán también la consideración de instrumentos financieros, siendo de aplicación toda la normativa prevista para los mismos, incluyendo, entre otros, los preceptos previstos para ofertas públicas, admisión a cotización o normas de abuso de mercado. En cualquier caso, en la medida en que la normativa tradicional de mercado de valores no está concebida teniendo en cuenta esta nueva tecnología, existe el riesgo de que existan vacíos legales o que determinados preceptos impidan o restrinjan una emisión, negociación y liquidación de instrumentos en DLT de manera eficiente. Así, aquellas infraestructuras de mercado que cumplan una serie de requisitos que las permita cualificar como infraestructuras de mercado basadas en DLT para el régimen piloto podrán solicitar exenciones temporales de algunos requisitos específicos de la normativa aplicable. De esta manera, los reguladores tratan de impulsar la innovación en este campo poniendo al mismo tiempo salvaguardias a la estabilidad financiera y a la protección del inversor.

A nivel nacional se han adoptado medidas para adaptar el ordenamiento jurídico interno a la normativa europea. En la Ley de Mercado de Valores y Servicios de Inversión⁶, aprobada en 2023, se

³ Reglamento (UE) 2022/1925 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de septiembre de 2022 sobre mercados disputables y equitativos en el sector digital y por el que se modifican las Directivas (UE) 2019/1937 y (UE) 2020/1828.

⁴ Reglamento (UE) 2022/858 del Parlamento Europeo y del Consejo de 30 de mayo de 2022 sobre un régimen piloto de infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 600/2014 y (UE) n.º 909/2014 y la Directiva 2014/65/UE.

⁵ Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

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

introduce la posibilidad de emitir instrumentos financieros en tecnología de registro distribuido. Para dar plena seguridad jurídica a estos preceptos se está trabajando en un Proyecto de Real Decreto para la utilización de sistemas basados en Tecnología de Registros Distribuidos, inspirado en la regulación de los valores representados en anotaciones en cuenta con las adaptaciones pertinentes, que regula, con mayor grado de detalle que la ley, la emisión y negociación de este tipo de instrumentos. Como aspecto más novedoso, la norma regula los requisitos y particularidades de las entidades responsables de la administración de la inscripción y registro de estas emisiones, entidades financieras que interactúan con el proveedor de tecnología de registro distribuido y se encargan de llevar el registro de las emisiones.

2. Medidas regulatorias para mitigar los riesgos derivados de la digitalización e innovación financiera

En cualquier caso, si bien la digitalización trae oportunidades, también introduce riesgos, que debemos tratar de mitigar.

(i) Fraude

Uno de los riesgos que más aumenta con la creciente digitalización los servicios es el fraude financiero. Sin ir más lejos, desde 2019 las estafas financieras han aumentado un 75%.

Como los estafadores van actualizando continuamente su operativa, haciendo uso de nuevas tecnologías y herramientas para desarrollar métodos cada vez más sofisticados, realmente cualquiera puede ser hoy en día víctima de fraude. En cualquier caso, hay determinados grupos de población donde el riesgo es mayor, en concreto, personas de mayor edad y grupos de la población con menores habilidades digitales y, por otro lado, los jóvenes, en la medida en que están más expuestos a estos medios digitales. Así, una herramienta especialmente relevante para reducir este problema, al margen de la regulación, es la educación financiera, dirigida a la población general y a los segmentos más expuestos en particular.

En esta línea, existe en España desde el 2008 una estrategia de Educación Financiera, promovida inicialmente por Banco de España y la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV), a la que se ha unido posteriormente el Ministerio de Economía, Comercio y Empresa. La estrategia se gestiona a través de planes cuatrienales, donde se definen los objetivos y líneas generales de actuación. En el Plan de Educación Financiera vigente actualmente, se recoge la prevención del fraude como una de sus principales líneas de actuación. Así, se han venido desarrollando actividades dirigidas al público general y a segmentos particulares para informar sobre los distintos tipos de fraude y recomendar actuaciones para prevenir ser víctima del mismo.

Al margen de la estrategia de Educación Financiera, en abril de 2022, 19 entidades de naturaleza pública y privada firmaron el Plan de Acción contra el Fraude Financiero (PAFF) promovido por la CNMV, comprometiéndose a fomentar actividades que proporcionen a los consumidores herramientas para luchar contra los intentos de fraude.

(ii) Riesgos de ciberseguridad del sector financiero

Otro riesgo importante que viene de la mano de la digitalización de los servicios financieros es la mayor exposición de las entidades financieras, desde bancos hasta entidades de servicios de inversión, aseguradoras o gestoras de planes de pensiones, a ciberataques; y el mayor alcance que

este tipo de ataques pueden tener para la seguridad nacional, privacidad de los datos personales y correcto funcionamiento de la economía.

Con el objetivo de aumentar la preparación y resiliencia del sector financiero frente a ciberataques y interrupciones en las tecnologías de la información y comunicación, la Unión Europea aprobó en diciembre de 2022 el Reglamento DORA, sobre resiliencia operativa digital para el sector financiero⁷, con una Directiva⁸ de acompañamiento. DORA es una norma vertical” *lex specialis*”, que complementa y se aplica de manera preferente a la legislación horizontal europea en materia de ciberresiliencia. El Reglamento recoge obligaciones de carácter preventivo a adoptar *ex ante* por las instituciones financieras para evitar ciberataques y normas *ex post* de gestión, clasificación y notificación de ciberataques una vez se han producido para minimizar los daños. En la medida en que gran parte de las entidades financieras externalizan la provisión de servicios de tecnología de la información y comunicación en terceros proveedores, la norma introduce una serie de obligaciones para esta subcontratación. La supervisión de las obligaciones DORA se asignan a las autoridades supervisoras nacionales sectoriales, en el caso de España, al Banco de España, CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. No obstante, se prevé un marco de supervisión específico para los proveedores terceros esenciales de servicios de tecnologías de la información y comunicación, que recae fundamentalmente sobre las Autoridades Europeas de Supervisión.

Los reguladores nacionales están trabajando para transponer las disposiciones de la Directiva DORA al ordenamiento jurídico nacional, introduciendo las obligaciones en las normas nacionales sectoriales correspondientes. Se está redactando asimismo un régimen de infracciones y sanciones para casos de incumplimiento y determinando las autoridades competentes para algunos casos que exige la norma. Todo esto está recogido en el Anteproyecto de Ley de Digitalización y Modernización del Sector Financiero y el Proyecto de Real Decreto que la desarrolla, cuyos textos saldrán para Audiencia Pública a finales de 2024 con la idea de que las normas DORA puedan ser aplicables a partir del 17 de enero de 2025, tal y como exige la norma europea.

Más allá de las obligaciones europeas y en vista de la importancia que se confiere en España a la resiliencia operativa digital del sector financiero, en diciembre de 2023 se amplió en nuestro país el ámbito de aplicación del Reglamento DORA para cubrir un espectro más amplio de entidades participantes en los sistemas de pago.

(iii) Riesgos asociados a los criptoactivos

Por último, conviene hacer referencia a los criptoactivos. El desarrollo de nuevas tecnologías en el sector financiero ha contribuido a la aparición de nuevos activos financieros basados en criptografía y redes descentralizadas, como es la tecnología de registro distribuido. Estos activos y, sobre todo, la tecnología sobre la que se asientan, presenta un indudable potencial, tal y como hemos mencionado anteriormente; no obstante, también traen consigo importantes riesgos de distinta índole.

En primer lugar, la opacidad que rodea el funcionamiento y la identidad del usuario en algunos de estos activos los ha convertido en activos usados para actividades ilícitas como el blanqueo de capitales, la financiación del terrorismo o la evasión de sanciones financieras internacionales.

Por otro lado, aunque en un principio los criptoactivos nacen con el objetivo de crear un sistema de pagos alternativo al actual, descentralizado y desintermediado, eliminando el papel de los bancos centrales y comerciales, piedra angular de los medios de pago tradicionales, por el momento estos

⁷ Reglamento (UE) 2022/2554 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero y por el que se modifican los Reglamentos (CE) 1060/2009, (UE) 648/2012, (UE) 600/2014, (UE) 909/2014 y (UE) 2016/1011.

⁸ Directiva (UE) 2022/2556 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 por la que se modifican las Directivas 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/59/UE, 2014/65/UE, (UE) 2015/2366 y (UE) 2016/2341 en lo relativo a la resiliencia operativa digital del sector financiero.

activos no han conseguido cumplir las funciones del dinero y asentarse como medios de pago generalizados en la economía real. Ni siquiera las generalmente denominadas “stablecoins”, diseñadas específicamente para reducir la volatilidad y poder actuar, así, como medio de pago, han logrado este objetivo. De hecho, según datos de Bloomberg⁹, más del 90% de la transaccionalidad de las stablecoins se explica de manera endógena al ecosistema cripto, es decir, la mayor parte de las stablecoins se usan como medio de cambio para a su vez hacer transacciones en criptomonedas, pero no como medio de cambio en la economía real. No obstante, un eventual uso generalizado de este tipo de activos como medio de cambio a futuro puede suponer una amenaza para la estabilidad financiera y poner en riesgo el correcto funcionamiento del sistema de pagos y de la política monetaria.

En cualquier caso, si bien a día de hoy los criptoactivos no se usan de manera generalizada como medios de pago, estos sí han ganado importancia como activos de inversión. La elevada volatilidad de estos activos unida a la complejidad de su funcionamiento y la irreversibilidad de las operaciones que se realizan con ellos, hacen que los criptoactivos sean productos de inversión poco adecuados para inversores minoristas, que, sin embargo, se publicitan en gran medida a través de redes sociales de manera agresiva y engañosa.

Por último, conviene mencionar que la exposición a inversiones en criptoactivos por parte de las entidades de crédito amenaza con tener efectos negativos sobre la estabilidad financiera.

Para paliar todos estos riesgos, los reguladores han adoptado distintas medidas.

Dentro de éstas conviene hacer especial hincapié en la aprobación, en junio de 2023, del Reglamento europeo sobre Mercados de Criptoactivos¹⁰, más conocido como MiCA, por sus siglas en inglés. España está siendo uno de los países pioneros en la adopción de las normas MiCA, a raíz de la decisión de acortar el periodo transitorio de aplicación previsto en el Reglamento en seis meses, de forma que el Reglamento pasará a ser plenamente aplicable en España a partir de diciembre de 2025, en lugar de julio de 2026 como se prevé en la norma.

El Reglamento regula la emisión, oferta al público, admisión a negociación y prestación de servicios con criptoactivos no considerados instrumentos financieros, dejando fuera los tokens no fungibles. Para ello, la norma distingue entre fichas referenciadas a activos, fichas de dinero electrónico y otros criptoactivos, y obliga a los Estados miembros a designar autoridades supervisoras para los emisores y proveedores de servicios de los mismos. Así, en España, corresponde al Banco de España supervisar y autorizar, en su caso, la emisión de fichas referenciadas de activos y fichas de dinero electrónico, en coordinación, en algunos casos, con la Autoridad Bancaria Europea. Se prevé una serie de salvaguardas para evitar distorsiones significativas en los sistemas de pagos y abordar riesgos de política monetaria que puedan derivarse de una adopción generalizada de stablecoins como medio de pago. Por otro lado, corresponde a la CNMV controlar las ofertas y solicitudes de admisión a negociación de otros criptoactivos no stablecoins y autorizar y supervisar la actuación de los prestadores de servicios sobre criptoactivos (o CASPs). En la regulación de estos criptoactivos no stablecoins y sobre la prestación de servicios, MiCA replica en gran medida los fundamentos de la regulación tradicional para instrumentos financieros.

En el Anteproyecto de Ley de Digitalización y Modernización del Sector Financiero en el que está trabajando el Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, se recogen también medidas para garantizar que MiCA será plenamente aplicable en las fechas en que España se ha comprometido. Para ello es necesario llevar a cabo una serie de modificaciones, entre las que se encuentran: reforzar el

⁹ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-05-05/more-than-90-of-stablecoin-transactions-aren-t-real-study-finds?embedded-checkout=true>

¹⁰ Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2023, relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010 y (UE) n.º 1095/2010 y las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/1937.

régimen de prevención de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo de los proveedores de servicios de criptoactivos; determinar el régimen transitorio para los prestadores de servicios de criptoactivos que venían prestando servicios sin la autorización que prevé MiCA; gestionar el traspaso del registro de proveedores de servicios de criptoactivos del Banco de España a la CNMV; o adecuar el régimen sancionador ya recogido en la Ley de Mercado de Valores y Servicios de Inversión.

Más allá de MiCA, se han introducido otras medidas para mitigar algunos de los riesgos de los criptoactivos.

Por un lado, los supervisores nacionales, europeos e internacionales vienen advirtiendo reiteradamente acerca de los riesgos que presentan los criptoactivos para inversores no especializados, mediante la emisión de recomendaciones.

Adicionalmente, la CNMV ha desarrollado, mediante la Circular 1/2022, un régimen específico al que debe sujetarse la actividad publicitaria de criptoactivos, que tiene como objetivo evitar la publicidad agresiva o engañosa. De hecho, en el Anteproyecto de Ley de Digitalización y Modernización del Sector Financiero se refuerzan las potestades de la CNMV respecto a la publicidad de criptoactivos para incluir facultados adicionales que prevé MiCA.

Por último, para reducir el riesgo que puede suponer para la estabilidad financiera la exposición de entidades de crédito a este tipo de activos, hasta que terminen de negociarse los estándares de Basilea, la CRR3¹¹ prevé un régimen transitorio prudencial de los criptoactivos, que recoge una serie de requisitos de capital, límites a la ratio de apalancamiento, requisitos específicos de liquidez y límites a la exposición de tipos específicos de criptoactivos, que limitan el riesgo que asumen estas entidades derivadas de este tipo de inversiones.

Todas estas medidas que hemos mencionado para mitigar los distintos riesgos de la digitalización e innovación financiera, además de reducir el riesgo, contribuyen a aumentar la confianza, lo que facilita que se aproveche el potencial de las tecnologías para aportar una dosis significativa de innovación, eficiencia y transparencia a nuestro sistema financiero.

III. Conclusión

La convergencia entre las finanzas sostenibles y digitales representa una oportunidad histórica para transformar el sistema financiero hacia un modelo más resiliente, inclusivo y adaptado a los desafíos contemporáneos. Las acciones descritas en este análisis reflejan el esfuerzo tanto a nivel europeo como nacional por construir marcos regulatorios que canalicen inversiones responsables y fortalezcan la seguridad y transparencia en el ámbito digital. El liderazgo de la Unión Europea y de España en esta transición busca asegurar que el crecimiento económico y el bienestar social sean sostenibles en el largo plazo, promoviendo políticas que incentiven la adaptación del sector financiero, el empresarial y la colaboración público-privada.

De cara al futuro, el éxito de estas iniciativas dependerá de la capacidad para implementar efectivamente estos marcos y de adaptar las regulaciones a los cambios tecnológicos y medioambientales emergentes. Solo con un compromiso continuo y colaborativo entre el sector público, las empresas y la sociedad civil será posible cumplir con los ambiciosos objetivos de sostenibilidad y digitalización, construyendo así un sistema financiero que impulse el desarrollo económico inclusivo y sostenible en el siglo XXI.

11 Reglamento (UE) 2024/1623 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2024, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 en lo que respecta a los requisitos para el riesgo de crédito, el riesgo de ajuste de valoración del crédito, el riesgo operativo, el riesgo de mercado y el suelo de los activos ponderados por riesgo.

TRANSFORMACIÓN DIGITAL DE LOS ORGANISMOS SUPERVISORES Y DE LOS MERCADOS DE CAPITALES¹²

Solange Berstein Jáuregui

Presidenta de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) de Chile

Introducción

Durante los últimos 25 años, los reguladores y supervisores financieros han evolucionado significativamente. A partir del aprendizaje mutuo en instancias como las que facilitan el IIMV y otros organismos internacionales, y su labor supervisora diaria, han avanzado en cómo abordar las temáticas y riesgos emergentes. La entonces Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), actual Comisión para el Mercado Financiero (CMF), ha aumentado su alcance y perímetro regulatorio, transformándose en 2019 en un regulador integrado, presidido por un órgano colegiado.

Hace 25 años, el mundo estaba tomando nota de las lecciones aprendidas de la Crisis Asiática. En paralelo, la tecnología y el uso de internet crecían exponencialmente: el boom eran las “empresas punto com”, que tuvieron su propia crisis años más tarde – algunas sobrevivientes se transformaron en Bigtech –, y las novedades eran la banda ancha y los teléfonos inteligentes. Por su parte, el uso de computadoras, que ya contaba con 40 años de historia en la industria financiera, se masificaba también a nivel de los hogares.

Durante la década del 2000, nacieron las primeras redes sociales de alcance global, cuyo uso se vio potenciado con la masificación de los teléfonos inteligentes, que dio lugar a un crecimiento significativo de la adopción de tecnologías en la provisión de servicios financieros. Este proceso se inició en 2007, coincidiendo con el inicio de la Gran Crisis Financiera, que recién finalizaba cuando se inventó el Bitcoin basado en tecnología *blockchain*.

En la década siguiente, la *blockchain* se sumó a otras tecnologías habilitadas por los avances tecnológicos, tales como las APIs, la computación en la nube y la inteligencia artificial (IA). Lo anterior permitió la irrupción de nuevos modelos de negocio en la industria financiera y la modernización de procesos en los incumbentes (Fintech), así como también la tecnología a nivel de supervisores (Suptech) y de cumplimiento regulatorio (Regtech).

Lo anterior no estuvo exento de riesgos. Un mayor uso de la tecnología por parte de los prestadores de servicios de diversas industrias y sus respectivos clientes incentivó un aumento significativo en los ataques informáticos. Es así como la ciberseguridad y la ciberresiliencia adquirieron una mayor importancia a nivel de la industria financiera y de los reguladores. Asimismo, con las Finanzas Abiertas, creció la importancia de fortalecer la protección de datos personales.

En lo más reciente, la pandemia del Covid-19 requirió transversalmente, a nivel de todos los ámbitos e industrias, la adopción de nuevas formas de trabajo y provisión de servicios apalancadas en la tecnología. En los reguladores, el trabajo y supervisión a distancia y el desarrollo de herramientas Suptech fueron necesarios para procurar la continuidad de los procesos y, además, monitorear la estabilidad financiera.

Actualmente, los desafíos continúan. La introducción de la IA Generativa en la prestación de productos y servicios financieros, y en los procesos de supervisión, apuntan a generar mejores servicios y una supervisión más efectiva y eficiente. Sin embargo, su uso también implica riesgos nuevos (alucinaciones, deepfakes), o exacerbación de riesgos tradicionales (ciberseguridad, protección de

¹² Para la generación de este artículo se agradecen las contribuciones de, Claudia Sotelo, Pablo Arriagada, Diego Veroiza, Bretchen Hoskins, Daniel García, Fabián Rojas, Marisol Vidal y Claudia Alarcón.

datos). De cara al futuro, la computación cuántica, y la encriptación resistente a aquélla, serán posiblemente puntos de interés regulatorio.

En este contexto, los reguladores enfrentan una tarea no trivial. El desafío anterior aumenta en aquellos casos donde el regulador tiene múltiples mandatos, como es el caso de la CMF.

La CMF es la autoridad reguladora y supervisora del sistema financiero chileno. Se crea en el año 2017, como continuadora de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), y en 2019 se integra la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF).

Durante estos cinco años de vida, el trabajo de la CMF ha sido intenso con el objetivo de abordar, simultáneamente, los desafíos de la coyuntura y los temas emergentes. En particular, en el ámbito de la transformación digital, destaca la propuesta de legislación (futura Ley Fintec) por parte de la CMF al Ministerio de Hacienda en 2020. Desde 2023, la CMF ha estado trabajando en la implementación de la regulación asociada a esta Ley, que, además de aumentar el perímetro regulatorio, establece la creación de un Sistema de Finanzas Abiertas. Frente a este y otros retos de supervisión, y continuando con la planificación estratégica anterior, un tercio del Plan Estratégico 2023/2026 se relaciona con Fintech, Suptech y datos.

El presente trabajo aborda la transformación del supervisor durante el último cuarto de siglo, enfocándose principalmente en materias digitales.

La sección I entrega contexto sobre la CMF, su mandato, estructura y participación en el IMMV; y muestra la evolución de la regulación financiera del Mercado de Valores en Chile durante los últimos 25 años. La sección II presenta como caso de estudio la experiencia nacional con la emisión de la regulación asociada a la industria *Fintech y el Sistema de Finanzas Abiertas en Chile*. La sección III presenta las tendencias globales en materias Suptech, y el trabajo que la CMF está realizando en este ámbito. Finalmente, en la sección IV se presentan las conclusiones y desafíos futuros.

I. Sobre la Comisión para el Mercado Financiero

1. Mandato Institucional y Ámbito de Supervisión

La CMF es un reconocido servicio público de carácter técnico. Es también una institución joven, pero con una larga historia. Fue creada en febrero de 2017, transformándose en la sucesora y continuadora legal de la Superintendencia de Valores y Seguros, el 16 de enero de 2018. Luego, a contar de junio de 2019 es la continuadora legal de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, la cual dispuso su integración a la CMF. De esta forma, la CMF integra a dos instituciones que, desde 1925, han cumplido el rol supervisor y regulador de los mercados de valores, seguros, bancos e instituciones financieras. En efecto, en 2025 se cumplen 100 años desde la creación de la Superintendencia de Bancos y de la supervisión del mercado de valores¹³.

Una de las principales diferencias de la CMF con sus predecesoras, es el gobierno corporativo¹⁴. La CMF es dirigida por un consejo de cinco comisionados. El Presidente de la institución es designado por el Presidente de la República de Chile y su cargo dura hasta el término del periodo presidencial de quién lo designó. Asimismo, los otros cuatro comisionados son propuestos por el Jefe de Estado y ratificados por el Senado de Chile, sus cargos duran seis años, pudiendo ser reelegidos sólo por

¹³ <https://www.cmfchile.cl/portal/principal/613/w3-article-23900.html>; Ley de Inspección de Bolsas, emitida en 1924, entró en vigencia en 1925: <https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=1145981>

¹⁴ Ley 21.000, que crea la CMF, artículos 9 al 20.

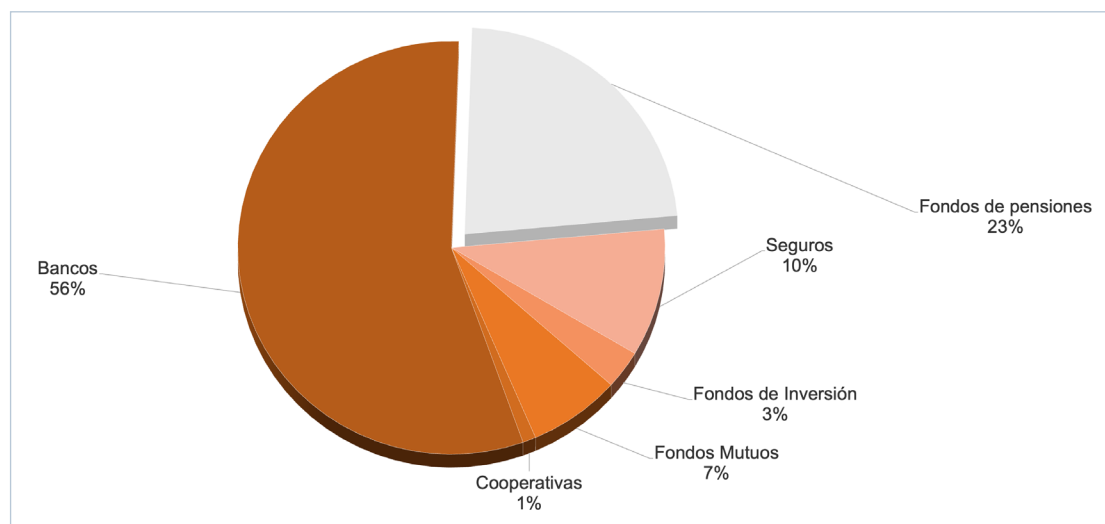
un periodo consecutivo y se renuevan en pares cada tres años. La ley orgánica de la CMF también estipula cláusulas claras de remoción de los comisionados, pudiendo ser la falta a la exclusividad del cargo, faltas o incumplimientos graves como por ejemplo, el incumplimiento al deber de reserva o inasistencias injustificada a sesiones del consejo, por mencionar algunas.

El mandato de la CMF tiene tres pilares. El pilar prudencial se enfoca en la solvencia, liquidez y gestión de riesgos de las instituciones financieras, para evitar que problemas financieros impacten en el bienestar de las personas. El pilar de conducta busca proteger a los inversionistas y usuarios de servicios financieros, promoviendo una mayor transparencia, integridad y un trato justo por parte de las instituciones. Finalmente, el pilar de desarrollo de mercado¹⁵, cuyo objeto es mejorar la eficiencia, accesibilidad, profundidad y resiliencia del sistema financiero, para fomentar el crecimiento económico inclusivo y sostenible.

A la luz de los mandatos anteriores, la CMF ha definido su misión como la de aportar al bienestar de la sociedad, cautelando por la estabilidad y transparencia del sistema financiero, protegiendo a los usuarios, y facilitando el desarrollo de servicios idóneos.

Una buena parte del cumplimiento del mandato de la CMF se hace a través de la supervisión, ya sea bajo el pilar prudencial o de conducta. A la CMF le corresponde la fiscalización y registro de un conjunto relevante de entidades de los mercados de valores, seguros, bancos e instituciones financieras y de otras entidades establecidas por ley. A diciembre de 2023, la CMF fiscalizaba más de 7 mil entidades, y más del 77% de los activos del mercado financiero regulados en nuestro país (ver Figura I.1).

Figura I.1: Principales activos del sistema financiero.



Nota: Fondos de pensiones son supervisados por la Superintendencia de Pensiones: www.spensiones.cl
 Fuente: Informe Anual 2023, CMF / https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/articles-82485_doc_pdf.pdf

En cuanto al mercado de valores, éste se encuentra regulado por la Ley del Mercado de Valores (Ley 18.045) y las leyes referidas a sociedades anónimas (Ley 18.046), administración de fondos de terceros (fondos de inversión, fondos mutuos y otros) (Ley 20.712), asesoría de inversión (Ley 21.314), depósito y custodia de valores (Ley 18.876), la ley de sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros (Ley 20.345) y ley de Bolsa de Productos (Ley 9.220)¹⁶. En ese

¹⁵ <https://www.cmfchile.cl/portal/prensa/615/w3-article-84668.html>

¹⁶ Las leyes mencionadas pueden ser encontradas en el siguiente link: <https://www.bcn.cl/leychile/>

sentido, las entidades de valores supervisadas por la CMF son: emisores de valores de oferta pública, bolsas de valores y de productos, entidades de contraparte central y cámaras de compensación, corredores de bolsa y agentes de valores, y administradoras generales de fondos y administradoras de carteras.

2. Cooperación internacional: 25 años en el IIMV

Debido a la sostenida y creciente integración de mercados y al desarrollo de innovaciones tecnológicas que de algún modo difuminan fronteras geográficas, la CMF considera de suma importancia la cooperación internacional para efectos de asistencia mutua y procurar un desarrollo de un mercado financiero adecuado, resiliente e íntegro. La colaboración a nivel global permite monitorear las tendencias y riesgos emergentes, reducir el arbitraje regulatorio y perfeccionar la supervisión mediante la adopción de buenas prácticas internacionales. En tanto, la colaboración a nivel iberoamericano permite, adicionalmente, abordar prioridades atinentes a la región.

Actualmente, la CMF participa en un amplio número de instancias de cooperación internacional donde desarrolla actividades centradas en temáticas asociadas a supervisión y regulación financiera, educación financiera, prevención del lavado de activos, sustentabilidad y desarrollo económico.

En este contexto, la CMF es miembro del Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV) desde sus inicios en el año 1999. Desde entonces Chile presidió el Consejo del IIMV en el período 2001 a 2003; ha sido sede de la Reunión de Autoridades del Consejo en 2002 y 2009; también fue anfitrión del II Congreso Internacional de XBRL en Iberoamérica en el año 2007; de la VII Reunión sobre Casos Prácticos de Inspección y Vigilancia de Mercados y Entidades en el año 2011 y para la Presentación oficial del Estudio sobre Gobierno Corporativo en Iberoamérica que se llevó a cabo el año 2015. Adicionalmente, la CMF ha tenido una intensa participación en los estudios publicados en el sitio web del IIMV¹⁷, así como realizando contribuciones para la Revista del IIMV¹⁸. Por otro lado, también participa activamente en seminarios que realiza el IIMV para los organismos supervisores miembros, sobre temáticas relativas a regulación y supervisión del mercado de valores.

3. Avances en leyes y normativas en el mercado de valores¹⁹

Desde la década de los años 90, la evolución legislativa ha estado orientada a fomentar un ambiente seguro y competitivo, incentivando tanto la inversión local como extranjera. El enfoque en la transparencia, la supervisión y la diversificación de instrumentos ha sido crucial para el desarrollo sostenido del mercado de valores chileno.

El principal cuerpo legal del mercado de valores en Chile es la Ley N°18.045 del Mercado de Valores (LMV) de 1981, la cual regula las transacciones de instrumentos financieros de oferta pública realizadas por intermediarios de valores autorizados por la CMF, independientemente del mercado en el cual se realice (OTC²⁰ o formal).

Esta ley ha tenido dos reformas importantes en 1995 y 2004 que fortalecieron la confianza de los inversionistas, aumentando con ello su participación y el desarrollo de nuevos instrumentos diversificando la oferta y profundizando el mercado. En particular, la reforma de 1995 se concentró en aumentar la protección al inversionista y otorgar mayor transparencia al mercado, con requisitos de

¹⁷ <https://www.iimv.org/estudios-iimv/>

¹⁸ <https://www.rimv.org/>

¹⁹ El link a las leyes y normativas descritas se puede encontrar en el Anexo 1.

²⁰ Over the counter

información más estrictos para las empresas que cotizan en bolsa y la promoción de buenas prácticas de gobierno corporativo. Además, fortaleció la supervisión, lo que a su vez fue complementado años más tarde en 2019 con la creación de la CMF como autoridad reguladora y supervisora de valores, seguros, banca y otras entidades financieras, como se describió anteriormente. Por su parte, la reforma de 2004 acercó al mercado local a los estándares internacionales, permitió nuevos instrumentos y estructuras, como fondos de inversión, y promovió un mayor acceso al mercado mediante la simplificación de procedimientos para la emisión y colocación de valores.

A su vez, varios cuerpos legales han profundizado distintos aspectos de estas reformas, como son la Ley 19.769 de 2001 conocida como la primera reforma al mercado de capitales (MK I). En ella, se flexibilizó el tipo de inversión que pueden realizar los fondos mutuos y compañías de seguros. Adicionalmente, esta reforma facilitó la internacionalización del sector bancario, creó la figura de Administradora General de Fondos (AGF) y perfeccionó las leyes de sociedades anónimas y de fondos de inversiones. Luego vino la segunda reforma al mercado de capitales (MK II) con la Ley 20.190 de 2007 que continuó el proceso de modernización del mercado de capitales introduciendo adecuaciones tributarias e institucionales para el fomento de la industria de capital de riesgo. Tres años más tarde en 2010, se aprobó la Ley 20.448 conocida como MK III, que introdujo reformas en materia de liquidez, innovación financiera e integración del mercado de capitales, mediante la facilitación del acceso de las empresas al mercado, el aumento de la competencia en el sistema financiero y de la protección a los inversionistas. Además, esta Ley potenció el rol de las bolsas electrónicas y flexibilizó el marco regulatorio para atraer una mayor inversión extranjera.

Los cambios introducidos por MK III fueron perfeccionados en 2014 y 2021. En 2014 se promulgó la Ley Única de Fondos o LUF (Ley N°20.712), que significó la creación de un único cuerpo legal sobre la administración de fondos de terceros y carteras individuales, definiendo reglas de constitución, remuneración, y patrimonio de las administradoras generales de fondos; las características, límites y condiciones generales que deben tener o cumplir los fondos mutuos y los fondos de inversión; el tipo y las normas que regulan a los fondos que por sus características no quedan sometidos a la fiscalización de la CMF; y las condiciones para la administración de cartera. Además, incluyó modificaciones que simplificaron y modernizaron el esquema tributario de los fondos. Luego, en 2021, mediante la Ley 21.314 conocida como Ley de Agentes, se establecieron nuevas exigencias de transparencia junto con reforzar las responsabilidades de los agentes de los mercados e incorporar una serie de modificaciones a la LMV, como la restricción a familiares de altos ejecutivos de un emisor de valores de oferta pública de participar en transacciones por un plazo de treinta días previos a la divulgación de estados financieros de los mismos. También incorporó una disposición que estableció mecanismos de interconexión en tiempo real, con calce vinculante y automático entre distintas bolsas de valores, de manera que permitan la mejor ejecución de las órdenes de los inversionistas.

Las leyes mencionadas, se han complementado con importantes cambios en la regulación chilena, los cuales se pueden agrupar en: i) aquellos relacionados a normas de gobierno corporativo, ii) aquellos relacionados con procesos de internacionalización, transparencia y confianza al mercado, y iii) aquellos relacionados con gestión de riesgos y perfeccionamientos de infraestructuras de mercado.

i) Gobierno corporativo y sostenibilidad.

Con el objeto de fortalecer los estándares de buen gobierno corporativo se emitió la NCG N°341 (2012) que estableció un marco de difusión de información respecto de prácticas adoptadas por las sociedades anónimas abiertas, bajo la metodología “comply or explain” y las NCG N°385 y NCG N°386 (ambas 2015), que actualizaron las prácticas de gobierno corporativo e incorporaron materias relacionadas con responsabilidad social y desarrollo sostenible.

En línea con lo anterior, el 2021 se emitió la NCG N°461, que modificó el contenido de la Memoria Anual de los emisores de valores de oferta pública, incorporando un amplio conjunto de temáticas de sostenibilidad y gobierno corporativo de manera integral en ese reporte. Ello, teniendo en consideración que aquello puede tener impactos materiales en el desempeño de los emisores de valores y en las decisiones de los inversionistas.

ii) Internacionalización, simplificación de registros y transparencia

• Internacionalización

La NCG N°352 de 2013 tuvo por objetivo modernizar los requisitos que se debían cumplir para hacer oferta pública de valores extranjeros en Chile. La normativa simplificó los requisitos de inscripción de esos valores extranjeros, al exigir sólo aquella información que el emisor de los valores presenta a su regulador extranjero e incorporó la opción que, al amparo de convenios de colaboración suscritos entre el regulador local y otro de mercados extranjeros, se puedan exceptuar de inscripción los valores ya registrados en esos mercados. Lo anterior, en atención a que esos convenios de colaboración permitirán a los inversionistas contar con información veraz, suficiente y oportuna sobre los valores extranjeros y sus emisores.

Cabe destacar que una alternativa con la que cuentan tanto estados extranjeros, como organizaciones internacionales o supranacionales y entidades extranjeras, es emitir bonos en el mercado chileno directamente en pesos, esta alternativa se conoce como “huaso *bonds*”. Al respecto, la NCG N°304 de 2011 establece los requisitos de información para que las mencionadas entidades, puedan hacer oferta pública de sus bonos exclusivamente a inversionistas calificados. Esta norma establece el procedimiento de solicitud de inscripción en el Registro de Valores, y las obligaciones de información continua a que queda sujeto el emisor y el valor.

• Ofertas privadas y ofertas públicas con excepción

La NCG N°336 de 2012 establece qué tipo de ofertas de valores no constituirán ofertas públicas, y que, como tales, no deben cumplir con las disposiciones contenidas en la Ley de Mercado de Valores y Ley de Sociedades Anónimas, entre otras. A su vez, la NCG N°345 de 2013 exime del requisito de inscripción del emisor y de los valores que éste emite, a determinadas ofertas públicas de valores.

El 2021 esas disposiciones fueron actualizadas por la NCG N°452 que exceptúa de la obligación de inscripción a determinadas ofertas públicas de valores, con el objetivo de flexibilizar las condiciones, requisitos y parámetros que regían a las ofertas de valores que no requieren de inscripción ante la CMF para ser efectuadas, facilitando el financiamiento por parte de las empresas, al reducir los costos que la Ley de Mercado de Valores impone a las ofertas públicas de valores.

• Simplificación de registros y registro automático

En atención a que la Ley N°21.276 incorporó una nueva modalidad de registro automático para títulos de deuda de emisores ya inscritos en la CMF, que permite, una vez efectuado el pago de derechos por la solicitud de inscripción, entender inscritos los títulos en el Registro de Valores por el solo ministerio de la ley, la CMF emitió la NCG N°451 de 2021 que establece las características o condiciones que deberán cumplir el emisor, la emisión, la colocación o el inversionista al que se dirige la oferta, entre otras; para que los títulos de deuda puedan acogerse a la modalidad de registro automático. A su vez, la NCG N°457 simplificó la inscripción de valores de oferta pública ante la CMF, generando un impacto positivo al reducir significativamente los tiempos de inscripción, y contribuyendo a facilitar el uso del mercado de valores como medio de financiamiento.

- **Transparencia y confianza**

El año 2010 se emitió la NCG N°295 con el objetivo de elevar los estándares de idoneidad de los intermediarios de valores, fortaleciendo el funcionamiento del mercado y proporcionando más información y seguridad a los inversionistas. La normativa estableció los conocimientos con los que debían contar quienes desempeñaran funciones en los intermediarios y que tenían que ser acreditados ante una bolsa de valores en los términos descritos en su reglamentación, la cual debía ser previamente aprobada por el regulador.

El año 2016 esa normativa fue perfeccionada²¹ estableciendo un proceso de acreditación único y común para los intermediarios de valores, corredores de bolsa de productos, administradoras generales de fondos, administradoras de cartera y agentes comercializadores de cuotas. La normativa establece que serán las bolsas de valores del país las entidades a cargo del diseño e implementación del proceso de acreditación de conocimientos, el que deberá aplicarse de manera uniforme y objetiva a todos los sujetos obligados a acreditarse, pudiendo realizar el proceso a través de un Comité de Acreditación o bien, delegando el proceso en un organismo sin fines de lucro.

Luego, en 2023, la NCG N°503 modernizó las reglas para la acreditación de conocimientos y actualizando los sujetos a esa normativa, particularmente incluyendo a los asesores de inversión regulados por la Ley Fintec.

Adicionalmente, dado que la Ley de agentes incorporó al marco jurídico la figura de denunciante anónimo ante la CMF, la NCG 456 de 2021 estableció el procedimiento mediante el cual quienes aporten antecedentes para la detección, constatación o acreditación de infracciones de las leyes materia de competencia de la CMF deberán presentar las solicitudes para obtener la calidad de denunciante anónimo, la admisibilidad de esas solicitudes y los parámetros para determinar el porcentaje de la multa cursada por la Comisión que le corresponderá al denunciante.

iii) Gestión de riesgos y perfeccionamientos de mercado

- **Normativa de Gestión de Riesgo para el Mercado de Valores**

Entre los años 2008 y 2011 se emitió la normativa asociada a la gestión de riesgo y control interno de las entidades del Mercado de Valores, en base a los estándares internacionales vigentes en ese momento²².

El desarrollo normativo para infraestructuras de mercado consideró los estándares vigentes y/o sus versiones preliminares, como los principios CPMI-IOSCO. Las normativas emitidas en aquel momento se relacionaban con requisitos de participantes (NCG N°256 de 2009), Gestión de Riesgo de Crédito y Liquidez (NCG N°258 de 2009), Gestión de Riesgo Operacional (CIR N°1.939 de 2009), e incidentes operacionales críticos, (Circular N°2.020 de 2011), entre otras materias.

Los estándares actualizados durante los últimos 10 años por diversos organismos internacionales como CPMI-IOSCO fueron continuamente considerados en los procesos de supervisión en la CMF, existiendo una brecha normativa formal al respecto para el mercado de valores. En 2024 se abordó

²¹ Fue perfeccionada por la NCG N°412.

²² Destacan la Circular N°1.869 de 2008 y N°2.054 de 2011, que establecieron instrucciones para las Administradoras de Fondos e Intermediarios, respectivamente.

esta brecha, a través de las normativas que armonizaron requisitos con aquéllos vigentes para las otras industrias, sobre gobierno corporativo y Gestión Integral de Riesgos²³.

Finalmente, cabe hacer presente que entre los meses de julio y agosto de 2024 se puso en consulta pública un conjunto de propuestas normativas que establecen los requisitos de patrimonio mínimo para bolsas, intermediarios, administradoras de fondos y de cartera, proponiendo una metodología de activos ponderados por riesgo financieros y operacionales, así como la exigencia de gestión de riesgo operacional a intermediarios de valores.

- **Interconexión bursátil**

En atención a que La Ley de Agentes hizo obligatoria la interconexión de las bolsas de valores y otorgó atribuciones a la CMF para regular el mecanismo de interconexión, se emitió la NCG N°480. Esa normativa establece que las bolsas de valores deben implementar un mecanismo de interconexión en tiempo real, a objeto que las ofertas sobre instrumentos nacionales de renta variable que se ingresen a la Bolsa de Comercio de Santiago y a la Bolsa Electrónica de Chile sean vinculantes entre sí. Esto es, que las órdenes que ingrese una corredora sean calzadas en la bolsa en que se logre la mejor ejecución de esas órdenes, independiente de la bolsa a la que pertenece la corredora. Así también la normativa establece la forma, condiciones y los requisitos técnicos, de comunicación y de seguridad que deben cumplir los mecanismos de interconexión, las bolsas y sus participantes.

- **Implementación de la Ley Fintec**

La NCG N°502 de 2024 establece en un único cuerpo normativo los requerimientos aplicables a quienes presten los servicios de plataforma de financiamiento colectivo, sistema alternativo de transacción, asesoría de inversión, asesoría crediticia y enrutamiento, intermediación y custodia de instrumentos financieros. A su turno, la NCG N°514 regula el sistema de finanzas abiertas al que se refiere la Ley Fintec y que permite a los usuarios del sistema financiero compartir sus datos en forma segura con el objetivo de obtener mayores beneficios y mejores condiciones en la contratación de servicios financieros.

En la sección II “Casos de Estudio Recientes”, se aborda la Ley Fintec que incluye en detalle la aplicación de esta normativa.

La normativa listada en esta breve recopilación, en general, implica desafíos tecnológicos tanto para las entidades reguladas como para el regulador. Por una parte, se exige la implementación de diversos sistemas a nivel de los regulados, tanto a los incumbentes como a los nuevos entrantes. Por otra parte, se fortalecen los requerimientos de información (estructurada y no estructurada) y se simplifican algunos procesos. Al respecto, la sección III presenta la experiencia en la adopción de tecnologías aplicadas a supervisión en el ámbito de la CMF.

23 La NCG N° 508 aplica a las Bolsas de Valores y Bolsas de Productos, la NCG N° 509 para Sociedades Administradoras de Sistemas de Compensación y Liquidación y Empresas de Depósito y Custodia de Valores, que no contaban con una regulación previa. La NCG N° 507, aplicable a Administradoras Generales de Fondos, implica una actualización respecto a la regulación previamente existente. La NCG N° 510 imparte instrucciones sobre gestión de riesgo operacional para las Administradoras Generales de Fondos, Bolsas, Sociedades Administradoras de Sistemas de Compensación y Liquidación y Entidades de Depósito y Custodia de Valores. Destaca, el requisito del involucramiento activo del directorio en la Gestión de Riesgo Operacional, la independencia de las funciones de Gestión de Riesgo y Auditoría y la obligación de reportar incidentes al regulador. Asimismo, deroga la CIR N°1.939, la NCG N°256 y la CIR N°2.020.

II. Casos de Estudio: Fintech y las Finanzas Abiertas en Chile

1. Contexto

En los últimos años, Chile ha experimentado un importante desarrollo en el ámbito de las tecnologías financieras (fintech) y la regulación de las finanzas abiertas, lo que ha generado un ecosistema innovador que está transformando la industria financiera tradicional. Este está siendo guiado por un marco regulatorio robusto conformado por la Ley N°21.521 o Ley Fintec, la Norma de Carácter General (NCG) N°502 sobre prestadores de servicios financieros y la NCG N°514 sobre regulación del sistema de finanzas abiertas, que buscan de manera general equilibrar la innovación tecnológica con la protección de los usuarios y la estabilidad del sistema financiero.

La Ley Fintec está basada en los principios de inclusión e innovación financiera, promoción de la competencia, protección al cliente financiero, adecuado resguardo de los datos tratados, preservación de la integridad y estabilidad financiera, y prevención del lavado de activos y financiamiento del narcotráfico y del terrorismo.

En este contexto, para enfrentar de mejor manera los retos asociados a la implementación de la Ley Fintec, la CMF decidió crear el Centro de Innovación Financiera (CIF) de la CMF. El CIF juega un papel relevante al posicionarse como un canal adicional de comunicación entre la industria Fintech y el regulador de los mercados financieros en Chile, asumiendo un rol activo en el proceso de implementación y monitoreo del sistema de finanzas abiertas en el país.

2. La regulación y supervisión de los prestadores de servicios financieros, denominados Fintec, en Chile

El título II de la ley Fintec y la NCG N°502 emitida por la CMF en 2024, vienen a regular determinados servicios financieros basados en tecnología que anteriormente se encontraban fuera del perímetro regulador y supervisor de la Comisión. Asimismo, se incorpora expresamente la definición de activos financieros virtuales o criptoactivos, entendiéndose por tal la representación digital de unidades de valor, bienes o servicios, con excepción dinero, ya sea en moneda nacional o divisas, que pueden ser transferidos, almacenados o intercambiados digitalmente.

a) Servicios regulados por la Ley Fintec

La Ley Fintec regula específicamente siete servicios financieros, los cuales corresponden a los siguientes:

- **Plataformas de financiamiento colectivo**, que se entiende como el lugar físico o virtual por medio del cual quienes tienen proyectos de inversión o necesidades de financiamiento difunden, comunican, ofertan o promocionan esos proyectos o necesidades, o las características de éstos, y se contactan u obtienen información de contacto de quienes cuentan con recursos disponibles o la intención de participar en esos proyectos o necesidades o satisfacerlos; a fin de facilitar la materialización de la operación de financiamiento.
- **Sistemas alternativos de transacción**, consistente en el lugar físico o virtual que permite a sus participantes cotizar, ofrecer o transar instrumentos financieros o valores de oferta pública, y que no está autorizado para actuar como bolsa de valores de acuerdo con la ley N° 18.045 o como bolsa de productos de acuerdo con la ley N° 19.220²⁴.

²⁴ <https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=30587>

- **Asesoría crediticia**, la cual corresponde a la prestación de servicios de evaluaciones o recomendaciones a terceros respecto de la capacidad o probabilidad de pago de personas naturales y jurídicas o entidades, o de la identidad de éstas, para fines de la obtención, modificación o renegociación de un crédito o financiamiento.
- **Asesoría de inversión**, que se refiere a la prestación de servicios de evaluaciones o recomendaciones a terceros respecto de la conveniencia de realizar determinadas inversiones u operaciones en valores de oferta pública, instrumentos financieros o proyectos de inversión. No comprende la asesoría previsional, entidades de asesoría previsional, asesores financieros previsionales o entidades de asesoría financiera a que se refiere el decreto ley N°3.500²⁵, de 1980, ni los agentes de venta de compañías de seguros.
- **Custodia de instrumentos financieros**, consistente en mantener a nombre propio por cuenta de terceros, o a nombre de éstos, instrumentos financieros, dinero o divisas que provengan de los flujos o de la enajenación de instrumentos financieros mantenidos en custodia, o que hayan sido entregados por éstos para la adquisición de instrumentos financieros o para garantizar las operaciones con esos instrumentos.
- **Enrutamientos de órdenes**, que se refieren al servicio de canalización de órdenes recibidas de terceros para la compra o venta de valores de oferta pública o instrumentos financieros a sistemas alternativos de transacción, intermediarios de valores o corredores de bolsas de productos.
- **Intermediación de instrumentos financieros**, que consiste en el servicio en virtud del cual se realizan actividades de compra o venta de instrumentos financieros para terceros, mediante cualquiera de las siguientes formas: adquiriendo o enajenando por cuenta propia instrumentos financieros, con el ánimo anterior de vender o comprar esos mismos instrumentos al tercero, o adquiriendo o vendiendo instrumentos financieros a nombre de o para dicho tercero.

Para la prestación de estos servicios, la ley Fintec requiere que las entidades interesadas en proveerlos cumplan con las exigencias establecidas por la misma y por la NCG N° 502, las que se revisarán brevemente a continuación.

b) Inscripción en el Registro de Prestadores de Servicios Financieros

La Ley Fintec²⁶ dispone expresamente que sólo pueden dedicarse en forma profesional a la prestación de los servicios mencionados aquellas entidades que se encuentren inscritas en el **Registro de Prestadores de Servicios Financieros (RPSF)** a cargo de la CMF.

Además, dicha Ley dispone que para ser inscrito en el RPSF se debe remitir una solicitud a la Comisión, cumpliendo con lo establecido por la NCG 502, que señale la intención del solicitante de prestar uno o más de los servicios regulados por la Ley Fintec, adjuntando todos los antecedentes exigidos.

c) Autorización para prestar servicios financieros Fintec

La segunda etapa del proceso considera la autorización del o los servicios solicitados. De conformidad a lo señalado por el artículo 7° de la Ley Fintec y la NCG 502, los solicitantes deben acreditar, en la forma, medios y condiciones establecidos por la Comisión, que cumplen con los requisitos

²⁵ <https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=7147>

²⁶ Artículo 5°.

exigidos, para cada uno de los servicios a prestar, tales como sistemas y procedimientos para cumplir con las obligaciones de información y difusión, de gobierno corporativo y gestión de riesgos, de exigencia de patrimonio y de garantías, entre otros.

Es importante señalar que las exigencias mencionadas fueron establecidas en la NCG N°502, en línea con los principios definidos por la Ley para su implementación. Estos principios incluyen la proporcionalidad basada en riesgos, modularidad en los servicios prestados, neutralidad tecnológica, flexibilidad e integralidad. De esta manera, dichos principios permiten que las regulaciones sean aplicadas de forma diferenciada, dependiendo del tipo de servicio y del nivel de riesgo asociado. A continuación, en la Figura II.1, se presenta un resumen de los requisitos establecidos para cada uno de los servicios regulados.

Figura II.1: Requisitos para servicios regulados de la NCG N°502

	Plataforma financiamiento colectivo	Sistemas alternativos de transacción	Intermediarios de instr. finan.	Enrutamiento de órdenes	Custodios	Asesores financieros/ crediticios
Información	●	●	●	●	●	●
Gob. Corporativo y Gestión de Riesgo	●	●	●	●	●	●
Capacidad Operacional		●	●	●	●	
Garantías			●	●	●	
Patrimonio			●		●	
Idoneidad de personas y sistemas						●

Fuente: CMF.

Finalmente, cabe hacer presente que la Ley Fintec dispone que la prestación de los servicios señalados queda sometida a la fiscalización de la CMF, la que dispone de todas las facultades que le confiere su ley orgánica (DL N° 3.538, de 1980) para efectos de vigilar el cumplimiento de las disposiciones dispuestas por esta ley y la NCG N° 502.

3. Sistema de Finanzas Abiertas en Chile

a) Antecedentes

El Sistema de Finanzas Abiertas (SFA) en Chile surge como parte de un esfuerzo amplio por modernizar y fomentar la innovación en el mercado financiero, estando regulado por la Ley Fintec y la Norma de Carácter General N° 514, publicada por la CMF el 3 de julio de 2024. Este sistema consagra el derecho fundamental de *habeas data* o auto determinación informativa, que establece que los usuarios son dueños de sus datos (financieros en el caso del SFA). Por tanto, ellos pueden decidir compartirlos con terceros, otorgando su consentimiento expreso, y siempre que se cumplan ciertos requisitos de seguridad.

El SFA se alinea con las tendencias globales de Open Finance/Banking ya implementadas en mercados internacionales, y busca promover la inclusión financiera, la competencia y la innovación mediante el uso de interfaces de programación de aplicaciones (APIs) que permitan el intercambio seguro de información entre distintos actores del sistema financiero.

b) Participantes del SFA

Las instituciones participantes del SFA son las instituciones proveedoras de información (IPI)²⁷, las instituciones proveedoras de cuentas (IPC)²⁸, los proveedores de servicios basados en información (PSBI) y los proveedores de servicios de iniciación de pago (PSIP).

Por otro lado, la inscripción en calidad de PSBI y IPI es voluntaria. En particular, las IPI señaladas en el artículo 18 de la Ley Fintec, y las entidades inscritas en el RPSF que lleva la Comisión, podrán voluntariamente participar como PSBI sin necesidad de nueva inscripción, pero sujetas al cumplimiento de los requisitos aplicables a las entidades inscritas bajo la normativa CMF.

Todas las entidades, sean IPI, PSBI, IPC o IP, conforme con su rol particular en el sistema, deberán adoptar las medidas necesarias para permitir, según corresponda, la consulta, acceso, entrega e intercambio de información, de forma expedita y segura, respecto de los tipos de datos, productos y servicios financieros relativos a clientes, que hayan contratado productos o servicios financieros.

c) Plazo de implementación del SFA.

La Ley Fintec y la NCG 514 han dispuesto un cronograma para la implementación progresiva del SFA en Chile. De acuerdo con la NCG 514, se establece un periodo de vacancia de 24 meses a partir de su publicación, con una entrada en vigencia a partir del 3 de julio de 2026. Este periodo permitirá que la CMF desarrolle las especificaciones técnicas²⁹ necesarias para el adecuado funcionamiento del sistema. Estas especificaciones contarán con aportes no vinculantes del Foro del Sistema de Finanzas Abiertas³⁰, una instancia colaborativa que tiene por propósito entregar propuestas que sirvan de insumo al proceso de desarrollo normativo que lleva a cabo la CMF en este ámbito.

En la figura siguiente se muestra el cronograma dispuesto para la implementación del SFA en Chile, por grupo de entidades y el tipo de productos.

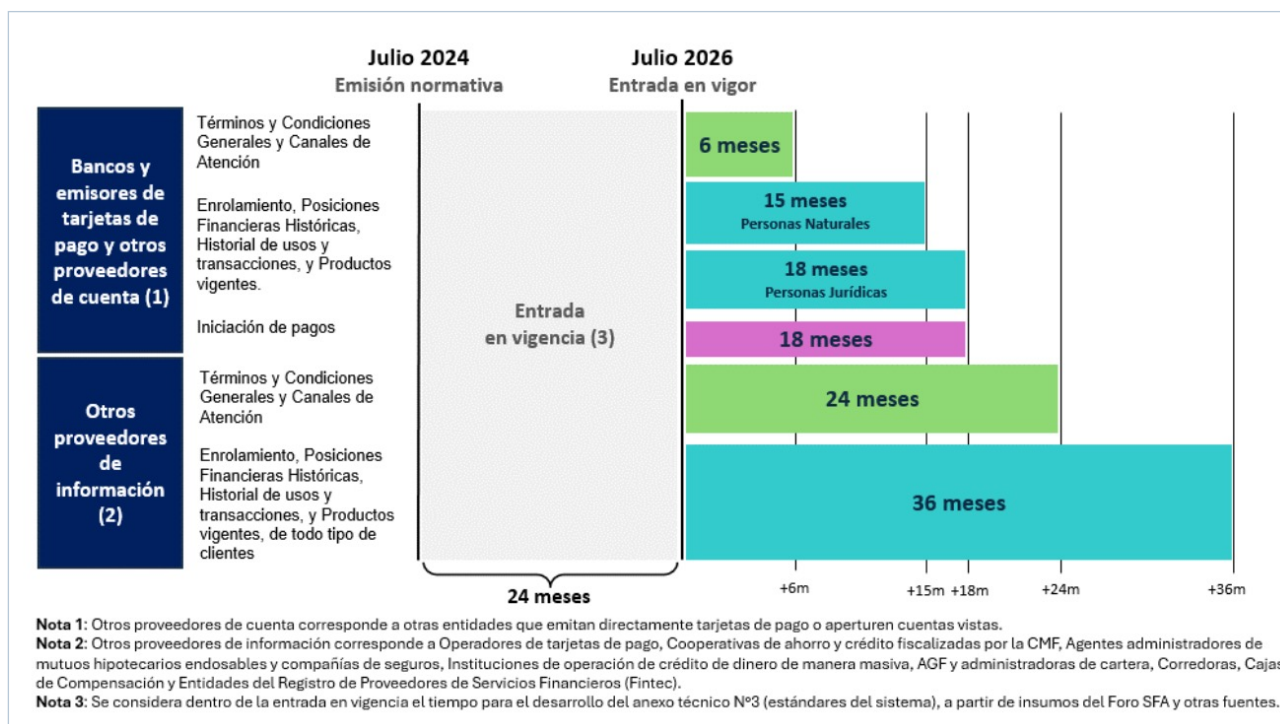
²⁷ Entre las IPI se encuentran los bancos y emisores de tarjetas de crédito, tarjetas de pago con provisión de fondos o de cualquier otro sistema similar. En una segunda etapa participarán como IPI los operadores de tarjetas de pago, cooperativas de ahorro y crédito fiscalizadas por la CMF, agentes administradores de mutuos hipotecarios endosables y compañías de seguros, instituciones de operación de crédito de dinero de manera masiva, administradoras generales de fondos y administradores de cartera, corredoras de bolsa, cajas de compensación, entidades inscritas en el Registro de Prestadores de Servicios Financieros, además de otras instituciones financieras fiscalizadas por la CMF, según se determine mediante NCG.

²⁸ Entre las IPC se encuentran bancos, cooperativas de ahorro y crédito, y emisores de tarjetas de prepago con provisión de fondos.

²⁹ Anexo 3 de la NCG N° 514

³⁰ El Foro del Sistema de Finanzas Abiertas es una instancia de naturaleza consultiva, colaborativa y no vinculante. Su objeto es coadyuvar a la CMF en el análisis y discusión de las materias y propuestas relativas al Sistema de Finanzas Abiertas, establecido en el Título III de la Ley N° 21.521, con el objeto de lograr un funcionamiento adecuado de este Sistema. Para todos los efectos, las opiniones vertidas en el Foro no tienen carácter vinculante para la CMF, cuyo Consejo detenta la facultad legal de emitir de manera autónoma la normativa requerida para el funcionamiento del Sistema de Finanzas Abiertas y de someterla a consulta pública de conformidad a la ley. Esta instancia fue creada por el Consejo de la CMF mediante la Resolución N° 9246 de fecha 5 de diciembre de 2023.

Figura II.2: Cronograma de implementación del SFA en Chile



Fuente: CMF

d) Funcionamiento del SFA

La NCG 514 establece las especificaciones técnicas y operativas para la implementación técnica y operativa del SFA. Esta norma define los procedimientos y estándares que deben seguir los distintos participantes del SFA para garantizar el acceso seguro y transparente a los datos de los usuarios. Las principales disposiciones de la NCG 514 incluyen:

- **Exigencias de funcionamiento del SFA:** contiene diversas disposiciones relativas a los medios de intercambio de información (APIs, y mecanismos alternativos), el Directorio de Participantes, la calidad de la información a ser compartida, los mecanismos de comunicación ante contingencias y la tercerización de servicios.
- **Estándares de Seguridad y de resguardo el SFA:** para mitigar riesgos relacionados con la vulnerabilidad de datos y del SFA, se establecen requisitos de gestión de riesgos y control interno, exigencias de seguridad de la información, ciberseguridad y continuidad del negocio, de autenticación y verificación, y de gestión del consentimiento, entre otros.
- **Información del Sistema:** incluye los datos y variables a compartir en el SFA, los plazos para la disponibilidad de los conjuntos de datos, y la protección de datos.
- **Suspensiones temporales y sanciones** que pueden ser aplicadas por la CMF, en caso de infracción a la normativa atinente al SFA.

Finalmente, cabe hacer presente que la NCG 514 contiene 4 anexos: 1) el primero referente a las variables para conjuntos de información del SFA, 2) los productos del SFA; 3) el Anexo Técnico que se encuentra en desarrollo y que debe contener las especificaciones técnicas que elabore la CMF

antes de la entrada en vigencia de la NCG 514 y 4) las especificaciones técnicas para la distribución de costos.

e) Foro del Sistema de Finanzas Abiertas

El Foro del Sistema de Finanzas Abiertas (FSFA) es una instancia de naturaleza consultiva, colaborativa y no vinculante, creada por el Consejo de la CMF mediante la Resolución N° 9246 de fecha 5 de diciembre de 2023. Su objeto es coadyuvar a la CMF en el análisis y discusión de las materias y propuestas relativas al SFA, con el objeto de lograr un funcionamiento adecuado de este Sistema.

El FSFA está estructurado en tres instancias:

- El **Grupo Consultivo (GC)**, conformado por representantes de seis agrupaciones gremiales más el Banco del Estado de Chile. Sus principales funciones consisten en analizar discutir y proponer a la Secretaría Técnica una agenda de trabajo para la implementación, desarrollo, monitoreo y mejora continua del SFA.
- La **Secretaría Técnica (ST)** a cargo del CIF de la CMF, la cual tiene por principales funciones brindar el apoyo técnico y administrativo, definir el calendario de trabajo y mantener informada a la CMF sobre el desarrollo de las propuestas técnicas y otras cuestiones relevantes.
- Los **Grupos Técnicos (GT)**, conformados por expertos, que tienen por función principal desarrollar estudios y propuestas técnicas para la implementación del SFA, conforme a los planes de trabajo que se hayan establecido. A la fecha, existen cuatro GT: 1) De Infraestructura; 2) De Especificaciones, Medios de Intercambio de Información; 3) Seguridad, Perfiles y Autenticación; y 4) Experiencia de Usuario (UX).

4. El Centro de Innovación Financiera de la CMF y su rol

El CIF fue creado en septiembre de 2023 con el objetivo de generar un nuevo canal de comunicación y relacionamiento entre la CMF y el sector privado. De esta forma, el CIF contribuye al cumplimiento del mandato de la CMF en materia de desarrollo de mercado, facilitando la innovación en el sector financiero.

Entre sus principales tareas se destacan, entre otros, orientar a las empresas interesadas en realizar actividades Fintec en Chile, apoyar a las Direcciones Generales de Regulación y Supervisión de la CMF en sus actividades de licenciamiento y supervisión, y asesorar al Consejo y Directores Generales de la CMF sobre desarrollos relevantes en el ámbito de tecnología y finanzas y en el desarrollo y monitoreo del funcionamiento del SFA.

En lo que respecta a los servicios Fintec regulados por la NCG 502, el CIF ha asumido un papel relevante como plataforma de diálogo entre los proveedores de dichos servicios y los equipos internos de la CMF. Al posicionarse como un observatorio de nuevos modelos de negocio, el CIF no solo ha facilitado la orientación a las entidades respecto al marco regulatorio aplicable, sino que también ha contribuido a la transferencia de conocimiento hacia los equipos de regulación y supervisión de la CMF.

En cuanto al SFA, el CIF desempeña un rol articulador en su implementación y monitoreo. Internamente, el CIF está a cargo de la Secretaría Técnica del Comité de Impulso Estratégico Fintec y Finanzas Abiertas, que tiene entre otros propósitos, diseñar y proponer un plan estratégico para la

implementación de la Ley Fintec, como asimismo realizar el seguimiento y la evaluación periódica de los avances en la emisión e implementación de las normas asociadas a las entidades que proveen servicios financieros basados en tecnología, y respecto a la implementación del SFA.

En el ámbito externo, participa activamente en instancias de gobernanza del SFA, reflejada en su gestión de la Secretaría Técnica del FSFA, donde se genera el espacio de discusión y de formulación de propuestas no vinculantes destinadas a apoyar, entre otros insumos, el desarrollo de las especificaciones técnicas necesarias para garantizar el correcto funcionamiento del sistema.

Finalmente, el CIF desempeña un papel relevante en la divulgación del proceso de implementación de la normativa aplicable a los PSF y al SFA, a través de su activa participación en reuniones, capacitaciones y seminarios, tanto nacionales como internacionales. Asimismo, el CIF facilita el intercambio de conocimientos, lo que resulta esencial para garantizar una correcta comprensión y aplicación de las regulaciones vigentes. Estas instancias de formación promueven un diálogo constructivo entre los actores del ecosistema financiero y la CMF, favoreciendo así una implementación eficaz y alineada con los estándares normativos.

En resumen, a través de su legislación y regulación, Chile busca lograr un equilibrio entre la innovación financiera y la estabilidad del sistema, posicionándose como uno de los líderes en la región en cuanto a la regulación de las Fintec y del Open Finance. Sin embargo, resulta evidente que el éxito a largo plazo dependerá de la correcta implementación de estos marcos normativos y de la continua colaboración entre todos los actores del sistema financiero.

Para lograr este objetivo los avances tecnológicos brindan una excelente oportunidad, no carente de riesgos, pero con grandes oportunidades para generar procesos de supervisión más eficaces y eficientes. A continuación, se revisarán los desafíos del uso de Suptech.

III. Desafíos en la Función Supervisora: Desafíos y Oportunidades en el uso de Suptech

1. Contexto

La rápida evolución de las tecnologías digitales ha impulsado la oferta de productos innovadores y la transformación de los modelos de intermediación financiera. Lo anterior ha ido acompañado de una transformación de la supervisión del sector financiero.

Si bien el impulso del desarrollo tecnológico en los mercados financieros ha tenido un auge en los últimos años, su uso se remonta a hace más de 60 años, con su adopción a nivel de procesos internos por parte de las instituciones. Desde finales de la década de 1960 y la década de los 70s, surgieron y se masificaron los primeros cajeros automáticos (ATM por sus siglas en inglés), y bolsas como la de Frankfurt y la de Nueva York implementaron sistemas electrónicos, que se expandieron globalmente en los años siguientes. Los procesos de supervisión de los reguladores se fueron adaptando a esta nueva realidad: como primer hito significativo destaca la creación, por parte de la SEC de Estados Unidos, del sistema EDGAR en 1993 (Cambridge Suptech Lab, 2023), que revolucionó la forma de enviar información al supervisor, mediante medios electrónicos, mejorando la accesibilidad de los registros corporativos.

Desde la aparición de los algoritmos transaccionales en los 90s, pero particularmente desde la década del 2000, los avances han sido exponenciales. Los algoritmos permitieron realizar transacciones de alta frecuencia; en tanto que la masificación del uso de internet, los canales digitales, los teléfonos inteligentes y el surgimiento de las redes sociales dieron lugar a un aumento significativo del volumen operacional y de información, cuya supervisión excede la escala humana. Se hizo

imperativo para los supervisores, en consecuencia, incorporar en su ADN la transformación digital, tanto para la recepción de información como para su análisis.

La necesidad de avanzar en adaptar los procesos regulatorios y de cumplimiento a la nueva realidad digital, manteniendo la neutralidad tecnológica, se vio acelerada en el contexto pandemia. La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, 2020) recomendó la inversión en tecnologías para la supervisión de conducta de mercado, que permita detectar las tendencias y desarrollar los procesos de supervisión en condiciones remotas. Esto no se limita únicamente al ámbito de conducta, como evidenciaron el Financial Stability Board (FSB, 2020) y el Financial Stability Institute (FSI) (Beerman et al., 2021).

Así, el concepto de **Suptech** (Supervisory Technology) ha surgido como una herramienta clave para ayudar a los reguladores a enfrentar los desafíos del entorno financiero contemporáneo, caracterizado por la innovación tecnológica, automatización de procesos y la digitalización. Este artículo describe cómo el uso de Suptech se ha transformado en una tendencia a nivel global, los desafíos y oportunidades que presenta para los reguladores del sector financiero en general y cómo permite mejorar la supervisión que realiza la CMF de Chile.

2. ¿Qué es Suptech? Oportunidades y Desafíos

Suptech se refiere al uso de tecnologías innovadoras como la IA (IA), el aprendizaje automático, el análisis de *big data*, la cadena de bloques y la automatización de procesos en la supervisión financiera. Su objetivo principal es potenciar, optimizar y mejorar la eficiencia de los procesos de supervisión, reduciendo el riesgo de errores humanos y facilitando una respuesta más rápida y precisa a los riesgos financieros emergentes.

Broeders y Prenio, (FSI, 2018) analizan el creciente uso de la tecnología por parte de los supervisores financieros, ahondando en cómo puede ayudar a digitalizar los procesos de supervisión, mejorar la eficiencia y permitir una supervisión más proactiva del riesgo y el cumplimiento en las instituciones financieras. También abordan los desafíos como la infraestructura tecnológica, la protección de datos y la ciberseguridad, y destaca la importancia de desarrollar capacidades y marcos regulatorios adaptados a las innovaciones tecnológicas.

Como se señaló, las tecnologías que pueden utilizarse para los desarrollos Suptech son variadas. El Suptech Lab de la Universidad de Cambridge (Cambridge Suptech Lab, 2022) propuso un modelo de madurez en materias Suptech, que da luces de las tecnologías disponibles y utilizadas (ver Figura III.1).

2.1. Oportunidades que ofrece Suptech para los Reguladores

- i. **Monitoreo continuo y respuesta oportuna:** Tradicionalmente, los reguladores financieros han sostenido una parte significativa de la supervisión en una intrusiva labor in situ, y en informes periódicos y auditorías, apoyados en el análisis de datos extra situ o gabinete. Si bien este modelo permite ahondar en el conocimiento de las entidades y hacer un certero perfil de riesgos, tiene limitaciones de alcance cuando el número de supervisados es vasto, lo que deja una ventana de tiempo en la que pueden pasar inadvertidos riesgos significativos en muchas entidades.

Con el desarrollo de herramientas Suptech, es posible implementar sistemas que monitorean las operaciones de las instituciones financieras en tiempo real. Esto permite aumentar el alcance del supervisor, identificar y mitigar riesgos más rápido, y responder a eventos disruptivos antes de que escalen.

Figura III.1: Generaciones Suptech 2.0

	OG MANUAL	1G MINIMAL TECH	2G DIGITALLY TRANSFORMED	3G ADVANCED TECH	4G BIG DATA & AI
 DATA PRODUCTS	Minimal statistical summaries	Static report generation	Automated dashboards	Dynamic and interactive visualizations	AI-augmented business intelligence tools
 ANALYTICS	No additional analysis	Manual analysis only	Descriptive/Diagnostic Analytics tools	Predictive analytics tools	Prescriptive analytics tools
 ACCESS CONTROLS	Individual access only	Team access only	Department access only	Limited agency-wide access	Agency-wide access
 STORAGE	Physical media	Centralized file-based storage	On-Premise Relational Databases	Cloud computing Database systems	Big Data tools
 VALIDATION + PROCESSING	Manual or no validation rules after receipt of data	Automated validation errors and warnings integrated into data submission process	Static Task Automation	Robotic Process Automation (RPA)	Advanced Data Processing
 COLLECTION	Manually Submitted	Web portal or File Server	Push API	Pull API or Data Commons	AI-based collection or alternative data sources

Fuente: Cambridge Suptech Lab 2022

- ii. Automatización y mejora en la eficiencia:** La automatización de tareas rutinarias y de gran volumen, como el procesamiento de informes, permite a los supervisores centrarse en actividades más estratégicas, como el análisis de riesgos emergentes y la planificación de respuestas supervisoras oportunas.
- iii. Análisis de Big Data:** La capacidad de procesar grandes volúmenes de datos no estructurados provenientes de diversas fuentes (transacciones, redes sociales, comportamiento de clientes, información continua de supervisados) permite a los supervisores tener una visión más completa del ecosistema financiero. Esto facilita la identificación de tendencias macroeconómicas, vulnerabilidades y comportamientos de riesgo en el sistema financiero.
- iv. Respuesta a la innovación tecnológica:** Las fintech y otros desarrollos tecnológicos están cambiando el ecosistema financiero. Suptech acerca a los supervisores a estas innovaciones, supervisando tanto actividades que se pueden definir como tradicionales (administración de fondos de terceros, intermediación de valores de oferta pública, resguardo de condiciones de trato justo de clientes financieros, etc), como nuevos proveedores y productos, que no siempre se ajustan a los marcos regulatorios tradicionales, tales como criptoactivos, las finanzas descentralizadas (DeFi) y las plataformas de préstamos P2P.

3. Desafíos en la implementación de Suptech

A pesar de las claras ventajas, la adopción de Suptech también presenta varios desafíos, tanto técnicos como regulatorios.

- i. Infraestructura tecnológica y capacidad de datos:** La implementación de Suptech requiere de una infraestructura tecnológica avanzada, con la capacidad de procesar y analizar enormes cantidades de datos. Esto supone, en algunos casos, una inversión significativa en tecnología

y contar con talento especializado, algo que algunos reguladores, especialmente en mercados emergentes, podrían no estar completamente preparados para afrontar.

- ii. **Protección de datos y ciberseguridad:** A medida que los supervisores recopilan más datos de las instituciones financieras, también aumentan los riesgos asociados a la protección de la información y la ciberseguridad. Las amenazas cibernéticas son cada vez más sofisticadas, y la exposición a posibles ataques podría comprometer la integridad del sistema financiero. Los supervisores deben asegurarse de contar con marcos sólidos de ciberseguridad y protección de datos.
- iii. **Desafíos regulatorios y normativos:** La rápida evolución tecnológica a menudo supera la capacidad de los reguladores para desarrollar nuevas normativas. Aunque Suptech puede ayudar a identificar riesgos emergentes, la creación de marcos legales adecuados para gestionar estos riesgos es un proceso lento. Además, la integración de herramientas de IA y aprendizaje automático plantea preguntas sobre la ética y la transparencia en la toma de decisiones automatizadas.
- iv. **Resistencia al cambio:** En muchas organizaciones, tanto en instituciones financieras como en los propios organismos reguladores, puede haber resistencia al cambio. La adopción de tecnologías nuevas como Suptech, a menudo enfrenta barreras culturales y estructurales, con personal que podría no estar preparado para adaptarse a nuevas herramientas digitales o para confiar en procesos automatizados.

4. Estado del arte de Suptech a nivel global – contexto general

Como se indicó previamente, la nueva realidad digital y el aumento exponencial en el volumen de datos e información aceleró la adopción de tecnología por parte de los supervisores. IOSCO (2022, 2023), en vista de aquello, propone a los supervisores el fortalecimiento de la actividad online, el uso de Suptech y ciencias del comportamiento por parte del supervisor. Asimismo, la Alianza para la Inclusión Financiera (AFI, 2023), ha enfatizado en la necesidad de implementar herramientas Suptech para supervisión Fintech.

La recomendación principal de IOSCO es incrementar la presencia digital para abordar los riesgos de forma proactiva y expedita, enfocándose en materias tales como el marketing y distribución, las ofertas fraudulentas, los *finfluencers*, el monitoreo del sentimiento de los consumidores y el desarrollo de estrategias de comunicación, entre otras.

Tanto IOSCO (2022, 2023), como otros organismos internacionales y la academia, han realizado levantamientos respecto al estado del arte a nivel global. En este contexto, destacan los monitoreos realizados por el Suptech Lab de la Universidad de Cambridge (Cambridge Suptech Lab, 2024), y el Financial Stability Institute (Prenio et al., 2024; Prenio, 2024) cuyos hallazgos más relevantes se resumen a continuación.

- A 2023, 81% de los reguladores estaba trabajando en iniciativas Suptech, cifra que alcanzaría un 94% en 2024, de acuerdo a Prenio et al.(2024).
- La mayoría del trabajo previo y actual de los reguladores en esta materia se centra en la visualización de datos, reportería, análisis de riesgo y automatización de algunos procesos de supervisión. Del trabajo actual, se observa un mayor foco en riesgo de ciberseguridad, ASG, reportería regulatoria y prácticas de gobernanza (Prenio et al., 2024).

- El avance es significativamente mayor en las economías avanzadas, donde un 79% de los reguladores ya tiene implementada una o más aplicaciones Suptech. En cambio, para las economías emergentes, este indicador desciende a un 54% (Cambridge Suptech Lab, 2024).
- Sólo un 31% de los reguladores está trabajando en una hoja de ruta Suptech (Cambridge Suptech Lab, 2024).
- Las tres aplicaciones más frecuentes de Suptech entre los reguladores son prudencial (69%), protección al consumidor (62%) y prevención de LA/FT (59%) (Cambridge Suptech Lab, 2024).
- 36% de los proyectos Suptech son desarrollos internos, 36% híbridos (interno y externo), 21% externos, 4% interno (consultores) y la fracción restante software adquirido. La aplicación del modelo de madurez presentado en la sección 1 evidencia que la mayoría de los reguladores aún continúan en la fase 1G-2G (Cambridge Suptech Lab, 2024).
- 72% de los reguladores ha pasado a producción exitosamente al menos una herramienta Suptech, y 53% cuenta con al menos una herramienta Suptech que es crítica para sus actividades (Prenio, 2024).

5. Tendencias y casos de uso observados a nivel global y regional

La experiencia internacional evidencia que, a nivel regulatorio, el uso de las tecnologías supervisoras puede clasificarse en dos áreas: la recolección de datos y su análisis. A continuación, se explora brevemente ambas experiencias.

a) Recolección de datos

Debido a las nuevas exigencias normativas, la irrupción de las tecnologías financieras y el aumento de volumen de operaciones, a nivel global se observa un esfuerzo por modificar la recolección de datos, tanto aquella remitida por las entidades financieras como aquella recogida por el propio regulador, además de avanzar en herramientas de consolidación de información.

Primeramente, en materias de información remitida por las entidades, se observa un esfuerzo en reducir la carga regulatoria, a través de iniciativas como “Transforming Data Collection” de Reino Unido (BoE y FCA, 2024) y a la vez avanzar en requerimientos de información más granulares, como el caso de Australia (APRA). El uso de APIs se ha tornado el estándar y, en algunos casos, se evidencia el cambio de un enfoque “push” de reportería a uno de “pull”, en que el regulador extrae la información (Crisanto et al., 2020).

En la misma línea, una tendencia explorada en algunas economías avanzadas se enfoca en transformar la estructura de la regulación, para que sea legible y ejecutable por máquinas. El regulador publica una normativa en forma de códigos u otro formato legible por máquinas, que las aplicaciones internas de los fiscalizados (o soluciones *Regtech*), leen, identifican y recolectan (Crisanto et al., 2020). En esta línea, se observan avances en el Reino Unido, Singapur y la Unión Europea.

Los países de la región no se han quedado atrás. En un levantamiento actualizado por el IIMV a inicios de 2024, doce países miembros informan contar con plataformas de automatización de procedimientos con la industria para autorizaciones y registro, en tanto ocho declaran contar con herramientas de reporte automático.

En materias de recolección de información de otras fuentes, la revisión de la literatura (IOSCO, 2022; IOSCO, 2023; Di Castri et al., 2019; WB, 2021; OECD, 2021; A2ii, FSI, IAIS, 2022, Finconet, 2018) y de casos de uso permite observar las siguientes tendencias:

- i. Se está tendiendo a la integración de toda la información recibida por diversas vías en un solo sistema, particularmente en las economías más avanzadas.
- ii. Algunos reguladores están realizando transcripciones para llamados telefónicos de telemarketing y notas de reuniones aplicando herramientas de IA.
- iii. Los reguladores financieros están trabajando con *webscraping* en reunir evidencia forense, que permite detectar entidades fraudulentas, recoger evidencia de noticias, publicidad, prospectos y otra información revelada por las entidades fiscalizadas. No existe una fórmula única para desarrollar este tipo de sistemas, variando caso a caso
- iv. El monitoreo de redes sociales ha tenido un foco en los “influencers”, así como en el análisis de riesgo de conducta. La obtención de esta información suele ir acompañada de técnicas de Procesamiento de Lenguaje Natural (NLP) con análisis de sentimiento, minería de datos y otras técnicas, como se comenta más adelante.
- v. La automatización robótica de procesos (RPA)³¹ complementa los procesos ya descritos.
- vi. Finalmente, la información de los reclamos recibida por las entidades fiscalizadas también es un insumo valioso.

Por otra parte, se observa la incorporación de sistemas de consolidación de información, que contienen además herramientas de monitoreo, visualización e inteligencia de mercado, muchas veces acompañada de análisis con IA. Entre estos sistemas destacan alertas tempranas que consolidan varias aplicaciones supervisoras (analizador de documentos, predicción de riesgos, buscador web e información relevante, mapa de interconexiones); plataformas recolectoras de información de incidentes de ciberseguridad, y pruebas de concepto con tecnología DLT para la recolección de información (Prenio 2024b).

En la misma línea de consolidación, se evidencia el uso de Data Lakes y Data Marts, para el almacenamiento centralizado de datos estructurados y no estructurados, en línea con el tipo de información que actualmente se recolecta; (Cambridge Suptech Lab, 2024).

b) Análisis de la información

• Tendencias generales

Primeramente, a nivel global el desarrollo de herramientas Suptech con herramientas de IA, Big Data o análisis de datos está bastante extendido, ya sea como prueba de concepto o como aplicación en producción, y crecientemente se está explorando el uso de la IA Generativa (Prenio et al., 2024; Prenio, 2024).

La región también cuenta con avances al respecto. Según la respuesta al cuestionario del IIMV (2024), ocho reguladores miembros informan que cuentan con herramientas de IA, Big Data, o análisis avanzado de datos en la supervisión de abusos de mercado, y diez reportan, ya sea a nivel

³¹ Automatización para realizar tareas repetitivas <https://www.ibm.com/mx-es/topics/rpa>

de pruebas o en producción, su aplicación en la supervisión de procedimientos, cálculo de riesgos, cumplimiento de indicadores, análisis predictivo de carteras u otros.

- **Supervisión de información estructurada**

En cuanto a los mecanismos de supervisión de información estructurada, se observa la existencia de sistemas de validación y monitoreo de precios, volúmenes y custodia, en algunos casos incluso aplicando las técnicas de IA ya mencionadas. (FSI, 2018; OECD, 2021). A nivel regional, la respuesta al cuestionario del IIMV (2024) evidencia que siete miembros del IIMV reportan que realizan monitoreo de los mercados en tiempo real, o están trabajando en iniciativas al respecto, en tanto diez países cuentan con validaciones automáticas.

- **Supervisión de información no estructurada**

Respecto a los mecanismos de supervisión de información no estructurada, se han desarrollado diversos mecanismos, ya sea a través de palabras clave, machine learning o *Large Language Models*. Al respecto, cabe hacer presente que ya existen algoritmos adaptados a la industria financiera³², y los casos de uso son diversos. Más aún, la IA Generativa está permitiendo que los supervisores crecientemente se apalanquen en este tipo de herramientas para generar propuestas de cartas, e incluso, de informes de supervisión.

Por una parte, la IA permite detectar entidades o servicios financieros fraudulentos. Un ejemplo es el trabajo desarrollado por la AMF de Francia, que cuenta con tres aplicaciones diseñadas para detectar sitios web, correos y ofertas fraudulentas (IOSCO, 2023). El Banco de la Reserva de India (RBI) publicó recientemente una convocatoria, en conjunto con el Cambridge Suptech Lab (Cambridge Suptech Lab, 2024b), para implementar una solución de IA que permita recolectar diversa información, incluyendo las revisiones realizadas por los usuarios en las tiendas de apps, para efectos de identificar entidades fraudulentas.

Por otra parte, la evaluación de documentos de información al mercado (información de prospectos, documentos de marketing y asesorías de inversión, hechos relevantes) con IA, las noticias, las interacciones en redes sociales, y su análisis de sentimiento, también son tendencia a nivel global, siendo útiles, entre otros propósitos, para supervisar cumplimiento y monitorear riesgos. Un ejemplo es el trabajo realizado por ESMA (Beck, Giani y Scascia, 2024), que ha revisado los KID y la información ASG con procesamiento de lenguaje natural.

Finalmente, destaca la evaluación de condiciones contractuales, actas de directorio y las automatizaciones en la anotación de documentos enviados por las instituciones financieras (analítica, resúmenes, topic modeling), permitiendo detectar relaciones entre documentos, tendencias y temas de preocupación (FSB, 2020; WB, 2021c; Finconet, 2020; Prenio, 2024). El Banco de Tailandia, por ejemplo, creó una herramienta de análisis de minutas de sesiones de Directorio (Beerman et al., 2021), y el Banco Central Europeo desarrolló Athena, que permite revisar más de 5 millones de documentos con IA (Squirro, 2023).

A nivel regional, en el levantamiento realizado por el IIMV, cuatro países indicaron que cuentan con herramientas de análisis inteligente o NLP de la documentación. En la misma línea, cuatro países reportan contar con herramientas para monitorear redes sociales.

Cabe resaltar que uno de los casos de uso más frecuentes es la gestión y análisis de reclamos (Cambridge Suptech Lab, 2024; A2ii, FSI, IAIS, 2022). Las funcionalidades son variadas, pudiendo

³² Lee et al. (2024) publicó un levantamiento que se actualiza periódicamente.

incorporar un sistema de workflow, e incluso conexión con otra información para efectos de la supervisión de riesgo de conducta. Al respecto, destacan como avance los chatbots para reclamaciones o incluso para consultas de los regulados (ver Cuadro III.1)

Otra tecnología utilizada es la analítica de redes, para identificar conexiones entre entidades (Finco-net, 2018), lo que resulta de gran utilidad en materias tales como la evaluación de las exposiciones de riesgo, uso de información privilegiada, grupos empresariales, prevención de LA/FT, etc. Es el caso, por ejemplo, de la SFC de Hong Kong (IOSCO, 2023) o el MAS de Singapur (A2ii, FSI, IAIS, 2022; ADB, 2022).

Cabe agregar finalmente que organismos como el BIS están desarrollando iniciativas que son un potencial apoyo para los reguladores. Destaca el Proyecto Gaia en materia de IA Generativa (BIS, 2024) aplicada al análisis de información corporativa sobre riesgo climático.

Cuadro III.1. Sobre los chatbots

Un chatbot es una aplicación que simula y procesa la conversación humana (ya sea escrita o hablada) permitiendo a los humanos interactuar con dispositivos digitales como si se estuvieran comunicando con una persona real (Oracle, 2022). Los hay sencillos o más sofisticados.

Las tendencias indican que se espera que los chatbots con IA sean la primera tecnología 4G adoptada a nivel global (Cambridge Suptech Lab, 2024). El país pionero en esta materia es Filipinas, donde el Banco Central (BSP) desarrolló un sistema de gestión de reclamos asistido por un chatbot que, como complemento, recolecta los reclamos recibidos directamente por las entidades.

Respecto a este caso, el trabajo del BSP, avanzó más allá; en conjunto con la SEC de Filipinas, se desarrolló una iniciativa para complementar la información regulatoria y de reclamos disponible en conjunto con un monitoreo de redes sociales, portales de noticias y tiendas de aplicaciones, que permita detectar proactivamente riesgos y tendencias a través de la compilación, correlación y analítica de esta información (Cambridge Suptech Lab, 2024c). Iniciativas como la descrita permiten un monitoreo holístico de riesgos de conducta de mercado y protección al consumidor financiero.

En el levantamiento realizado por el IIMV, tres reguladores miembros indicaron que cuentan con un chatbot o están trabajando en ello.

6. Cómo ha abordado la CMF el desafío *Suptech*

Es importante destacar que la CMF ha adoptado un enfoque proactivo hacia la incorporación de tecnologías emergentes, incluidas las herramientas de Suptech. Este enfoque armoniza con la recientemente aprobada Estrategia Digital de la CMF, que considera una hoja de ruta con diversos hitos a nivel estratégico y tecnológico, además del Plan de Implementación de la Ley de Transformación Digital del Estado (Ley N°21.180 y N°21.464), respecto al cual la CMF tiene un alto grado de avance.

La CMF ha enfatizado en los últimos años la necesidad de digitalizar y modernizar los procesos de supervisión para hacer frente a la creciente complejidad del entorno financiero, especialmente con la ampliación del perímetro de supervisión de la mano de la aparición de nuevas tecnologías como las Fintech. Es así como parte de su plan estratégico 2023-2026 se centra en la incorporación de herramientas Suptech para mejorar la recolección y el análisis de datos, permitiendo una supervisión más predictiva y preventiva.

La Ley Fintech, descrita en la sección II, también juega un papel importante, ya que establece un marco regulatorio en el que el uso de Suptech es crucial para supervisar tanto a las nuevas startups

Fintech, como a las instituciones financieras tradicionales. En síntesis, la ley busca equilibrar la innovación tecnológica con la estabilidad del sistema financiero, promoviendo una mayor competencia e inclusión financiera al mismo tiempo que garantiza la protección de los usuarios y la correcta supervisión de las empresas tecnológicas financieras.

En línea con el plan estratégico 2023-26 ya señalado, la CMF ha centrado sus esfuerzos de desarrollos Suptech hacia tres pilares fundamentales:

- i. Análisis de grandes volúmenes de información (estructurada y no estructurada).
- ii. El uso de IA para el análisis de texto y documentos para obtener información, supervisar y aumentar la productividad por la automatización de tareas (códigos).
- iii. Gráficas complejas y visualización de la información para un mejor entendimiento de la estructura de mercado y su conducta.

La CMF cuenta con diversas herramientas tecnológicas de análisis avanzado de datos, monitoreo en tiempo real de los mercados, plataformas de automatización de procedimientos con la industria, recolección y validación de información de las entidades fiscalizadas. Asimismo, es intensivo el uso de tecnología en herramientas para el ejercicio de supervisión, análisis inteligente de la documentación y el análisis o investigación en las redes sociales, destacando esfuerzos al respecto utilizando IA. La siguiente tabla presenta un listado (no exhaustivo) de las principales iniciativas específicas suptech desarrolladas por la CMF, principalmente en el ámbito de conducta de mercado.

Tabla III.1: Iniciativas Suptech desarrolladas por la CMF

Tipo de herramienta	Tecnología base y objetivo
Análisis avanzado de datos en la supervisión de los mercados	1. Aplicaciones desarrolladas en Python, cuyos objetivos son los siguientes: • Detectar y facilitar el análisis de casos de uso de información privilegiada. • Detectar volúmenes y precios anormales que pudiesen ser indicio de algún tipo de abuso de mercado. • Detectar casos de manipulación de precios. Actualmente se están perfeccionando estos desarrollos a través de la inclusión de variables e información adicional (ej., noticias, geocodificación), y estudiando la incorporación de nuevos desarrollos para abordar otros tipos de abusos de mercado, como el <i>spoofing</i>.
Análisis avanzado de datos en la supervisión de las entidades- procedimientos, cálculo de riesgos, cumplimiento de indicadores, análisis predictivo de carteras u otros-	1. En el ámbito de bolsas y contrapartes centrales se han implementado aplicaciones desarrolladas en Python, cuyos objetivos son los siguientes: • Revisar el cumplimiento de la normativa bursátil (calce, market maker). • Analizar el cumplimiento normativo de las contrapartes centrales y bolsas respecto a la administración de garantías enteradas por los participantes. 2. En el ámbito de las clasificaciones de riesgo, SPSS Modeler es utilizado para generar indicadores financieros y procesamiento de la información entregada por un proveedor externo. Prontamente esta herramienta deberá ser sustituida, debido a un cambio en la base de datos institucional. Además, se está haciendo uso de las herramientas Excel Power Pivot y Power BI.

Tipo de herramienta	Tecnología base y objetivo
Análisis avanzado de datos en la supervisión de las entidades- procedimientos, cálculo de riesgos, cumplimiento de indicadores, análisis predictivo de carteras u otros-	Los indicadores generados con estas herramientas se emplean en diversas funciones clave, como el seguimiento de la trayectoria de los spreads de bonos, revisión de ratios financieros y su comparación entre emisores de valores, sistematizando la fiscalización efectuada a las clasificadoras de riesgo respecto del cumplimiento del debido monitoreo de los emisores de valores de oferta pública que emitan instrumentos de deuda. 3. En el ámbito de supervisión de fondos, se han aplicado estas herramientas en la valorización de carteras, cálculo de rentabilidades, análisis de distintos riesgos, liquidez, mercado y greenwashing.
Monitoreo en tiempo real de los mercados	1. Sistema propietario desarrollado en Java por la CMF para que las bolsas comuniquen las transacciones bursátiles. La información de transacciones es enviada a la CMF por las bolsas de valores en “tiempo real”. Se han implementado desarrollos en Python que recogen durante el día esta información, entregando alertas de variaciones de precios.
Plataformas de automatización de procedimientos con la industria	1. En general, la información requerida por la CMF es remitida a través de la plataforma de Sistema de Envío de Información en Línea o SEIL (programas creados con HTML y PHP), proveniente de la ex SVS o un sistema de extranet, proveniente de la ex SBIF. Asimismo, se cuenta con la plataforma CMF sin papel, portal que permite enviar documentos digitalizados a la CMF. Estas plataformas darán paso, a contar del 1 de mayo de 2025, a un sistema unificado “CMF Supervisa”. 2. Sistemas habilitados para la autorización de reenvíos cuando éstos son requeridos por los equipos de supervisión. 3. Sistema propietario desarrollado en PHP, JavaScript, PL/SQL de Oracle para inscripción automática de valores. En el caso de emisores de deuda inscritos, existe el Registro Automático de títulos de deuda que permite la inscripción de nuevas líneas de forma automática y en línea, depositando cierta información. 4. Se cuenta con sistemas de Registro Público de Depósito de Reglamentos Internos de fondos (fondos de inversión y fondos mutuos) y pólizas de seguro.
Herramientas para el ejercicio de supervisión	1. En la División encargada de la supervisión de entidades bancarias y mutuarías, existen actualmente implementadas dos supervisiones basadas en herramientas Suptech. - Revisión de publicación de información de fraude en sitios web de las entidades, ello en cumplimiento al art. 11 de la Ley de Fraude N°20.009. Esta herramienta tecnológica de apoyo permite contar con un sistema automatizado de supervisión, optimizando e incorporando mediante un desarrollo de software, la extracción de información necesaria para la revisión (webscraping) desde las páginas web de las entidades fiscalizadas, y la generación automática de oficios. - Revisión a las Notas de los estados financieros de los agentes administradores de mutuos hipotecarios. Al respecto, se realiza la lectura de Información extraída de PDF frente a lo informado en bases de datos CMF; este trabajo se realiza al no tener información en XBRL.

Tipo de herramienta	Tecnología base y objetivo
Herramientas para el ejercicio de supervisión	2. En la industria de fondos, el uso de IA para el análisis de texto y documentos para obtener información y fiscalizar normativas (y reglamentos, entre otros) y la automatización de tareas, utilizando diversos lenguajes de programación, como R, Python y Stata. Los insumos utilizados son los reglamentos internos, los folletos informativos, las cartas de modificación de los fondos, las memorias, la información de sostenibilidad, otros documentos en PDF y el análisis de publicidad. Para este análisis se utilizan herramientas tales como los Modelos RAG (Retrieval Augmented Generation).
Herramientas de análisis inteligente de la documentación	1. En la industria de administración de fondos, se realizan análisis de grandes volúmenes de información (estructurada y no estructurada), por ejemplo, Estados Financieros, carteras, Estados de variación del patrimonio, notas de auditores, costos, rentabilidad y valorización. Los datos son procesados con modelos desarrollados internamente (ej., pruebas de tensión), y finalmente se visualizan los resultados mediante herramientas como PowerBI. Con lo anterior se han desarrollado visualizadores para uso interno y/o de la ciudadanía, como el Portal de Fondos.
Herramientas de recolección de información de las entidades supervisadas (reporting automático).	Sistemas SEIL y Extranet - ver "Plataformas de automatización de procedimientos con la industria" 1. <u>Respecto de mercados:</u> Diariamente se entrega por correo electrónico un resumen diario del mercado, un reporte de la evolución de los precios de cierre e índices bursátiles relevantes y un reporte de garantías aportadas por los participantes de las bolsas y contrapartes centrales para caucionar sus operaciones. También se monitorean con frecuencia intradiaria hechos esenciales relevantes y el comportamiento del mercado (volúmenes, precios e índices). • Además, se cuenta con informes íntegramente realizados en plataformas web para facilitar la documentación de los diversos análisis ya automatizados. • Actualmente se está trabajando en el desarrollo de reportes de monitoreo automático con indicadores de las contrapartes centrales y bolsas de valores. 2. <u>Respecto de Emisores:</u> existe el envío por SEIL de la información de los Estados Financieros tanto en PDF como en XBRL; de la Memoria anual en PDF; del formulario de responsabilidad social y desarrollo sostenible; y de la lista de accionistas. 3. <u>Respecto de Fondos:</u> se dispone de un sistema que genera alerta automática respecto de la no actualización de Folletos Informativos de fondos. 4. Por otra parte, en cuanto a Clasificadoras de Riesgo, la información se carga en bases de datos a medida que se recibe vía SEIL (acciones de clasificación, reseñas, comunicados de clasificación de riesgo y Estados Financieros de Clasificadoras).

Tipo de herramienta	Tecnología base y objetivo
Herramientas de validación y calidad de la información.	1. El sistema SEIL ya mencionado cuenta con validaciones físicas y lógicas de la información enviada por las entidades fiscalizadas, tales como la información financiera de los emisores y otras entidades de valores, las carteras de inversión, las transacciones bursátiles y algunos indicadores financieros. 2. Asimismo, algunas áreas técnicas han generado algoritmos de validación adicionales con información externa; por ejemplo, en el caso de las Bolsas, se valida la calidad de la información que entregan con la información disponible intradiariamente en las páginas web y diariamente en las bolsas de valores.
Herramientas de análisis o investigación en las redes sociales.	1. En abusos de mercado, actualmente en las revisiones de casos de uso de información privilegiada se trabaja con una aplicación desarrollada internamente que, a través de una red de relaciones creada en base a información de redes familiares, societarias y laborales, permite determinar los inversionistas que podrían haber accedido a información privilegiada a través de sus redes personales. 2. Monitoreo en redes sociales de servicios de Asesoría de Inversión. 3. IA: A través de procesamiento de lenguaje natural (NLP) se identifica automáticamente publicaciones. Posteriormente se generan reportes automáticos y se programan sistema de alarmas. Esta herramienta es particularmente útil para supervisar la actividad de los <i>finfluencers</i>.

Es importante precisar que parte de las herramientas descritas en la tabla ya existía con anterioridad a la iniciativa estratégica Suptech ya referida, en tanto otras han nacido en el contexto de aquella. La CMF continúa progresando en el desarrollo de herramientas Suptech a través de desarrollos internos, adquisición de software y servicios prestados por terceros y asistencias técnicas. Respecto a este último punto, cabe destacar la asistencia técnica desarrollada entre los años 2023 y 2024 por el Banco Mundial, sobre Suptech en reclamaciones (ver Cuadro III.2).

Cuadro III.2. Suptech en Reclamaciones

Entre septiembre de 2023 y enero de 2024, un equipo de especialistas del Banco Mundial realizó una asistencia técnica para la adopción de herramientas Suptech en el procesamiento de reclamaciones de consumidores financieros. La asistencia técnica consideró un acabado análisis del proceso de gestión de reclamos establecido en la CMF, así como la arquitectura y operaciones TI que la apoyan.

La asistencia técnica concluyó que la integración de tecnología basada en IA puede aminorar el efecto del creciente volumen de reclamaciones recibidas anualmente, y formuló recomendaciones en los siguientes ámbitos:

- Sobre la gestión de reclamaciones, las recomendaciones sugieren mejoras en cada etapa del proceso a través de la adopción de IA, APIs y herramientas Suptech.
- Sobre la gestión y operaciones TI, las que pueden potenciarse a través de habilitadores tales como la alineación de recursos, las estrategias internas y la alineación con necesidades externas.

Un resumen de las conclusiones de esta asistencia técnica está disponible en el sitio web de la CMF.

7. Desafíos futuros

El uso de suptech en los reguladores del sector financiero ofrece una oportunidad única para transformar la supervisión financiera en un entorno cada vez más digital y complejo. Sin embargo, su implementación exitosa depende de la capacidad de los reguladores para superar desafíos técnicos, culturales y normativos.

En particular, la restricción de la disponibilidad de recursos juega un doble rol en la transformación digital. Por una parte, gatilla su desarrollo, dado el crecimiento exponencial del volumen de información y requerimientos. Por otra parte, desafía a tomar decisiones enfocadas en levantar las restricciones existentes en los procesos de mayor criticidad o relevancia, de modo tal de destinar los recursos a aquellas tareas que añadan mayor valor.

Al integrar de manera eficaz las tecnologías emergentes en sus operaciones, los reguladores podrán no solo mantener la estabilidad financiera, sino también adaptarse de manera proactiva a los cambios del ecosistema financiero global. La clave estará en encontrar un equilibrio entre la innovación tecnológica y el fortalecimiento de los marcos regulatorios, lo que permitirá aprovechar al máximo las oportunidades que Suptech ofrece, sin comprometer la seguridad y transparencia del sistema financiero.

IV. Conclusiones y desafíos futuros

En el presente trabajo se revisó la evolución de la regulación y supervisión de los mercados financieros durante los últimos años. Se muestra que la regulación y la supervisión han experimentado cambios significativos, enfocados en la emisión y supervisión de nueva normativa y entidades que ingresaron al perímetro de supervisión de la CMF. Resalta el perfeccionamiento de la supervisión basada en riesgo del mercado de valores, entre otras materias.

Estos procesos pueden apalancarse en iniciativas Suptech, dada la naturaleza, volumen y la complejidad de la información disponible. Es por ello que, el Plan Estratégico 2023-26 de la CMF, considera la transformación digital entre sus prioridades. Adicionalmente, el Plan Estratégico considera potenciar el funcionamiento interno de la CMF a través de la atracción, desarrollo y fidelización de su personal, la finalización del proceso de integración cultural, operacional y de infraestructura y la consolidación de la gobernanza institucional.

Finalmente, cabe reiterar que la CMF y sus pares reguladores y supervisores a través del mundo, están enfrentando estos y otros desafíos en un entorno dinámico y cambiante. Es importante, por tanto, aunar esfuerzos en la cooperación internacional y el diálogo orientados al desarrollo de regulación y supervisión financiera que procuren la solidez y buena conducta de la industria, permitiendo un desarrollo robusto del mercado financiero a nivel nacional, regional y global.

Anexo 1

Leyes	Enlace
N°18.045 Ley Mercado de Valores	https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=29472
N°18.046 Ley sobre Sociedades Anónimas	https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=29473
N°18.876 Ley Depósito y Custodia de Valores	https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=30249
N°19.220 Bolsas de Productos	https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=30587
N°19.769 Ley MK1	https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=191297
N°20.009 Ley de Fraude	https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=236736
N°20.190 Ley MK2	https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idLey=20190
N°20.345 Ley Compensación y Liquidación de Instrumentos Financieros	https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=1003124
N°20.382 Ley sobre Gobiernos Corporativos de las Empresas	https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=1007297&idVersion=2011-01-01
N°20.448 Ley MK3	https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=1016177&idVersion=2010-09-30&idParte=8964677
N°20.712 Ley Unica de Fondos	https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=1057895
N°20.345 Ley sobre compensación y liquidación de instrumentos financieros	https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=1003124
N°20.712 Ley Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales	https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=1057895
N°21.000 Ley que crea Comisión para el Mercado Financiero (CMF)	https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=1100517
N°21.130 Ley sobre modernización legislación bancaria	https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=1124459&idParte=9988352
N°21.180 Transformación Digital del Estado	https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=1138479
N°21.314 Ley Agentes de Valores	https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=1158144
N°21.521 Ley Fintech	https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=1187323
N°21.641 Ley Resiliencia del Sistema Financiero	https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=1199623

Normativa CMF	
NCG N°258	https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_258_2009.pdf
NCG N°256*	https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_256_2009.pdf
CIR N°1.939*	https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/ver_archivo.php?archivo=/web/compendio/cir/cir_1939_2009.pdf
CIR N°2.020*	https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/ver_archivo.php?archivo=/web/compendio/cir/cir_2020_2011.pdf
NCG N°304	https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_304_2011.pdf
NCG N°336	https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/ver_archivo.php?archivo=/web/compendio/ncg/ncg_336_2012.pdf
NCG N°341 **	https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_341_2012.pdf
NCG N°352	https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/ver_archivo.php?archivo=/web/compendio/ncg/ncg_352_2013.pdf
NCG N°385***	https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_385_2015.pdf
NCG N°386	https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_386_2015.pdf

Normativa CMF	
NCG N°451	https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_451_2021.pdf
NCG N°452	https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_452_2021.pdf
NCG N°456	https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_456_2021.pdf
NCG N°457	https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/ver_archivo.php?archivo=/web/compendio/ncg/ncg_457_2021.pdf
NCG N°461	https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_461_2021.pdf
NCG N°480	https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_480_2022.pdf
NCG N°502	https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_502_2024.pdf
NCG N°503	https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_503_2024.pdf
NCG N°507	https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_507_2024.pdf
NCG N°508	https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_508_2024.pdf
NCG N°509	https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_509_2024.pdf
NCG N°510	https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_510_2024.pdf
NCG N°514	https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_514_2024.pdf

* Derogada por NCG N°510 a contar de febrero 2025

** Derogada por NCG N°385

*** Derogada por NCG N°461

Bibliografía

- Access to Insurance Initiative (A2ii), Financial Stability Institute (FSI) e International Organisation of Insurance Supervisors (IAIS) (2022). “Suptech in Insurance Supervision”.
- Asian Development Bank (ADB) (2022). “Building Supervisory and Regulatory Technology Ecosystems”.
- Alliance for Financial Inclusion (AFI) (2023). “The Supervision of Fintech in the African Region”.
- Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas (ASBA), 2020. “Consumer protection in the new environment of financial technological innovation”.
- Beck, T., Giani, L., y Scascia, G. (2024). “Digital Finance in the EU: drivers, risks, opportunities”
- Beerman, K., Prenio, J. y Zamil, R. (2021). “Suptech tools for prudential supervision and their use during the pandemic”. *FSI Insights No. 37*.
- Bank for International Settlements (BIS) Innovation Hub (2024). “Project Gaia”.
- Banco de Inglaterra (BoE) y Financial Conduct Authority (2024). “Transforming Data Collection – Bank and FCA respond to the phase two industry recommendations and share future strategy”
- Broeders, D. y Prenio, J. (2018). “Innovative technology in financial supervision (suptech) – the experience of early users”. *FSI Insights No.9*
- Cambridge SupTech Lab (2022). “Cambridge State of SupTech Report 2022”
- Cambridge SupTech Lab (2024). “Cambridge State of SupTech Report 2023”
- Cambridge SupTech Lab (2024b). “Request for Proposal: Intelligence platform for flagging fraudulent fintech apps”.

- Cambridge SupTech Lab (2024c). “Financial consumer protection suite with web scraping and machine learning based analysis”. *Cambridge Suptech Lab Case Study Series, No.1*, August 2024.
- Crisanto, J., Kienecker, K., Prenio, J., Tan, E. (2020). From data reporting to data-sharing: how far can suptech and other innovations challenge the status quo of regulatory reporting? *FSI Insights No.29*
- Di Castri, S., Hol, S., Kulenkampff, A.y Prenio, J. (2019). The Suptech Generations. *FSI Insights No. 19*
- Financial Conduct Authority (FCA) y Bank of England (BoE). (2023). “Digital Regulatory Reporting”.
- FINCONET (2018). “Practices And Tools Required To Support Risk Based Supervision In A Digital Age”
- FINCONET (2020). “SupTech Tools for Market Conduct Supervisors”
- Financial Stability Board (FSB) (2020). “The Use of Supervisory and Regulatory Technology by Authorities and Regulated Institutions: Market developments and financial stability implications”.
- International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) (2020). “Initial Findings and Observations About the Impact of COVID-19 on Retail Market Conduct - Final Report”.
- IOSCO (2022). “Report on Retail Distribution and Digitalisation – Final Report”.
- IOSCO (2023). “Retail Market Conduct Task Force - Final Report”.
- Lee, J., Stevens, N., Han, S. y Song, M. (2024). “A Survey of Large Language Models in Finance (FinLLMs)”
- Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) (2021). “The promises and Pitfalls of Suptech for Corporate Governance-related enforcement”.
- Oracle (2022). What is a chatbot? <https://www.oracle.com/uk/chatbots/what-is-a-chatbot/>
- Prenio, J. (2024). “Peering through the hype – assessing suptech tools’ transition from experimentation to supervision”. *FSI Insights No. 58*
- Prenio, J., Pustelnikov, A. y Yeo, J. (2024). “Building a more diverse Suptech Ecosystem”. *FSI Briefs No. 23*.
- Squirro (2023). “ECB Wins Central Banking Global Award for Tool Developed with Squirro”.
- Toronto Centre (2017). “FinTech, RegTech and SupTech: What They Mean for Financial Supervision”
- Toronto Centre (2022). “Risk Based Supervision of Retail Conduct”.
- World Bank (WB) (2021). <https://documents1.worldbank.org/curated/en/735871616428497205/pdf/The-Next-Wave-of-Suptech-Innovation-Suptech-Solutions-for-Market-Conduct-Supervision.pdf>

LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES EN BRASIL

João Pedro Barroso do Nascimento

Presidente de la Comissão de Valores Mobiliários (CVM) de Brasil

Introducción

A lo largo de los últimos 25 años, el Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores (IIMV) ha desempeñado un papel importante en el fortalecimiento e integración de los mercados de capitales en la región iberoamericana. En conmemoración de su 25 aniversario, en esta edición histórica de la *Revista Iberoamericana de Mercado de Valores*, presentamos una visión integral sobre la evolución del mercado de capitales en Brasil, explorando cuatro áreas estratégicas que han sido fundamentales para el desarrollo y consolidación del sector.

En primer lugar, tratamos la transformación de los fondos de inversión, con énfasis en la reciente Resolución CVM nº 175/2022, que trajo innovaciones relevantes para la regulación y el funcionamiento de esta industria, fortaleciendo la confianza de los inversores y consolidando este vehículo como un importante instrumento de inversión colectiva. A continuación, abordamos los esfuerzos de la CVM y otras instituciones en el campo de la educación financiera, destacando las principales iniciativas orientadas a ampliar el conocimiento y la participación activa de los ciudadanos brasileños en el mercado de capitales.

Seguidamente, analizamos los cambios en las infraestructuras de mercado, destacando el papel de las bolsas de valores que, a lo largo de estas dos décadas y media, se han consolidado como pilares del sistema financiero nacional, impulsando la liquidez y la eficiencia del mercado. Finalmente, exploramos el continuo desarrollo de normativas que, al acompañar las innovaciones tecnológicas y las demandas del mercado, han contribuido al crecimiento sostenible y seguro del mercado de capitales en Brasil.

Con este artículo felicitamos al IIMV por sus 25 años, celebramos los logros pasados que marcaron un período de avances significativos en el mercado de capitales brasileño y reafirmamos la importancia de la actuación colaborativa del IIMV para impulsar el desarrollo del mercado de capitales en la región iberoamericana.

I. El Nuevo Marco Regulatorio de los Fondos de Inversión en Brasil: Panorama y Perspectivas

Los fondos de inversión han ocupado una posición destacada en el mercado de capitales brasileño, tanto desde la perspectiva de su tamaño, número de participantes, como por el volumen financiero movilizado. De acuerdo con datos consolidados³³, al final de diciembre de 2023, se alcanzó la cifra histórica de R\$ 8,3 trillones en patrimonio líquido bajo administración, lo que convierte a la industria de fondos de inversión brasileña en la sexta más grande del mundo en términos absolutos³⁴.

33 ANBIMA. *Coletiva de fundos de investimento – Balanço 2023*. Disponible en: https://www.anbima.com.br/data/files/16/C5/32/4B/B63FC8108856BDC8EA2BA2A8/PPT_Coletiva%20de%20Fundos_2023.pdf.

34 IOSCO. *Investment Funds Statistics Report. 2023*. Disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD761.pdf>.

Números Generales de la Industria de Fondos en Brasil

		Dez/22	Dez/23	Variação no período
Patrimônio Líquido		7,5 tri	8,3 tri	11,5 %
Captação Líquida Acumulada ⁽²⁾		-129,0 bi	-127,9 bi	N/A
Nº de Contas ⁽¹⁾		34.505.223	37.402.133	8,4 %
Nº de Fondos		28.941	30.624	5,8 %
Gestores ⁽¹⁾		910	991	8,9 %

Fuente: ANBIMA³⁵

Legalmente, un fondo de inversión es una comunidad de recursos constituida en forma de condominio de naturaleza especial, destinada a la inversión en activos financieros, bienes y derechos. Esta estructura permite a los inversores aportar sus recursos en una cartera diversificada de inversiones, con acceso a administración y gestión profesionales, proporcionando oportunidades de rentabilidad y liquidez a cambio del capital invertido.

La expansión y consolidación del segmento de fondos de inversión en el escenario nacional se debe, en gran medida, a los esfuerzos convergentes de revisión y modernización de su marco regulatorio, con el objetivo de simplificar los procedimientos y reducir los costos de cumplimiento. El presente estudio tiene como objetivo proporcionar un breve análisis descriptivo de la evolución del régimen de los fondos de inversión en Brasil, que culminó con la emisión del nuevo marco regulatorio introducido por la Resolución CVM nº 175/2022, con el fin de trazar perspectivas para este importante mercado regulado.

• La evolución de la regulación de los fondos de inversión en Brasil

La Ley nº 4.728 del 14 de julio de 1965, que introdujo el mercado de capitales y estableció medidas para su desarrollo, constituye el primer marco legal que formaliza la disciplina de los fondos de inversión en el país. Inicialmente, de acuerdo con dicha Ley, los mercados financieros y de capitales serían regulados por el Consejo Monetario Nacional y supervisados por el Banco Central de la República de Brasil.

El art. 50 de la Ley nº 4.728/1965 creó la figura de los fondos en condominios de títulos o valores mobiliarios, cuya administración de la cartera de inversiones correspondía a sociedades de inversión, con la observancia de las normas generales trazadas por el Consejo Monetario Nacional. La legislación también preveía un papel preponderante para el Banco Central en la regulación de los fondos, encargándose de autorizar previamente el funcionamiento de las sociedades de inversión responsables de la administración de las carteras y de registrar a los auditores independientes de los fondos.

³⁵ ANBIMA, Op. Cit.

Los fondos en condominio emergieron como importantes vehículos para captar recursos destinados a la inversión en activos financieros, contribuyendo al crecimiento de diversos segmentos de la economía nacional. Incluso se vislumbraba, en aquella época, su papel como instrumento para la implementación de proyectos y políticas públicas orientadas al desarrollo del país, en la medida en que facilitaban la movilización de recursos de ahorro popular para la capitalización de las empresas brasileñas.

No por otra razón, el Decreto-Ley nº 157 del 10 de febrero de 1967 concedió varios incentivos fiscales y otros beneficios para facilitar la capitalización de empresas. Según dicho Decreto-Ley, los recursos recibidos por las instituciones financieras debían invertirse de acuerdo con la diversificación a la que estaban sujetos los “Fondos de Inversión”, debiendo aplicarse exclusivamente en la compra de acciones o de obligaciones convertibles. En esa línea, en 1974 se crearon el Fondo de Inversiones del Nordeste (FINOR) y el Fondo de Inversiones de la Amazonia (FINAM), comprometidos a fomentar el desarrollo regional.

Con la emisión de la Ley nº 6.385/1976 y sus posteriores enmiendas, la regulación y supervisión de los fondos de inversión pasó a ser ejercida por la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM).

En el ejercicio de su competencia a lo largo del tiempo, la CVM emitió diversas normativas y orientaciones que buscaban sistematizar la constitución, administración, funcionamiento y divulgación de información de los fondos de inversión. En este sentido, destaca el marco regulatorio de la Instrucción CVM nº 555, de 17 de diciembre de 2014, que incorporó mejoras en la regulación de los fondos de inversión, permitiendo que la industria se desarrollara tanto en números como en complejidad. Además, la Instrucción CVM nº 558/2015 avanzó en los deberes y responsabilidades para el ejercicio profesional de la administración de carteras de valores mobiliarios.

- **Resolución CVM nº 175/2022: cambios y perspectivas**

La Resolución CVM nº 175/2022 es una amalgama de una normativa general y de treinta y ocho normativas dispersas que fueron simplificadas y sistematizadas en una única norma, consistente en una parte general complementada por Anexos Normativos que contienen reglas específicas aplicables a cada categoría de fondo.

La metodología adoptada en la elaboración de la norma es innovadora, en la medida en que permite la actualización dinámica, cuando sea necesario, con modificaciones puntuales en las Normas Generales y/o mediante la creación o sustitución de los Anexos Normativos, manteniendo la unicidad del marco regulatorio.

En términos materiales, la Resolución CVM nº 175/2022 incorpora diversos avances en la regulación de los fondos de inversión en Brasil, incluidos algunos derivados de sugerencias y demandas del propio mercado.

Destaca, por ejemplo, el reconocimiento de que el administrador y el gestor son prestadores de servicios esenciales para el funcionamiento del fondo, con atribuciones y responsabilidades bien definidas y equilibradas a partir de las definiciones aportadas en la Resolución. La contratación de terceros puede ser realizada tanto por el administrador como por el gestor, debiendo contar con un análisis y selección previos y rigurosos del contratado.

Otro punto relevante es la posibilidad de creación de clases y subclases dentro de un mismo fondo. El reglamento del fondo de inversión puede prever la existencia de diferentes clases de participaciones con derechos y obligaciones distintos, debiéndose constituir un patrimonio segregado para

cada una de ellas. A su vez, las subclases pueden diferenciarse por el público objetivo, los plazos y las condiciones de amortización y de rescate, así como por las tasas de administración y gestión, e incluso por la tasa máxima de distribución de ingreso y de salida.

En efecto, la estructura de múltiples clases tiene como objetivo aumentar la eficiencia operativa de los fondos, permitiendo la creación de productos de inversión con diferentes estrategias sin la necesidad de constituir vehículos separados.

La norma también estipula obligaciones de divulgación separada de las tasas de administración, gestión y la tasa máxima de distribución, en beneficio de la transparencia de los fondos ante sus partícipes, permitiendo que estos tomen decisiones de inversión con mayor fundamento.

Finalmente, destaca la equiparación de créditos de descarbonización (CBIOs) y de créditos de carbono a activos financieros, siempre que formen parte de un sistema de registro y liquidación financiera de activos autorizado por la CVM o el Banco Central de Brasil; o que sean negociados en mercados organizados administrados por entidades autorizadas por la CVM. Tal medida tiende a impulsar la concreción de la denominada Agenda Verde, creando oportunidades para inversiones en activos sostenibles.

Los criptoactivos también se equiparan a activos financieros bajo el nuevo marco regulatorio, lo que fomenta la integración de la criptoeconomía en el mercado regulado y permite la fiscalización y supervisión por entidades autorizadas de las operaciones realizadas. Esto contribuye a prevenir prácticas abusivas e ilícitas en el mercado, como el lavado de dinero, la financiación del terrorismo y la proliferación de armas de destrucción masiva.

En resumen, la Resolución CVM nº 175/2022 aporta modernización e innovación al entorno regulatorio de los fondos de inversión en Brasil, con el objetivo de simplificar los procedimientos, empoderar a los inversores y reducir los costos de cumplimiento para los participantes del mercado.

En general, se espera que la norma contribuya al funcionamiento eficiente del mercado de fondos de inversión, ampliando el protagonismo de la industria en el desarrollo de la economía nacional. Además, tras el período de adaptación a las nuevas normas, se espera la inclusión de nuevos participantes en el mercado de capitales, lo que aumentaría la atracción de los fondos como oportunidades de inversión y soluciones para la capitalización de recursos.

II. El Desarrollo del Mercado de Capitales y la Educación Financiera del Inversor

Los canales de relación con el inversor de la CVM (Comisión de Valores Mobiliarios) existen desde 1977, con la creación de su canal de atención al público y centro de consultas, pero fue a partir de 1998, con la creación del Programa de Orientación y Defensa del Inversor - PRODIN, cuando la CVM unió los pilares de información, orientación y educación de forma más efectiva.

Esta historia se intensificó con la fuerte evolución del mercado de capitales brasileño desde principios de los años 2000, período en el que Brasil alcanzó la calificación de *Investment Grade*, tuvo récords de Ofertas Públicas Iniciales) hasta ese momento, y más de medio millón de brasileños ingresaron en la Bolsa, aumentando significativamente la necesidad de canales de orientación, protección y educación para los inversores.

La CVM y su área educativa experimentaron la revolución que vivió el mercado con la introducción de la negociación electrónica, del *home broker*, el crecimiento de las áreas de relaciones con inver-

sores, los foros de discusión en Internet y, más recientemente, el desafío regulatorio y educativo que representó la proliferación de influencers.

Durante estos 25 años, la CVM se ha adaptado a los tiempos, comenzando con atenciones presenciales y distribución de publicaciones impresas, organizando circuitos de conferencias en universidades, organizaciones públicas y ferias como Expomoney, y migrando gradualmente hacia la atención en línea, que se volvió más prominente después de los años de pandemia.

Para resaltar esta historia, dividiremos las acciones del área educativa de la CVM, representada por el SOI, Superintendencia de Orientación al Inversionista y Finanzas Sostenibles (nombre actual), entre movimientos regulares y estructurales.

- **Movimientos Regulares**

1. Publicaciones

Desde el inicio de su actuación educativa, como complemento a la atención y protección al inversor, la CVM promovió la creación y distribución de publicaciones con temas de interés para los inversores.

A lo largo de estos 25 años, fueron más de 3 docenas de publicaciones, cada una de las cuales respondía a la necesidad de su tiempo, como la publicación en 2004 sobre la reciente “negociación en línea” y la revolución de los *home brokers*, los manuales sobre Fondos de Inversión Inmobiliaria, y los actuales sobre criptoactivos.

Según los informes públicos de gestión de la CVM, se distribuyeron más de 800.000 publicaciones físicas de los hasta entonces llamados “cuadernos CVM”. Estas publicaciones tuvieron un papel esencial en un período en que nuestro mercado era más analógico.

2. Ferias y eventos presenciales

Hasta 2016, la CVM mantenía un circuito universitario activo, época en la que los funcionarios recorrían todo Brasil llevando conocimiento sobre la CVM y el mercado de capitales a profesores y estudiantes.

En el período de 2004 a 2016, cuando el circuito tuvo mayor presencia en las acciones educativas, se realizaron más de 200 eventos en prácticamente todos los estados del país.

La CVM también participó en las ediciones de la feria Expomoney, que buscaba llevar conocimiento sobre el mercado fuera de los centros prioritarios de Río de Janeiro y São Paulo.

3. Acuerdos de cooperación técnica

Buena parte de la estructura necesaria para el desarrollo del área educativa de la CVM fue construida con el apoyo de acuerdos de cooperación con entidades del mercado, como ANBIMA, B3, APIMEC, PLANEJAR, IBRI, IBGC, entre otras, que ayudaron a promover cursos, conferencias, herramientas en línea, viabilizaron eventos, publicaciones y muchas otras iniciativas.

• Movimientos Estructurales

Llamamos “movimientos estructurales” a aquellos que cambiaron la forma de actuar del área educativa de la CVM y ayudaron a moldear la realidad actual del ecosistema de educación financiera en el país.

1. COREMEC – FBEF

La CVM coordinó, de noviembre de 2007 a mayo de 2009, el Grupo de Trabajo instituido por COREMEC (Comité de Regulación y Fiscalización de los Mercados Financieros de Capitales, Seguros, Previsión y Capitalización) para redactar la propuesta de la Estrategia Nacional de Educación Financiera, formalmente instituida en Brasil en diciembre de 2010 por el Decreto Presidencial nº 7.397, con el objetivo de promover y fomentar la cultura de la educación financiera en el país.

En 2020, el Decreto nº 10.393 instituyó la nueva Estrategia Nacional de Educación Financiera (ENEF) y el Foro Brasileño de Educación Financiera (FBEF), cuya finalidad es promover la educación financiera, de seguros, previsional y fiscal en el país.

El Foro está compuesto por representantes de los siguientes órganos y entidades: I - Banco Central de Brasil; II - Comisión de Valores Mobiliarios; III - Superintendencia de Seguros Privados; IV - Secretaría del Tesoro Nacional; V - Secretaría de Previsión del Ministerio del Trabajo y Previsión; VI - Superintendencia Nacional de Previsión Complementaria; VII - Secretaría Nacional del Consumidor del Ministerio de Justicia y Seguridad Pública; VIII - Ministerio de Educación.

El FBEF es responsable de organizar y viabilizar el mayor evento de educación financiera del país, la Semana ENEF (SENEF), que ya está en su 11ª edición y contó con una edición especial en 2024 para Rio Grande do Sul, en apoyo al estado para enfrentar los efectos de las inundaciones de mayo.

2. Comité Consultivo de Educación de la CVM

Creado en 2006, a través de la Deliberación CVM Nº 498/06, el Comité es hoy una de las principales herramientas para la habilitación de proyectos educativos de la CVM. Su composición actual incluye la participación de las siguientes entidades: ABRASCA, ANBIMA, ABCripto, PLANEJAR, ABVCAP, APIMEC Brasil, ANCORD, B3, IBGC e IBRI.

Fue el Comité quien creó e hizo posible *el Programa TOP* de educación para profesores universitarios. Desde su creación, ya se han realizado 26 ediciones del Programa TOP Mercado de Capitales, además de ediciones adicionales sobre temas específicos como derivados, planificación financiera personal y análisis de inversiones.

El Comité también es uno de los principales responsables de la viabilidad de la SENEF (Semana Nacional de Educación Financiera) y de otros dos eventos internacionales que organiza la CVM en Brasil: la Semana del Inversor Mundial (*World Investor Week*, WIW) y la Semana Global del Dinero (*Global Money Week*, GMW).

Adicionalmente, el Comité promueve también el Premio de Prensa sobre Educación al Inversor, que en septiembre de 2024 entregó los premios a los ganadores de su 17ª edición.

3. Comité 8 (C8) IOSCO y Semana del Inversor Mundial (World Investor Week)

El C8 fue instituido por la IOSCO en 2013 para abordar temas relacionados con la protección y educación de los inversores minoristas. En esa ocasión, los presidentes de las Comisiones de Valores de Ontario (Canadá) y de Brasil (CVM) fueron elegidos líderes del grupo de trabajo.

La CVM asumió la presidencia de este Comité en enero de 2016, siendo el primer regulador de un mercado emergente en presidir uno de los comités de políticas de la IOSCO, todos hasta entonces liderados por reguladores de países con mercados más desarrollados. En octubre de 2016, la CVM fue reelegida para continuar hasta 2018, y luego obtuvo un nuevo mandato hasta 2020.

Un importante hito de la presidencia de la CVM al frente del C8 fue la creación de la WIW (Semana del Inversor Mundial). El proyecto piloto se lanzó en 2017, y la WIW se promueve en más de 100 países miembros de la IOSCO, y actualmente está en su 8ª edición.

El objetivo de esta iniciativa es aumentar la conciencia sobre la importancia de la educación financiera y la protección de los inversores a través de la definición de temas y mensajes principales que deben explorarse de manera coordinada en todo el mundo.

- **Visión de futuro**

No es posible hacer justicia a tanta historia en tan pocas palabras, pero resumiendo al máximo, es importante hablar sobre la visión de futuro que la CVM proyecta para su actuación en el área educativa.

1. Proyectos educativos para escuelas

Desde 2010, la CVM ha llevado a cabo iniciativas educativas dirigidas a las escuelas. Comenzó con un proyecto piloto en 891 escuelas en 2010, que culminó en un aprendizaje interno y en la creación, en 2022, de un material completo para todos los años de la educación primaria, en colaboración con el SEBRAE.

Hoy en día, la CVM está trabajando en un esfuerzo conjunto entre el FBEF, el Comité Consultivo y otros socios para desarrollar un material específico para la educación secundaria, con previsión de lanzamiento para 2026.

2. Integración de esfuerzos públicos y privados

A partir de la reestructuración del área en 2023, el enfoque de la SOI (Superintendencia de Orientación a los Inversores y Finanzas Sostenibles) ha sido la promoción de la integración de los esfuerzos de las entidades públicas (FBEF) y los socios privados (Comité Consultivo y socios de los Acuerdos de Cooperación) para ganar velocidad y calidad en los materiales y en las iniciativas, además de la racionalización de los costos. En la SENEf de 2024, ANBIMA lanzó un proyecto en esta dirección, para mapear estos esfuerzos en todos los niveles y luego publicarlos y aprovechar las sinergias.

3. Inclusión y diversidad

La CVM comprende que la población tiene diferentes necesidades en cuanto a educación financiera, y busca promover la creación de materiales y propuestas específicos para poblaciones en situa-

ción de vulnerabilidad. En 2024, por ejemplo, la CVM inició un proyecto de desarrollo de material específico de educación financiera para pueblos originarios, con el apoyo de la Corporación Andina de Fomento (CAF), con expectativa de conclusión para 2026.

Existe una cantidad enorme de talentos, recursos, buena voluntad y proactividad en el ecosistema de promoción de la educación financiera, y la CVM entiende que la búsqueda de sinergias y conexiones naturales entre los participantes será el motor de la diferencia que necesitamos hacer en el país. Este es, por lo tanto, el propósito que nos guiará en los próximos años, así como el estudio y la aplicación de herramientas tecnológicas para fomentar la educación financiera en un mundo cada vez más digital.

• Finanzas Sostenibles

En los últimos 25 años, el tema de la sostenibilidad ha evolucionado en el mercado de capitales brasileño, pasando de ser un enfoque puramente voluntario y accesorio a convertirse en una prioridad en las prácticas regulatorias y operacionales de las empresas que cotizan en bolsa. La Comisión de Valores Mobiliarios (CVM) ha ido desarrollando e implementando gradualmente un conjunto de normas que incorporan criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ASG), buscando alinearse con las mejores prácticas internacionales, siempre manteniendo el equilibrio entre el costo del cumplimiento regulatorio y la necesidad de transparencia en la información relevante para los diversos *stakeholders*.

A finales de la década de 1990, la sostenibilidad aún era un concepto emergente en el mercado de capitales, especialmente en Brasil. Las primeras iniciativas estaban centradas en prácticas voluntarias de responsabilidad social empresarial, con algunas empresas adoptando informes socioambientales de manera no obligatoria. A medida que los inversores institucionales internacionales comenzaron a exigir más transparencia respecto al impacto ambiental y social de las empresas, la sostenibilidad empezó a ganar relevancia entre las compañías brasileñas. De esta forma, el mercado de capitales brasileño comenzó a abrirse a las prácticas internacionales de gobernanza corporativa y transparencia, aunque sin una regulación específica enfocada en la sostenibilidad.

A partir de los años 2000, la sostenibilidad comenzó a consolidarse como una cuestión relevante en el mercado de capitales brasileño, con la creación del Índice de Sustentabilidad Empresarial (ISE) por la B3, lo que incentivó la adopción de prácticas más transparentes y responsables, promoviendo el compromiso de las empresas con los principios ASG.

En 2009, la CVM emitió la Instrucción CVM 480 (revocada por la Resolución CVM 80), que creó el Formulario de Referencia, exigiendo la presentación de información relevante de manera estructurada. El Formulario de Referencia, en su primera versión, incluía algunas informaciones con aspectos ASG de manera modesta. En 2014, la CVM creó un ítem exclusivo en el Formulario de Referencia para información socioambiental, en el que se preguntaba a las empresas si divulgaban información socioambiental³⁶, bajo qué metodología, si las informaciones eran auditadas o revisadas por una entidad independiente, y dónde podían encontrarse.

No obstante, la regulación en torno a los ASG aún era limitada, y el papel de la CVM era más incentivar buenas prácticas que exigir la adopción de estándares de sostenibilidad.

Posteriormente, en 2017, la CVM creó el Laboratorio de Innovación Financiera (LAB)³⁷ en asociación con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y la Asociación Brasileña de Desarrollo (ABDE). El

³⁶ <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst552consolid.pdf>

³⁷ <https://labinovacaofinanceira.com/category/publicacoes/page/6/>

LAB actúa a través de Grupos de Trabajo formados por diversos *stakeholders* que, apoyados por consultores especialistas, elaboran estudios, difunden conocimiento, formulan pilotos y contribuyen con sugerencias regulatorias sobre temas relacionados con la innovación y las finanzas sostenibles.

En 2020, la CVM adoptó una postura más activa en la agenda de sostenibilidad, alineándose con las discusiones internacionales sobre finanzas sostenibles al emitir la Resolución CVM 14³⁸ sobre el Relato Integrado. El Relato Integrado es un informe conciso sobre cómo la estrategia, la gobernanza, el desempeño y las perspectivas de una organización, en el contexto de su entorno externo, conducen a la creación de valor a corto, mediano y largo plazo, incluyendo factores socioambientales.

En línea con un esfuerzo global por mejorar las reglas obligatorias y la transparencia en relación con el tema, el Formulario de Referencia fue modernizado en 2021 mediante la Resolución CVM 59, que amplió las exigencias informativas relacionadas con cuestiones sociales, ambientales y climáticas, permitiendo a los inversores una visión más clara del impacto de las empresas en estos aspectos (perspectivas de riesgos y oportunidades).

En términos de etiquetado, la CVM emitió las resoluciones 60³⁹, 160⁴⁰ y 175⁴¹, estableciendo reglas más estrictas para activos y operaciones autodenominadas sostenibles, ASG o términos relacionados.

Finalmente, en 2023/2024, se destacan dos iniciativas importantes para el mercado de capitales brasileño:

- La emisión de la Política de Finanzas Sostenibles de la CVM⁴², con efectos internos en la organización, consolidando el carácter transversal del tema entre las superintendencias y creando un Plan de Acción con metas claras, objetivas y medibles para el desarrollo eficiente de las finanzas sostenibles en el ámbito del mercado de capitales.
- La convergencia de las normas del *International Sustainability Standards Board* (ISSB) al marco regulatorio nacional. La Resolución CVM 193⁴³ permite, de forma voluntaria, a partir de 2024 para empresas cotizadas en bolsa, fondos de inversión y compañías de securitización, la elaboración y divulgación de un informe de informaciones financieras relacionadas con la sostenibilidad, basado en el estándar internacional (IFRS S1 y S2). Este será obligatorio para empresas cotizadas en bolsa a partir de 2026.

La CVM continúa trabajando para que el mercado de capitales brasileño sea una herramienta relevante para financiar el desarrollo sostenible. En este sentido, incluso las empresas más pequeñas están en la agenda de la CVM. En 2024, la CVM sometió a consulta pública un marco regulatorio específicamente destinado a empresas más pequeñas, caracterizado por menores exigencias impuestas a estas compañías, denominado FACIL - Ambiente Experimental de Facilitación del Acceso al Capital y de Incentivos a Listados⁴⁴.

Esta iniciativa se alinea con los ODS 10, de reducción de las desigualdades, y los ODS 8, de promoción del crecimiento económico sostenido, ya que, al crear un entorno regulatorio más accesible,

38 <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol014.pdf>

39 <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol060consolid.pdf>

40 <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol160consolid.pdf>

41 <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol175consolid.pdf>

42 https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/portarias/anexos/PortariaPTE2023_010.pdf

43 <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol193.pdf>

44 https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2024/sdm0124_Edital_11_9.pdf

la CVM crea condiciones más equitativas de acceso a financiamiento para las empresas más pequeñas.

La CVM cree que el compromiso con criterios ambientales, sociales y de gobernanza no es solo una tendencia, sino un camino irreversible para el desarrollo sostenible de las empresas y del mercado en su conjunto. Este movimiento no solo genera valor económico, sino que también crea un impacto positivo en la sociedad y el medio ambiente.

La CVM reconoce también los desafíos que acompañan esta evolución. La capacitación de los diversos actores del mercado es fundamental para asegurar que las nuevas exigencias sean atendidas de manera eficaz. Las métricas de sostenibilidad deben implementarse con rigor, asegurando que los informes y compromisos sean genuinos y no simples discursos vacíos. El combate al *greenwashing*, por ejemplo, es una prioridad. Las prácticas de sostenibilidad deben ser reales, consistentes y alineadas con una ética de transparencia.

III. Del Crecimiento a la Madurez: la Trayectoria de la Bolsa en los Últimos 25 Años y las Perspectivas Futuras

La historia de las bolsas de valores en Brasil se remonta al siglo XIX, con el inicio de la organización de la actividad de corretaje de valores, en particular en Río de Janeiro. Desde entonces, la evolución de la actividad de intermediación refleja las profundas transformaciones económicas e institucionales del país, que han seguido tanto el escenario interno como las tendencias globales. Brasil ha pasado por importantes reformas económicas, crisis internacionales y domésticas, y el mercado de capitales no ha sido ajeno a estos cambios.

Las bolsas han participado activamente en este proceso e incluso fueron pioneras en algunas iniciativas, como la desmaterialización de títulos, que se aceleró en la década de 1970. Sin embargo, en especial en los últimos 25 años, hubo una aceleración de las transformaciones, tanto en términos de negocios y estructura de la actividad de intermediación, como en lo que respecta a la regulación de la bolsa de valores y otras infraestructuras de mercado, como los depositarios centrales, las entidades de compensación y liquidación, y más recientemente, los registradores de valores mobiliarios.

Al inicio del siglo XXI, Brasil estaba cosechando algunos de los beneficios traídos por el “Plan Real”, una serie de medidas económicas implementadas a partir de 1994, que trajeron estabilidad monetaria y un mayor control de la inflación al país. Se trata de un marco institucional importante para el desarrollo del mercado de capitales brasileño, ya que la alta inflación y su imprevisibilidad dificultaban la planificación de inversiones a largo plazo, algo esencial para la salud del mercado accionario.

Aprovechando esta mayor estabilidad, a finales de 1999, las nueve bolsas de valores que existían en Brasil en ese momento anunciaron el inicio de un proceso de reestructuración e integración de sus actividades. Las más relevantes hasta ese momento eran la Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) y la Bolsa de Valores de Río de Janeiro (BVRJ), mientras que las demás tenían una participación limitada, con un volumen reducido de operaciones.

Tras la consolidación, Bovespa se quedó responsable exclusivamente de la negociación de títulos privados, principalmente acciones, mientras que la BVRJ asumió el papel de centralizar las negociaciones de títulos públicos, que anteriormente se realizaban solo en el mercado OTC. Esta reestructuración se llevó a cabo mediante la emisión y posterior intercambio de títulos patrimoniales entre los miembros de las bolsas, lo que permitió que los corredores de una bolsa tuvieran acceso también a los mercados operados por la otra.

Entre los factores que impulsaron este proceso de consolidación, destaca la competencia de bolsas internacionales, especialmente tras la proliferación de los American Depositary Receipts (ADRs) de empresas brasileñas, que comenzaron a cotizar en el exterior. La competitividad de las bolsas brasileñas también se veía perjudicada por la menor liquidez del mercado interno y por los mayores costes operacionales, en parte debido a la incidencia de tributos sobre las transacciones, como la Contribución Provisional sobre Movimientos Financieros (CPMF).

El cambio en la estructura del mercado fue acompañado por una modernización de la regulación aplicable a las bolsas. Anticipándose a un movimiento en este sentido por parte de las propias bolsas existentes (que hasta entonces estaban constituidas como asociaciones sin fines lucrativos), en el año 2000 se emitió la Resolución CMN n.º 2.690, que permitió que las bolsas de valores también pudieran constituirse como sociedades anónimas, autorizando así el proceso que se conoció como “desmutualización”, una tendencia observada en ese momento en el exterior, pero que aún no se había implementado en el país.

También es de esa época la creación del Sistema de Pagos Brasileño (SPB), tras la promulgación de la Ley n.º 10.214 en 2001. Fue una iniciativa que anticipó en algunos años las necesidades que, en otros países, se hicieron más evidentes con la crisis del *subprime* en la segunda mitad de esa década. La ley otorgó competencia al Banco Central de Brasil y a la Comisión de Valores Mobiliarios para regular la actuación de las cámaras y de los proveedores de servicios de compensación y liquidación, incluyendo temas como la necesidad de identificación y control del riesgo sistémico, la compensación multilateral, las contrapartes centrales, los mecanismos y salvaguardias necesarias para la actuación de estas entidades, entre otros temas relacionados.

A pesar de la existencia de autorización regulatoria desde el año 2000, el proceso de desmutualización de las bolsas se materializó a partir de 2007. En el caso de la Bolsa de Mercancías & Futuros S.A. (BM&F), su operación como entidad con fines lucrativos comenzó en octubre de 2007. En el caso de Bovespa S.A., sus actividades como sociedad anónima comenzaron en agosto de 2007.

El cambio en la forma jurídica de las bolsas fue acompañado por la regulación: en 2007 se emitió la Instrucción CVM n.º 461, que actualizó el marco normativo aplicable, especialmente a la luz de los desafíos traídos por la desmutualización. La nueva norma modernizó la organización y el funcionamiento de las bolsas, exigiendo reglas de gobernanza mejoradas que equilibraran adecuadamente el interés público con el objetivo de lucro. Se prestó especial atención a la necesidad de garantizar una mayor transparencia y protección para los inversores, con una mayor eficacia en el funcionamiento de la autorregulación. La Instrucción CVM n.º 461 también admitió una nueva forma de funcionamiento para las entidades administradoras de mercados de balcón organizado (una categoría diferente de bolsa de valores), que ahora podían ofrecer no solo los servicios de negociación electrónica de valores mobiliarios (a través de sistemas centralizados y multilaterales o mediante el uso de *market makers*), sino también los servicios de registro de operaciones previamente realizadas (*trade repositories*, en el lenguaje actual).

Un importante elemento de transformación que comenzó en la década de 2000 fue la intensificación de la introducción de nuevas tecnologías que facilitaron el acceso de pequeños inversores a la bolsa. Con la creación y popularización de los accesos al sistema de negociación por medio de Internet (*home broker*), el acceso al mercado accionario, antes restringido a grandes inversores institucionales, fondos de pensiones e inversores de mayor tamaño, se convirtió en una realidad para pequeños inversores. Estos ahora podían comprar y vender acciones de manera más sencilla y con costos más bajos, lo que impulsó la democratización del acceso al mercado brasileño, haciéndolo accesible a un número mucho mayor de inversores.

Entre otros beneficios, la negociación electrónica permitió un gran aumento en el número de transacciones realizadas en el mercado brasileño, aunque cada operación en promedio involucraba valores más bajos.

En términos de cambios legislativos, también es importante señalar que el inicio de la década de 2000 estuvo marcado por la promulgación de la Ley n.º 10.303/2001 y la Ley n.º 10.411/2002, que promovieron importantes cambios en el mercado local. Entre ellos, la transferencia de la competencia normativa sobre la organización, funcionamiento y operaciones de las bolsas de valores y de las bolsas de mercancías y futuros, que pasó del Consejo Monetario Nacional a la Comisión de Valores Mobiliarios.

Posteriormente, un evento destacado fue la fusión entre Bovespa y BM&F en 2008, creando BM&FBOVESPA. La operación consolidó la posición de Brasil como uno de los mayores mercados de capitales de América Latina, integrando el mercado de acciones (administrado por la primera) con el mercado de derivados (a cargo de la segunda). Poco menos de diez años después, hubo una nueva operación de integración de actividades, esta vez entre BM&FBOVESPA y la Central de Custodia y Liquidación Financiera de Títulos Privados - Cetip S.A., responsable de la negociación y registro de títulos privados. Esta nueva integración resultó en la creación de la actual B3 S.A., que ahora concentra la negociación de activos financieros en Brasil. B3 se ha convertido en una de las mayores bolsas del mundo en términos de valor de mercado, ampliando su portafolio de servicios y productos, incluyendo acciones, derivados, renta fija y tipos de cambio.

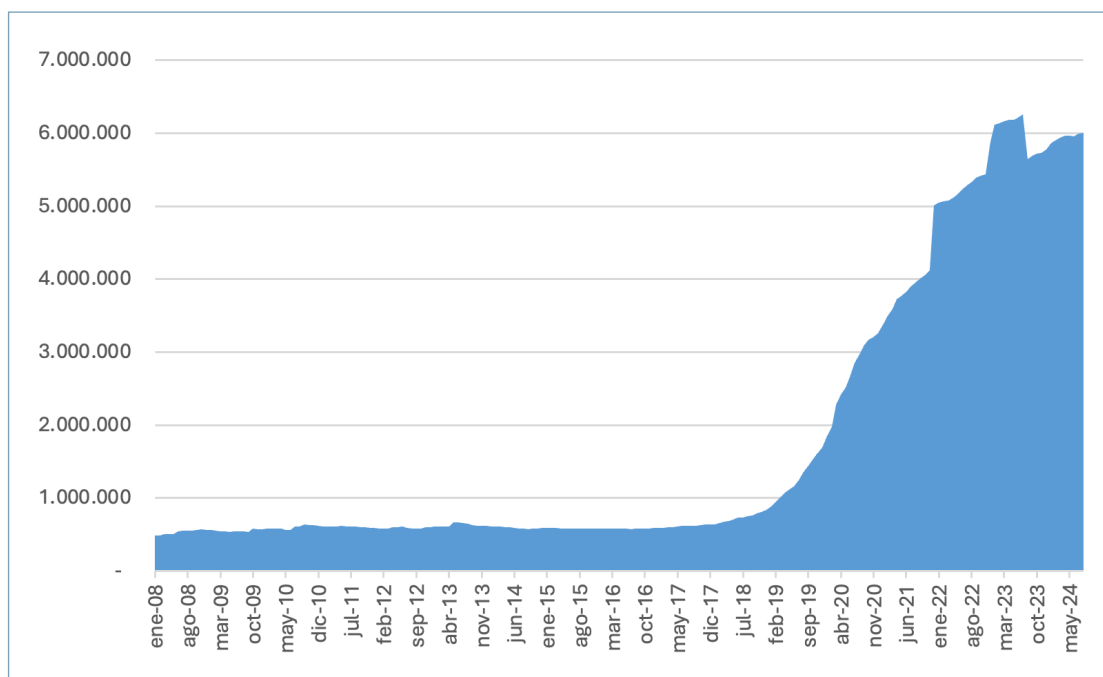
Durante la década de 2000, también se lanzó el “Nuevo Mercado”, una iniciativa similar a la observada en otras jurisdicciones. Se trata de un segmento especial de cotización en la bolsa que exige a las empresas listadas cumplir con estándares más elevados de gobernanza corporativa. Entre las exigencias se encuentran la emisión de acciones con derecho a voto, la mayoría de miembros independientes en el consejo de administración, un mayor nivel de transparencia en la divulgación de información al mercado, entre otras iniciativas.

El “Nuevo Mercado” resultó ser un éxito y ha pautado el estándar de gobernanza para las empresas brasileñas hasta la actualidad, atrayendo a empresas que buscan diferenciarse en el mercado y a inversores que demandan mayor seguridad y transparencia. Este segmento diferenciado de cotizadas creció y se convirtió en el principal estándar de gobernanza para las grandes empresas brasileñas. También ayudó a consolidar una cultura de gobernanza corporativa en Brasil, llevando a muchas empresas a adoptar prácticas más transparentes y éticas en su gestión.

Con la crisis del *subprime* y la posterior emisión de los *Principles for Financial Market Infrastructures* (PFMIs), Brasil comenzó a adaptar su marco legal y regulatorio a los nuevos paradigmas internacionales, especialmente en lo que respecta a los sistemas de pago, las cámaras de compensación, los depositarios centrales y los registradores de títulos (*trade repositories*) y la necesidad de contrapartes centrales. Además de numerosas mejoras en la regulación del Banco Central de Brasil y la CVM, en 2013 se promulgó la Ley n.º 12.810, que reforzó la competencia de ambas autoridades para la regulación de las actividades de depósito centralizado y de registro de activos financieros y valores mobiliarios.

Dado que Brasil adopta un sistema de identificación del inversor final en la depositaria central, se observa que el número de cuentas en los sistemas de depósito centralizado, aunque se mantuvo estable a lo largo de los años, experimentó un crecimiento vertiginoso tras la pandemia. Esto es reflejo de una gran entrada de nuevos inversores individuales en el mercado de capitales, una tendencia de crecimiento que probablemente se mantendrá en los próximos años:

Número de Cuentas en la Depositaria Central



Reflejando las transformaciones observadas globalmente y las evoluciones ocurridas en el mercado brasileño, en 2022 la CVM emitió la Resolución CVM n.º 135, que pasó a ser la nueva norma que regula las actividades de las bolsas y los mercados OTC organizados en Brasil. Su promulgación estuvo guiada por la necesidad de introducir mayor competencia en el mercado, al admitir, por ejemplo, la posibilidad de negociar grandes lotes de valores mobiliarios fuera de los sistemas mantenidos por la bolsa; promover el perfeccionamiento de las reglas relativas al deber de mejor ejecución (*best execution*), especialmente en la coexistencia de sistemas de negociación competidores que cuenten con los mismos activos; exigir la sincronización de los horarios de los diversos sistemas de negociación; y permitir la creación de segmentos específicos de negociación y listado, entre otros.

Aunque de forma gradual, la competencia en el mercado brasileño comienza a hacerse presente, no solo debido a los cambios legales y regulatorios, sino también por la propia dinámica del mercado. Además de B3, otras entidades obtuvieron autorizaciones para operar en el país como administradoras de mercados organizados, aptas para ofrecer servicios de registro de operaciones previamente realizadas con valores mobiliarios (*trade repositories*). Tal fue el caso de CSDBR - Central de Servicios de Registro y Depósito para los Mercados Financieros y de Capitales S.A. en mayo de 2020; de BBCE Balcão Brasileiro de Comercialização de Energia S.A. en junio del mismo año; y de CRT4 - Central de Registro de Títulos y Activos S.A. en octubre del año siguiente. También se estableció como depositaria central Laqus Depositária de Valores Mobiliários S.A. en diciembre de 2020.

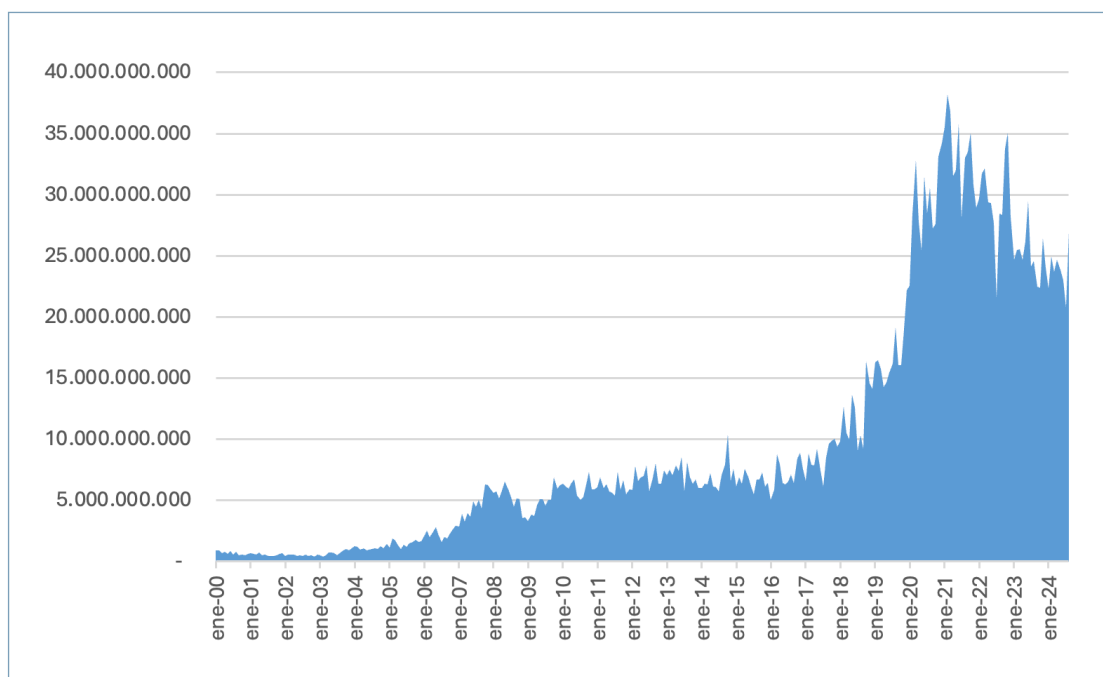
Aunque no todas estas nuevas entidades compitieron con B3 en todos los segmentos desde el principio de sus actividades (pues todas ellas comenzaron con la actuación en determinados nichos), se espera que a largo plazo la introducción de la competencia promueva una reducción de costos de los servicios, una mejora en la calidad de los mismos, un aumento de la eficiencia del mercado, una diversificación de productos y servicios, el fomento a la innovación y un mayor acceso al mercado con productos financieros más asequibles para pequeños y medianos inversores.

Sin embargo, las iniciativas de modernización no se agotaron con la Resolución CVM n.º 135/2022. Posteriormente, la CVM promovió una audiencia pública para recibir comentarios sobre la flexibi-

lización de los límites de participación en el capital de las bolsas. También continuó sus estudios sobre la posibilidad del uso de la internalización por parte de las corredoras de valores, una técnica aún no autorizada en el país, pero que merece un análisis cuidadoso para identificar sus ventajas y desventajas comparativas.

En términos de volumen negociado, aunque con algunas oscilaciones, los últimos 25 años han presentado un crecimiento constante y continuo del volumen negociado en el mercado de acciones:

Volumen Medio Diario en el Mercado al Contado de Acciones (R\$)



El desempeño del Ibovespa (el principal índice bursátil de Brasil) a lo largo de estos 25 años refleja el crecimiento del mercado local, aunque afectado puntualmente por las crisis financieras globales observadas durante ese tiempo. En 1999, el Ibovespa cerró en torno a los 17.000 puntos. Sin embargo, con el crecimiento de la economía brasileña durante los años 2000, impulsado por el *boom* de las *commodities* y el aumento de la confianza de los inversores, el índice llegó a superar los 70.000 puntos en 2008, antes de la crisis global. Tras la crisis, el Ibovespa volvió a crecer, pero fue nuevamente afectado por la recesión de 2014-2016, cayendo a unos 40.000 puntos.

A partir de 2017, la bolsa brasileña inició un nuevo ciclo de alza, impulsado por reformas económicas, como la reforma laboral y las expectativas sobre la reforma previsional. En 2019, el Ibovespa superó por primera vez la marca de los 100.000 puntos y, a pesar de las turbulencias causadas por la pandemia en 2020, el índice alcanzó picos históricos de más de 130.000 puntos en 2021, reflejando la entrada de nuevos inversores y la recuperación económica global. En este año 2024, el Ibovespa se mantiene en el nivel de los 130.000 puntos.

IV. Evolución de la regulación del mercado de capitales

Es admirable el desarrollo del mercado de capitales brasileño a lo largo del siglo XXI bajo parámetros tanto cualitativos como cuantitativos. En este período, la participación del ahorro público se

volvió fundamental para el desarrollo socioeconómico del país (que en última instancia es la función económica clásica de un mercado de capitales); aumentó el profesionalismo y el uso de tecnología por parte de los agentes y las infraestructuras del mercado; los productos y operaciones se volvieron mucho más diversos y sofisticados, además de mejor controlados y valorados; y, aunque de forma oscilante, el volumen de emisiones primarias y de negociaciones de activos en mercados secundarios creció vertiginosamente.

En apoyo a los agentes privados en el desarrollo del mercado brasileño, así como cumpliendo mandatos legales, la CVM ha trabajado incansablemente en la modernización de la regulación bajo su responsabilidad, lo que incluye también el alineamiento de las reglas locales con las mejores prácticas de los mercados más desarrollados.

Además, considerando que apoyar el desarrollo del mercado de capitales local no consiste únicamente en producir normas, sino también en ejercer lo que comúnmente se denomina *soft-power*, la CVM, a pesar de sus notorias limitaciones, participa activamente en foros y grupos de trabajo dedicados al mercado de capitales tanto en Brasil como en el extranjero. Es miembro fundador del Laboratorio de Innovaciones Financieras - LAB y sus funcionarios están constantemente presentes en seminarios y conferencias para los que el regulador es invitado.

Los activos negociados en nuestro mercado en los años 90 eran básicamente valores mobiliarios emitidos por empresas que cotizaban en bolsa (con un gran volumen dedicado a acciones de empresas de economía mixta), derivados de bolsa y fondos de inversión en acciones. Un mercado muy por debajo de las posibilidades del país.

Las pocas emisiones de títulos de deuda corporativa eran vistas por los inversores como *buy-to-hold*, por lo que en la práctica no existía un mercado secundario de renta fija. Existían contratos de inversión colectiva ofrecidos al gran público sin que estos activos fueran considerados valores mobiliarios por la ley, por lo tanto, no estaban sometidos a la regulación del mercado. Las escasas operaciones de titulización hasta entonces estructuradas eran extremadamente ineficientes: debían ser conducidas a través de sociedades de propósito específico que emitían obligaciones con garantía del flujo de ingresos que respaldaba la operación, lo que generaba complejidades formales y operativas.

Es necesario reconocer que ya existía una industria de fondos de inversión, pero los fondos inmobiliarios (FII) eran un producto exótico que ni siquiera los agentes de mercado solían conocer; las operaciones de *private equity & venture capital* se realizaban a través de empresas cerradas de participación, no a través de fondos de inversión en participaciones (FIP); los fondos multimercado no tenían sentido porque la renta fija, la variable y tipo de cambio eran segmentos que no se mezclaban en un solo vehículo de inversión; y los fondos de inversión en derechos crediticios (FIDC) ni siquiera existían.

La liquidez del mercado brasileño dependía casi exclusivamente de los inversores extranjeros. En esa época, era común que las empresas brasileñas emitieran ADRs (*American Depositary Receipts*) para ser negociados en Nueva York, pero, aunque existía una norma que regulaba este producto (Instrucción CVM 255 de 1996), en la práctica no existían BDRs (*Brazilian Depositary Receipts*) que facilitarían la exposición de los inversores locales, incluso los institucionales, a emisores en el extranjero.

Para los más veteranos, el actual mercado de capitales brasileño parece un “Nuevo Mundo”. Mucho ha cambiado, y desde la perspectiva del regulador, además del Plan Real, es posible señalar un hito temporal para el inicio de la resignificación y reposicionamiento del mercado.

A principios del siglo XXI, en 2001, la Ley nº 10.303 modernizó la Ley nº 6.385 de 1976, creando las bases técnico-formales para que el mercado brasileño comenzara a madurar. En virtud de esta ley, entre otras novedades, el mercado de derivados fue formalmente incorporado al mercado de valores mobiliarios, bajo la competencia de la CVM; las participaciones de los fondos de inversión pasaron a ser consideradas valores mobiliarios independientemente de la política de inversiones del fondo; los contratos de inversión colectiva fueron reconocidos como valores mobiliarios en una versión adaptada localmente del *Howey Test*; y el uso de información privilegiada en operaciones de mercado fue tipificado como delito. En la misma línea, y para hacer frente a este nuevo escenario, se reforzó la competencia normativa de la CVM, la cual ha sido utilizada de manera efectiva.

También en 2001 se emitió la Instrucción CVM 356, que regulaba las actividades de los FIDC, un paso decisivo en el desarrollo de una industria de titulización en Brasil, que configuró el inicio de una mayor aproximación entre las pequeñas y medianas empresas (PME) y el mercado de capitales. En 2002, fue el turno de la Instrucción CVM 359, que reguló las actividades de los fondos de inversión en índices de mercado, conocidos en Brasil como ETF (*Exchange Traded Fund*), un producto de gestión pasiva que ganó la preferencia de los inversores minoristas y que actualmente permite exposición a riesgos de las más diversas naturalezas.

El año 2003 fue prolífico en la producción de normativas. En apoyo a la creación del Nuevo Mercado por parte de la bolsa, la CVM emitió la Instrucción CVM 400, que modernizó una legislación datada de los años 80 referente a las ofertas públicas de distribución de valores mobiliarios, haciéndolo de forma coherente con las prácticas de los mercados más desarrollados. Ese mismo año, la CVM emitió también la Instrucción CVM 391, que regula los FIP, un vehículo destinado a la inversión de capital y participación en el proceso decisorio de empresas no cotizadas. La CVM daba un nuevo paso en la aproximación entre las PME y el mercado de capitales.

Además, en 2003 también se destacó por la emisión de la Instrucción CVM 409, que regula el funcionamiento de los fondos de inversión, especialmente los fondos de renta variable, de renta fija, cambiarios y multimercado. Esta normativa ha sido tan exitosa que varios de sus disposiciones aún hoy son parte fundamental de la regulación de estos vehículos de inversión colectiva en Brasil.

En 2004, la CVM emitió la Instrucción CVM 414, que trata sobre el registro de compañías abiertas para empresas securitizadoras de créditos inmobiliarios y de la oferta pública de distribución de *Certificados de Recebíveis Imobiliários* (CRI). El mercado pasó a contar entonces con un nuevo activo de titulización destinado al financiamiento del sector inmobiliario. La ahora pujante industria de titulización brasileña comenzó a crecer a partir de los CRI y los FIDC.

En 2005, la CVM se ocupó del registro de inversores no residentes para operar en el mercado brasileño, intentando facilitar el proceso dentro de los límites impuestos a la Comisión. En 2006, la CVM emitió el Plan Contable de los Fondos de Inversión (COFI), dotando así a esta industria de una estandarización en cuanto al reconocimiento, valoración y registro de la información patrimonial del fondo, un paso fundamental para ofrecer al público inversor una comparabilidad entre diferentes fondos.

En 2007, se emitió otra normativa contable importante, la Instrucción CVM 457, que regula la elaboración y divulgación de los estados financieros de las empresas, alineando formalmente nuestra regulación con el estándar contable internacional emitido por el *International Accounting Standards Board* (IASB). Aún en 2007, mirando hacia las plataformas en las cuales se negocian los activos, la CVM publicó la Instrucción 461, modernizando la disciplina aplicable a la constitución, organización y funcionamiento de las bolsas de valores, bolsas de mercancías y futuros, y mercados de OTC organizados en Brasil.

Los FII (Fondos de Inversión Inmobiliaria) comenzaron a despegar con la emisión de la Instrucción CVM 472 en 2008. En un movimiento bien calculado, pero audaz para la época, la CVM amplió la definición de “emprendimientos inmobiliarios” para incluir también activos financieros destinados al financiamiento del sector inmobiliario. El éxito de los FII en términos de popularidad, que hoy es fácilmente verificable, demuestra el acierto de esa acción inicial.

En 2009, la CVM dio un paso decisivo en la facilitación del acceso de las empresas a los recursos del ahorro público mediante la emisión de la Instrucción CVM 476, que regula las ofertas públicas de valores mobiliarios distribuidas con esfuerzos limitados de colocación y la negociación de esos valores en mercados regulados. Operaciones que no alcanzaban al público en general, pero que tampoco eran privadas, ganaron una normativa que las hacía mucho más eficientes. En consonancia con el movimiento realizado mediante la Instrucción CVM 476, en 2010 el regulador modernizó las reglas que regulaban el régimen informativo de las empresas cotizadas mediante la Instrucción CVM 480.

Dado todo lo expuesto anteriormente, se puede concluir que, en la primera década del siglo XXI, la actividad normativa de la CVM tuvo un fuerte carácter desarrollista, alcanzando la creación y modernización de productos, regímenes informativos para los inversores, normas contables, infraestructuras de mercado y conductas de agentes. Todo ello con el objetivo de aumentar la similitud del mercado brasileño con el mercado global, dentro de los límites previstos por nuestra legislación.

En 2011, la Comisión emitió la Instrucción CVM 504, que establecía que los FIDC debían enviar información sobre sus activos al Sistema de Informaciones de Créditos (SCR) del Banco Central de Brasil, un movimiento interesante desde la perspectiva de la cooperación entre supervisores del Sistema Financiero Nacional, especialmente dado que ocurrió tras la “Crisis Económica de 2008”, originada por la creación de créditos de mala calidad. El hito destacado del año 2012 fue la Instrucción CVM 521, que regulaba la actividad de calificación de riesgo crediticio (*rating*) en el ámbito del mercado de valores mobiliarios.

El año 2013 trajo dos normativas que merecen ser resaltadas. Mediante la Instrucción CVM 531, el regulador dio un “freno de ajuste” en la industria de FIDC, como forma de lidiar con una serie de problemas ajenos al mercado ocurridos en esta industria, que estaban generando pérdidas para los inversores y deteriorando la credibilidad de esta categoría de fondo. De esta forma, la CVM mostró que, a pesar de su misión de promover el desarrollo del mercado brasileño, también podía ser conservadora si la situación lo exigía estratégicamente. Por otro lado, en ese mismo año, se emitió la Instrucción CVM 539, que imponía a los agentes del mercado el deber de verificar la adecuación de los productos, servicios y operaciones al perfil del cliente.

Lo más destacado en el bienio 2014-2015 fue la actividad de administración de recursos de terceros: en 2014, la Instrucción CVM 555 modernizó la regulación de los fondos de inversión (financieros); y en 2015, la Instrucción CVM 558 modernizó la regulación del servicio de administración de carteras de activos, abarcando tanto la administración fiduciaria como la gestión de recursos.

En el bienio 2016-2017, se puede destacar la emisión de dos importantes normativas. En 2016, se publicó la Instrucción CVM 578, que actualizó la regulación de los FIP (Fondos de Inversión en Participaciones). En 2017, se emitió una gran innovación: la Instrucción CVM 588, dedicada a la distribución de valores mobiliarios emitidos por pequeñas empresas mediante plataformas electrónicas de inversión participativa.

El comúnmente denominado *equity crowdfunding* exigió a la CVM coraje para otorgar una serie de flexibilizaciones regulatorias, y fue una nueva acción normativa del regulador para aumentar la participación de las pequeñas y medianas empresas (PME) en el mercado de capitales, esta vez a

través de una intervención más directa y audaz. Con base en los datos y hechos conocidos hasta entonces, a pesar de reconocer los riesgos extraordinarios inherentes a las soluciones de *crowdfunding*, el regulador ya promovió flexibilizaciones en el producto mediante las Resoluciones CVM 88 y 158, ambas de 2022. La diferencia de 70 números entre estas dos normativas evidencia la frenética actividad normativa de la CVM durante la pandemia de COVID-19, otorgando diversas dispensas y flexibilizaciones.

En 2018, con base en la experiencia técnica y jurisprudencia administrativa desarrollada a lo largo del tiempo, la Comisión dio un nuevo paso en el fomento de la industria de securitización mediante la Instrucción CVM 600, dedicada a los *Certificados de Recebíveis do Agronegócio* (CRA). El año 2019 estuvo marcado por la emisión de la Instrucción CVM 617, que regula la prevención del lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo (PLDFT) específicamente en el ámbito del mercado de capitales (en 2021, la Resolución CVM 50 incluyó el financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva, alterando la sigla a PLD/FTP).

El año 2020 marca un nuevo avance de la CVM en términos de técnica regulatoria asociada al fomento de la innovación. Mediante la Instrucción CVM 626, la Comisión creó su entorno regulatorio experimental (*sandbox regulatorio*), en el que efectivamente se están llevando a cabo experimentos, todos con carácter innovador y, por lo tanto, potencialmente beneficiosos para la eficiencia del mercado en su conjunto: agentes, inversores y reguladores. Esta técnica regulatoria permite que la CVM promueva un equilibrio entre las iniciativas de los agentes de mercado y la protección de los inversores.

En 2021, la CVM dio su primer paso más decisivo, en términos de normatividad, para fomentar el segmento de mercado que se ha denominado Finanzas Sostenibles, a través de la Resolución CVM 59, que incorporó al régimen informativo de las compañías abiertas datos cuantitativos y cualitativos sobre la temática ESG. El regulador actuó así por considerar que esta cuestión está relacionada con la competitividad del mercado brasileño frente a la competencia global, especialmente a largo plazo.

En 2021, la CVM también emitió la Resolución CVM 60, conocida como el Marco Regulatorio de la Securitización, un título justo para una norma que consolidó toda la regulación y jurisprudencia de la CVM sobre securitización en un único cuerpo, compuesto por una regla general universalmente aplicable y reglas específicas, que varían en función del respaldo de la operación de securitización. Ese mismo año se publicó la Resolución CVM 35, estableciendo un renovado conjunto de normas y procedimientos a ser observados en la intermediación de operaciones realizadas en el mercado de capitales.

Ya en 2022, la Comisión emitió la Resolución CVM 67, que, por un lado, hizo más coherente su proceso normativo, lo que incluyó la incorporación formal de la necesidad de realizar análisis de impacto regulatorio sobre las normas propuestas por el regulador. Esta acción aporta previsibilidad a la actuación normativa de la CVM; *accountability* sobre la actuación del organismo en este ámbito; y la posibilidad de que los agentes de mercado se planifiquen mejor para lidiar con la agenda regulatoria (cuya publicación anual es otra exigencia de la norma).

También en 2022, la CVM emitió la Resolución CVM 175, complementada posteriormente por las Resoluciones 181, 184 y 187 (todas de 2023), un trabajo que resultó en una profunda modernización de la regulación de los fondos de inversión inmobiliaria, lo que solo fue posible gracias al respaldo proporcionado por la Ley de Libertad Económica que, entre otras disposiciones, definió de manera clara y precisa que la CVM tiene la competencia para regular los fondos de inversión en bienes y derechos de cualquier naturaleza. La Resolución CVM 175, que hoy consta de una regla general y 12 anexos normativos, permitió sistematizar mejor la aplicación de las reglas entre dife-

rentes categorías de fondos, reduciendo así las hipótesis de arbitraje regulatorio y conduciendo a la derogación de 38 instrucciones.

Cabe destacar que las restricciones impuestas a los FIDC por la Instrucción CVM 531 fueron finalmente flexibilizadas en el ámbito de la edición del Anexo Normativo II de la Resolución CVM 175, lo que ocurrió en reconocimiento de la madurez de todo el mercado, incluyendo al regulador, que se sintió cómodo permitiendo que este sofisticado producto pueda llegar al sector minorista, aunque con algunas limitaciones.

Entre innumerables otras innovaciones, la Resolución CVM 175 mejoró la transparencia de la información proporcionada sobre la remuneración de los prestadores de servicios de los fondos de inversión. El tema de la divulgación de la remuneración continuó con las Resoluciones CVM 178 y 179, normas dirigidas a la distribución de valores mobiliarios en general, no solo a las participaciones de fondos. Ambas reglas fueron publicadas a principios de 2023 y, en última instancia, están destinadas a posibilitar, a través del suministro de datos, que los inversores -particularmente el sector minorista- puedan tomar decisiones de inversión más reflexivas.

En 2023, el espíritu innovador continuó guiando la actuación normativa del regulador, nuevamente alcanzando el tema ESG. A través de la Resolución CVM 193, la Comisión dispuso sobre la elaboración y divulgación del informe de información financiera relacionada con la sostenibilidad, basado en los estándares internacionales emitidos por el *International Sustainability Standards Board* (ISSB). Así, los estándares internacionales comúnmente denominados S1 y S2 pasaron a integrar la regulación brasileña, en un movimiento pionero de la CVM frente a sus pares, que solo fue posible gracias al pragmatismo técnico con el que el organismo aborda el tema.

El mercado de capitales se materializa en un entorno naturalmente creativo, dinámico e innovador, por lo que el trabajo de emisión de normas de sus reguladores nunca se detiene. A la fecha de finalización de este artículo, ya en 2024, es posible destacar dos nuevas iniciativas de la CVM. Desde la perspectiva de la creación de productos, cabe resaltar la emisión de reglas específicas para los fondos de inversión en las cadenas productivas del agronegocio - FIAGRO, conforme al Anexo Normativo VI de la Resolución CVM 175, que prevé la existencia de una especie de fondo multimercado del agronegocio. Este vehículo de inversión colectiva dedicado al agronegocio tiene el potencial de igualar, e incluso superar, el desempeño de los FII en términos de volumen y popularidad.

Además, en otra iniciativa para facilitar el acceso de las pequeñas y medianas empresas (PME) al mercado de capitales, el año 2024 trae la consulta pública del régimen de Facilitación del Acceso a Capital y de Incentivo a Listados - FÁCIL, un régimen que tiene como objetivo facilitar que las empresas de menor tamaño se registren en la CVM, de manera más ágil y menos burocrática.

La misión de la CVM, según se expone en su planificación estratégica, es “velar por el funcionamiento eficiente, la integridad y el desarrollo del mercado de capitales, promoviendo el equilibrio entre la iniciativa de los agentes y la efectiva protección de los inversores”. La evolución de la regulación del mercado brasileño demuestra que la Comisión está atenta a su misión.

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

Montserrat Martínez Parera⁴⁵

Vicepresidenta de la CNMV de España

Introducción

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

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

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

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

I. Evolución de la regulación y supervisión financiera en España

1. Globalización y auge económico

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

⁴⁵ Quiero agradecer la valiosa contribución de David de Miguel y de Antonio Mas en la elaboración de este artículo.

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

Algunas de las normativas más relevantes de esos años en España incluyen la Ley 44/2002⁴⁶ de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, que amplió las competencias de supervisión, aumentó la transparencia de los mercados, los estándares de gobernanza y la protección de los inversores minoristas. Cabe también señalar la Ley 26/2003 de reforma del mercado de valores⁴⁷, que introdujo relevantes novedades en la regulación de las ofertas públicas de adquisición (OPAs), alineando la normativa española con las directivas europeas sobre abuso de mercado y transparencia. Ese mismo año se aprobó también la Ley 35/2003⁴⁸ de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), para ofrecer una gestión transparente y profesional, y aumentar la confianza de los inversores en los fondos de inversión, dotando a la CNMV de nuevas competencias supervisoras. Ya en 2005 se traspuso la Directiva de abuso de mercado⁴⁹, con cambios relevantes en materia de uso de información privilegiada y manipulación de mercado. Y en 2007, destaca la transposición de la directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID I)⁵⁰ al marco normativo español⁵¹, directiva que reforzó la protección al inversor e impuso obligaciones de transparencia y gestión de conflictos de interés.

Por último, cabe mencionar también que fueron años prolíficos en materia de gobierno corporativo. En 2003 se publica el conocido como Informe Aldama⁵², que sentó las bases del Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas⁵³ de la CNMV cuya primera versión se aprobó en 2006. Desde entonces, la CNMV ha asumido un rol activo en la implementación de las recomendaciones de gobierno corporativo.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

53 *Codigo_unificado_version 2006.pdf*

2. Crisis financiera global y respuesta regulatoria

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

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

Esta redefinición de la arquitectura supervisora estuvo acompañada de intensas reformas regulatorias como la reforma del marco de Basilea III⁵⁴ sobre los requerimientos prudenciales bancarios (solvencia, liquidez y apalancamiento). En el ámbito de los mercados de valores, destaca la directiva MiFID II⁵⁵ y el reglamento MiFIR⁵⁶, para aumentar transparencia y con requisitos más estrictos para la negociación de instrumentos financieros. El EMIR (European Market Infrastructure Regulation)⁵⁷, por su parte, que vino a reforzar las debilidades en la compensación y liquidación de derivados, entre otros aspectos. También destaca el marco armonizado para las cámaras de contrapartida central y la obligatoriedad de compensar los derivados a través de estas y el registro de sus operaciones.

Sin pretender ofrecer una relación exhaustiva, en España cabe señalar la Ley 10/2014 de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito⁵⁸, que culminó la respuesta a la crisis bancaria nacional y la mejora de los requisitos de capital con la adaptación al marco europeo de los estándares de Basilea III. Junto con la formalización del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB)⁵⁹, para la reestructuración y resolución de entidades bancarias.

En el ámbito del mercado de valores, se fortaleció la capacidad del supervisor para actuar ante productos complejos, con nuevas obligaciones de reporte y aumento de la transparencia, además del refuerzo de las prácticas de comercialización. La actualización de la Directiva de folletos⁶⁰ y su

⁵⁴ Reforma de Basilea

⁵⁵ DIRECTIVA 2014/65/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE

⁵⁶ Reglamento 600/2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012

⁵⁷ REGLAMENTO 648/2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones

⁵⁸ Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito

⁵⁹ Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito

⁶⁰ Directiva 2010/73/UE del parlamento europeo y del consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y la Directiva 2004/109/CE sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado

incorporación al marco español⁶¹ establecieron estándares armonizados a las entidades emisoras de valores, entre otros. Merece mención especial el refuerzo a la protección al inversor, tras la aprobación de MiFID II⁶² y su implementación a nivel nacional, con exigencias más estrictas de evaluación de idoneidad y conveniencia de los productos financieros.⁶³

Al mismo tiempo, se siguió profundizando en mejoras en materia de gobernanza de entidades, que consolidaron el papel de la CNMV como supervisor de determinadas prácticas. En particular, tras la crisis, proliferaron iniciativas relacionadas con las buenas prácticas en materia de gobierno corporativo, para reforzar el valor empresarial y la confianza de los inversores. En 2014, se impulsó una comisión en materia de gobierno corporativo. Fruto de su trabajo se modificó la Ley de Sociedades de Capital y el Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas⁶⁴ de 2015. Este nuevo Código introdujo recomendaciones relativas al principio de cumplir o explicar, así como otras específicas en materia de responsabilidad social corporativa, además de ajustarse a la nueva normativa.

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

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

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

Respecto a las finanzas sostenibles, la lucha contra el cambio climático tuvo hitos globales como la adopción del Acuerdo de París de 2015⁶⁵ y los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de las Naciones Unidas, que sentaron las bases para ambiciosas políticas en materia de sostenibilidad climática y medioambiental. Así, para alinear el sector financiero con los objetivos del acuerdo de París y facilitar la transición hacia una economía neutra en carbono para 2050, la CE lanzó en 2018 el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles de la UE⁶⁶, dirigido a introducir regulaciones que integren los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en la toma de decisiones de inversión y supervisión. Adicionalmente, se aprobó la Directiva de Divulgación de información no financiera (NFRD)⁶⁷ que estableció un marco legal para la divulgación de información no financiera por parte de las empresas en Europa.

⁶¹ Real Decreto 1698/2012, de 21 de diciembre, por el que se modifica la normativa en materia de folletos y de requisitos de transparencia exigibles en las emisiones de valores por la transposición de la Directiva 2010/73/UE

⁶² Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE

⁶³ Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad de la CNMV (2010)

⁶⁴ Código de buen gobierno en las sociedades cotizadas

⁶⁵ Acuerdo de París

⁶⁶ Plan de Acción de la Comisión para una economía más ecológica y más limpia

⁶⁷ Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos

En España, la CNMV incorporó esas directrices, fomentando el reporte de riesgos ambientales y sociales en los emisores de valores. Ley 11/2018 de Información no financiera y diversidad⁶⁸, fue más allá de la simple transposición de la NFRD. Se ampliaron los requisitos de información no financiera para las empresas, con la obligación de un estado de información no financiera (EINF) a empresas con más de 500 empleados y se incorporaron también directrices europeas en materia de inclusión de información de riesgos ESG en los valores. La CNMV publicó guías y recomendaciones de buenas prácticas para facilitar la transición sostenible.

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

En Europa se inició el Plan de acción *fintech* de la UE⁶⁹, para promover la innovación tecnológica en los servicios financieros o el Reglamento de *crowdfunding*⁷⁰, que permitió regular estas nuevas plataformas de financiación. A nivel nacional, la CNMV junto con el Banco de España y el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital lanzaron el *sandbox* financiero aún vigente, espacio de pruebas que permite evaluar las implicaciones regulatorias, los posibles riesgos y el impacto en los consumidores y mercados antes de implementar plenamente estas innovaciones en el sistema financiero.

Al mismo tiempo, más allá de estas dos grandes tendencias transversales (finanzas sostenibles y digitalización), empezó también a emerger la necesidad de impulsar el desarrollo y crecimiento de los mercados de capitales en Europa, favoreciendo una mayor integración de los existentes a nivel nacional. Se impulsó así en 2015 la Unión de los Mercados de Capitales (CMU)⁷¹. En España también se introdujeron medidas dirigidas a fomentar el uso de los mercados de capitales, con particular foco a las pymes, y se crea el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), que proporcionó un entorno regulatorio más flexible a este tipo de empresas.

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

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

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

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

⁶⁸ Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad

⁶⁹ FinTech Action plan: For a more competitive and innovative European financial sector

⁷⁰ Reglamento 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937

⁷¹ Plan de acción para la creación de un mercado de capitales

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

- **Transformación digital**

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

La tecnología de registros distribuidos (DLT) aplicada a los instrumentos financieros es un ejemplo de innovación que puede traer grandes beneficios, con elevado potencial de aplicación. En Europa, el Reglamento piloto para DLT⁷² persigue precisamente facilitar el desarrollo de mercados de negociación con esta tecnología.

Por otra parte, el crecimiento del mercado de los criptoactivos no regulados motivó que la necesidad de establecer un marco que ofreciera unas mínimas garantías a los inversores. En Europa, el Reglamento MiCA⁷³, de aplicación a partir de 2025, establece por primera vez un marco legal uniforme para la prestación de servicios de inversión sobre criptoactivos. En el ámbito nacional, y ante la ausencia de un marco regulatorio común, la CNMV reguló la publicidad de criptoactivos, para incluir advertencias a los inversores sobre los riesgos asociados a este tipo de productos no regulados⁷⁴.

Otros riesgos derivados de la innovación tecnológica se centran en la resiliencia operativa y el riesgo de ciberseguridad. Estos han sido abordados con el Reglamento DORA⁷⁵, como pieza clave en el esfuerzo por proteger los sistemas ante ciberataques y fallos operativos en un entorno cada vez más digital.

Finalmente, destacan las implicaciones de los últimos desarrollos en inteligencia artificial (IA) en los mercados de valores. Europa adoptó el Reglamento de inteligencia artificial⁷⁶, con obligaciones en sectores clasificados como alto riesgo, para favorecer un desarrollo seguro y ético de la misma. Pero, sin duda, los retos son mayúsculos, dada sus múltiples aplicaciones en toda la cadena de valor, así como el potencial transformador de las IA más avanzada, como la generativa. Y la actuación en este ámbito solo ha hecho que empezar.

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

⁷² Reglamento (UE) 2022/858 del Parlamento Europeo y del Consejo de 30 de mayo de 2022 sobre un régimen piloto de infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n° 600/2014 y (UE) n° 909/2014 y la Directiva 2014/65/UE.

⁷³ Reglamento 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2023, relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifican los Reglamentos (UE) 1093/2010 y 1095/2010 y las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/1937

⁷⁴ Circular 1/2022, de 10 de enero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, relativa a la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión.

⁷⁵ Reglamento (ue) 2022/2554 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2022, sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero

⁷⁶ Reglamento 2024/1689 del Parlamento

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

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

- **Revitalización de los mercados**

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

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

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

En todo caso, el impulso reciente más relevante es el derivado del informe Letta⁷⁷, sobre cómo revitalizar la Unión de los Mercados de Capitales, y del informe Draghi⁷⁸, sobre como relanzar la competitividad de la UE, que inciden en la necesidad de reforzar los mercados de capitales para el logro de un verdadero mercado único, pero también como motor de la competitividad europea, con propuestas e iniciativas concretas.

Las iniciativas actuales no parten de cero pues mucho se ha hecho en este ámbito, especialmente en lo referente a medidas para facilitar el acceso a los mercados de las empresas que quieran salir a cotizar. En España, la reciente reforma de la LMV⁷⁹ introdujo cambios significativos como la simplificación de los procedimientos de emisión o la reducción de las cargas administrativas.

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

⁷⁷ *Much more than a market*

⁷⁸ *The future of European competitiveness*

⁷⁹ Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y los Servicios de Inversión

- **Finanzas sostenibles**

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

En Europa, en los últimos años hemos asistido a un impulso significativo del marco regulatorio (Reglamento Delegado del clima⁸⁰, Reglamento Delegado sobre Divulgación de información⁸¹ o el Reglamento Delegado ambiental⁸²). Por su parte, la Directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad (CSRD)⁸³ introduce un marco homogéneo para la elaboración de los informes, obligando al uso de los Estándares de reporte de sostenibilidad europeos (ESRS). También destaca la aprobación del Reglamento sobre bonos verdes europeos⁸⁴, como estándar voluntario para abrir nuevas oportunidades a emisores e inversores. Así como las medidas destinadas a reducir el riesgo de *greenwashing*. En España, la Ley 7/2021, de Cambio Climático y Transición Energética⁸⁵, introdujo nuevas metas de descarbonización y de reporte sobre planes de sostenibilidad y riesgos climáticos.

En la CNMV hemos sido especialmente activos en este ámbito, especialmente en el ámbito de publicación y divulgación, como refleja el informe sobre la supervisión de la información no financiera⁸⁶, con recomendaciones concretas de mejora a los emisores, el informe sobre desgloses relativos a la taxonomía europea de la CNMV⁸⁷. Y también hemos favorecido la implicación de los accionistas, a través del Código de buenas prácticas de inversores⁸⁸.

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

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

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

⁸⁰ Reglamento delegado 2021/2139;

⁸¹ Reglamento delegado 2021/2178

⁸² Reglamento delegado 2023/2486

⁸³ Directiva UE 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2022, por la que se modifican el Reglamento (UE) n.º 537/2014, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y la Directiva 2013/34/UE, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas

⁸⁴ Reglamento sobre Bonos Verdes Europeos (EuGB Regulation) - 2023/2631/EU

⁸⁵ Ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética

⁸⁶ Informe CNMV sobre la supervisión de la información no financiera

⁸⁷ Informe de taxonomía

⁸⁸ Código de buenas prácticas de inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto en relación con sus deberes respecto de los activos conferidos o los servicios prestados

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

Cuadro 1

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

III. Reflexiones finales

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

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

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

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

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

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

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

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 financieros⁸⁹. 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 Financiero⁹⁰ («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.

⁸⁹ 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*.

⁹⁰ 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)⁹¹, del que IOSCO es también miembro, y el G20⁹².

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 2017⁹³.

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.

⁹¹ www.fsb.org

⁹² www.g20.org/es/acerca-del-g20

⁹³ 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 valores⁹⁴ 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 Sanción⁹⁵;
- 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 (PFMI⁹⁶).

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

⁹⁴ 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.

⁹⁵ 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.

⁹⁶ 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 Información⁹⁷ (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

⁹⁷ 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**⁹⁸.

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.

⁹⁸ 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 potestades⁹⁹:

- 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 relevantes¹⁰⁰, adoptados y llevados a cabo por IOSCO, que se citan y se describen a continuación, se presentan comenzando por los trabajos que supusie-

⁹⁹ 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.

¹⁰⁰ 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 financiero¹⁰¹** (*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.

101 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD192.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*,¹⁰² 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***¹⁰³ 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**¹⁰⁴ 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

¹⁰² 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.

¹⁰³ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD274.pdf

¹⁰⁴ 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**¹⁰⁵ (*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**¹⁰⁶. 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**¹⁰⁷ 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)¹⁰⁸ 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.

¹⁰⁵ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD273.pdf

¹⁰⁶ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf

¹⁰⁷ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD282.pdf

¹⁰⁸ 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**¹⁰⁹ (*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**¹¹⁰ (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.

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

110 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**¹¹¹ y se finalizó una revisión de los **Principios sobre valoración de activos de las instituciones de inversión colectiva**¹¹², 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**¹¹³. Desde el inicio de la crisis financiera, fue una materia en la que

¹¹¹ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD367.pdf

¹¹² www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD413.pdf

¹¹³ 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**¹¹⁴, 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**¹¹⁵. 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.

¹¹⁴ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD394.pdf

¹¹⁵ 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**¹¹⁶, que será actualizado unos años después (en 2018). El segundo establece los **principios generales aplicables a los fondos de inversión cotizados**,¹¹⁷ 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**¹¹⁸. 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**¹¹⁹.

¹¹⁶ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD405.pdf

¹¹⁷ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD414.pdf

¹¹⁸ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD465.pdf

¹¹⁹ 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**¹²⁰ 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

¹²⁰ 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**¹²¹ 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 regulación¹²².

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**¹²³ (*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.

¹²¹ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD523.pdf

¹²² www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD521.pdf

¹²³ 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**¹²⁴, 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

¹²⁴ 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**¹²⁵ (*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**¹²⁶, 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**¹²⁷, 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**¹²⁸ 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**¹²⁹, 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**¹³⁰ -*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 so-

¹²⁵ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD548.pdf

¹²⁶ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD531.pdf

¹²⁷ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD552.pdf

¹²⁸ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD550.pdf

¹²⁹ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD543.pdf

¹³⁰ 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.

portaba las transacciones del bitcoin (ahora más conocida), que ya vislumbraron un potencial desarrollo sobre desintermediación y, finalmente, la publicación del informe sobre **ciberseguridad en los mercados de valores**¹³¹, 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 reacionadas 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**¹³².

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**¹³³. 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.

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

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

133 <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**¹³⁴, 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**¹³⁵ 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-

¹³⁴ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD597.pdf

¹³⁵ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD613.pdf

gal. Respecto a las **opciones binarias**¹³⁶, 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**¹³⁷, 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)**¹³⁸, 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**¹³⁹

Respecto a la fragmentación de los mercados, IOSCO elaboró un informe denominado **Fragmentación de Mercado y Regulación Transfronteriza**¹⁴⁰ 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.

¹³⁶ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD614.pdf

¹³⁷ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD602.pdf

¹³⁸ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD649.pdf

¹³⁹ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD643.pdf

¹⁴⁰ 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**¹⁴¹, 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**»¹⁴² 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**¹⁴³ 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

¹⁴¹ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD645.pdf

¹⁴² www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD619.pdf

¹⁴³ 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**¹⁴⁴.

En el ámbito de los **criptoactivos**, **IOSCO elaboró un informe**¹⁴⁵, 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.

¹⁴⁴ Money Market Funds during the March-April Episode www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD666.pdf

¹⁴⁵ 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**¹⁴⁶, 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**¹⁴⁷. 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**¹⁴⁸. 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**,¹⁴⁹ 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**¹⁵⁰ 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**¹⁵¹ 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

¹⁴⁶ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD668.pdf

¹⁴⁷ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD684.pdf

¹⁴⁸ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD669.pdf

¹⁴⁹ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD659.pdf

¹⁵⁰ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD656.pdf

¹⁵¹ 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**¹⁵², 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**¹⁵³ 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**¹⁵⁴ este año y **finalizado en 2022**,¹⁵⁵ 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*

¹⁵² www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD652.pdf

¹⁵³ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD673.pdf

¹⁵⁴ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD686.pdf

¹⁵⁵ 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**¹⁵⁶.

Se revisaron también, la implantación de las recomendaciones y estándares establecidos en 2015, sobre **planes de continuidad de negocios**¹⁵⁷ (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**¹⁵⁸, 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**¹⁵⁹, 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**¹⁶⁰ 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-

¹⁵⁶ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD670.pdf

¹⁵⁷ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD675.pdf

¹⁵⁸ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD671.pdf

¹⁵⁹ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD674.pdf

¹⁶⁰ 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**¹⁶¹ 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**¹⁶², 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**¹⁶³, 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

¹⁶¹ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD678.pdf

¹⁶² www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD688.pdf

¹⁶³ 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**¹⁶⁴ 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**¹⁶⁵ 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**¹⁶⁶ 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**¹⁶⁷ 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**¹⁶⁸ 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**¹⁶⁹, 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-

¹⁶⁴ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD722.pdf

¹⁶⁵ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD699.pdf

¹⁶⁶ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD720.pdf

¹⁶⁷ www.ivsc.org/about/

www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD716.pdf

¹⁶⁸ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD698.pdf

¹⁶⁹ 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**¹⁷⁰ 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**¹⁷¹. 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**¹⁷² 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**¹⁷³, cuyo objetivo es repercutir a los inversores que suscriben o reembolsan el coste de transacción derivado de la compra o

¹⁷⁰ www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS666.pdf

¹⁷¹ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD731.pdf

¹⁷² www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD745.pdf

¹⁷³ 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**¹⁷⁴, 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**¹⁷⁵ 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**¹⁷⁶ 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**¹⁷⁷, y el segundo informe **sobre finanzas descentralizadas**¹⁷⁸, 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.

¹⁷⁴ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD730.pdf

¹⁷⁵ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD752.pdf

¹⁷⁶ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD750.pdf

¹⁷⁷ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD747.pdf

¹⁷⁸ 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**¹⁷⁹ 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**¹⁸⁰ (*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**¹⁸¹. 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**¹⁸² 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.

¹⁷⁹ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD764.pdf

¹⁸⁰ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD761.pdf

¹⁸¹ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD767.pdf

¹⁸² 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**¹⁸³ participaron más de 118 jurisdicciones. Este año 2024, la Semana Mundial del Inversor cumplirá su séptima edición desde su implantación.

¹⁸³ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD768.pdf

LA EVOLUCIÓN DEL ECOSISTEMA BURSÁTIL EN LOS ÚLTIMOS 25 AÑOS

Ramon Adarraga

Economista y ex Directivo de Bolsas e instituciones bursátiles

Introducción

Contemplar la evolución de las Bolsas de Valores en los últimos 25 años comporta asomarse a un mundo que ha entrado de lleno en la Era de la Digitalización, en el que el desarrollo de nuevas tecnologías, la inexorable globalización de los mercados, la constante innovación en los productos financieros y en la propia estructura y operatividad de los centros de negociación así como la implantación de regímenes normativos cada vez más estrictos, y no siempre acertados, condicionan a todas y cada una de las entidades intervinientes, desde las propias autoridades gubernamentales hasta el más pequeño de los inversores que utiliza aplicaciones en sus teléfonos móviles para participar en los mercados bursátiles.

Las bolsas iberoamericanas, no obstante sus innegables peculiaridades, no constituyen una excepción a este hecho. Observar su trayectoria sin perder de vista la senda que han ido trazando las principales plazas bursátiles de referencia a nivel global, resulta necesario para comprender la realidad de los mercados financieros de la Región y evaluar su grado de efectividad a la hora de desempeñar su papel crucial de facilitadores de la movilización de capital en aras de permitir a las empresas crecer y a los inversores generar riqueza.

I. De las Bolsas de Viva Voz a los Mercados Electrónicos

Hasta bien entrados los años Ochenta, la inmensa mayoría de los mercados de valores eran esencialmente locales y operaban de forma aislada unos de otros. Las transacciones bursátiles se realizaban físicamente, con *traders* en el parqué de la bolsa negociando mediante señas y órdenes de voz. Es bien sabido que este sistema tradicional tenía muchas limitaciones, entre las que cabe destacar la lentitud de las operaciones y el muy restringido acceso a los mercados, en gran medida reservado a grandes entidades financieras e inversores institucionales. Las barreras para la entrada de nuevos actores eran significativas, y la falta de conectividad entre las bolsas limitaba el flujo de capital a nivel global.

La unidad espacial y temporal de los centros de negociación tan solo hacía necesaria una transparencia “post-contratación” y era suficiente con una difusión pública de los datos en diferido, a través de boletines oficiales de cotización y de medios de comunicación convencionales.

Este *statu quo* se quebró con el advenimiento de los sistemas electrónicos de contratación. A este respecto, ha de reconocérsele un protagonismo singular a la Bolsa de Toronto que, el 18 de noviembre de 1977, puso en marcha su sistema CATS (*Computer Assited Trading System*) que permitía una completa automatización del proceso de formación de precios.

En los años ochenta, esta plataforma de contratación fue implantada en la Bolsa de París, que la adaptó a su mercado con la denominación CAC (*Cotation Assistée en Continu*) y, poco después, se instaló para dar soporte a la contratación, *inter alia*, en el sistema de interconexión de las bolsas españolas o en la brasileña Bovespa.

Las plataformas electrónicas de contratación incorporaron novedades trascendentales a los mercados bursátiles. Entre ellas, la negociación continua a lo largo de períodos de varias horas, a dife-

rencia de los tradicionales corros, o ruedas, en los que las contrataciones se concentraban en unos pocos minutos. La posibilidad de contratar en remoto, *i.e.*, desde las propias oficinas de los intermediarios a través de líneas punto a punto, marcó también un antes y un después en la operativa de los mercados bursátiles. Y la conjunción de ambos factores hizo indispensable disponer de información en tiempo real con datos pre y post contratación para poder operar en la Bolsa. En otras palabras, ello supuso una verdadera revolución en la transparencia de los mercados. Sin embargo, en tanto que las transacciones se seguían realizando en un único centro de contratación, y habida cuenta de las velocidades de proceso y de transmisión de datos eran las que eran en aquel momento, puede decirse, no sin ciertos *caveats*, que el impacto de las latencias de red, tan esenciales y críticas en nuestros días, era poco o, como mínimo, menos relevante al cierre del pasado siglo.

En todo caso, lo cierto es que las plataformas electrónicas de contratación impulsaron extraordinariamente la transformación de los mercados bursátiles, permitiendo una mayor eficiencia en las operaciones, acelerando los tiempos de ejecución, reduciendo los costes asociados para los intervinientes y revolucionando la accesibilidad a la inversión en Bolsa.

A partir de los sistemas electrónicos de negociación, y gracias a ellos, en los últimos 25 años se ha asistido a la progresiva transición desde los mercados físicos, de viva voz y telefónicos, hacia mercados cada vez más digitalizados.

Hoy en día, la mayor parte de la contratación (“el *trading*”) se realiza electrónicamente en todos los continentes, permitiendo la entrada de un mayor número de inversores, incluidos aquéllos procedentes de regiones remotas que antes no tenían los mercados a su alcance.

Tras la experiencia canadiense, las bolsas continentales europeas fueron las grandes valedoras de este cambio en la infraestructura de los mercados de valores. Pero el movimiento se generalizó en unos pocos años. La Bolsa de Tokio, por ejemplo, eliminó el trading físico en 1999, siendo una de las primeras en Asia en adoptar una plataforma completamente electrónica.

Hasta la Bolsa de Nueva York, que siempre había sido sinónimo de *trading* físico en su icónico parquet, introdujo sistemas electrónicos de contratación en la década de 2000, reduciendo progresivamente la participación humana directa en las transacciones.

La Bolsa de Valores de Londres es otro ejemplo destacado ya que, en un primer momento, no se sumó a la corriente que se imponía en la Europa continental. Sin embargo, en 2007, lanzó su sistema de trading electrónico “*Millennium Exchange*”, que más adelante sería exportado a otros mercados.

Las bolsas de Iberoamérica no han sido ajenas a esta “mega tendencia”. Se ha aludido ya a las bolsas españolas, que incorporaron el CATS a su sistema de interconexión, gestionado por la Sociedad de Bolsas, y que después fue sustituido por una plataforma de elaboración propia, el SIBE, y más tarde por el SMART SIBE, de tecnología -también propia- más avanzada. En Portugal se apostó por el sistema de negociación NSC, desarrollado por la Bolsa de París para reemplazar el CAC.

Al otro lado del Océano, en la América Latina, las bolsas adquirieron o desarrollaron sus diferentes plataformas de contratación. Algunas, como las de Bolivia, Caracas, El Salvador, Montevideo, Quito, República Dominicana o Uruguay dieron el salto implementando la plataforma española SIBE. Otras, como la Bolsa Mexicana de Valores o la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile desarrollaron sistemas propios como el BMV SENTRA Capitales, el Telepregón y sus posteriores evoluciones respectivamente. Algunas, como las Bosas de Argentina, Colombia, Costa Rica, Panamá o Perú incorporaron plataformas de proveedores diversos. La brasileña Bovespa (después BMF/Bovespa y actualmente B3) instaló en 1990 el tan aludido CATS canadiense. Hoy cuenta con el denominado

“*Platform Unified Multi Asset-class (PUMA) electronic trading platform and matching*”, basado en la plataforma de la Bolsa Mercantil de Chicago CME Globex platform.

No siendo el propósito de este artículo inventariar los distintos sistemas que fueron sucesivamente implantándose, renovándose o sustituyéndose en cada Bolsa, ni estudiar la trayectoria de las bolsas de manera individualizada, sí es importante destacar, sin embargo, que en todos los mercados que fueron incorporando plataformas de contratación computerizadas se verificó un incremento significativo en la velocidad de las transacciones, se eliminaron gran parte de las ineficiencias operativas, se produjo un aumento en el volumen de las operaciones y, en mayor o menor medida según las circunstancias de cada mercado, se atraieron intermediarios e inversores globales al permitirles un acceso instantáneo y continuo a los centros de negociación.

En resumen, cabe afirmar que en el siglo XXI la mayoría de las bolsas de valores desarrolladas operan electrónicamente, permitiendo a sus miembros ejecutar órdenes en milisegundos y desde cualquier parte del mundo. En este sentido, el tránsito de las bolsas físicas a entornos digitales no sólo ha modernizado las transacciones, sino que ha acelerado la expansión y accesibilidad del *trading* global.

Además, con la implementación de las plataformas electrónicas, la operativa en los mercados bursátiles se ha visto progresivamente estandarizada. Antes de la digitalización, las transacciones podían ser más peculiares y, por cierto, también más costosas debido a la intervención humana y la falta de interoperabilidad entre sistemas. En cambio, las plataformas digitales han hecho posible una paulatina estandarización de los procedimientos y normas de *trading* en mercados bursátiles de todo el mundo.

- **El Modelo Europeo de Mercado de 1999**

Al hilo de lo anterior, debe mencionarse aquí el Modelo Europeo de Mercado de 1999 como factor coadyuvante en la transformación de los mercados bursátiles a nivel europeo, primero, pero con gran influencia a nivel global, también.

Años antes de la adopción de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID), que no entraría en vigor hasta finales de 2007, las bolsas más representativas de Europa en aquel momento, Ámsterdam, Bruselas, Fráncfort, Londres, Madrid, Milán, París y Zúrich suscribieron un acuerdo para adoptar un modelo común de mercado europeo, que implicó la armonización de las reglas operativas, mejorando la transparencia y reduciendo significativamente las dificultades de transacción transfronterizas.

El Modelo Europeo de Mercado, firmado en Madrid el 4 de mayo de 1999, se enmarca dentro de un contexto más amplio como es el de la creación del Espacio Económico Europeo y la introducción del Euro como moneda única. Ciertamente, a finales de los años 90, Europa estaba en un proceso de transformación económica y política significativo. La inminencia de la llegada de la divisa común y la necesidad de un mercado único europeo llevaron a las bolsas a pactar el establecimiento de una operativa concertada que facilitase la inversión transnacional en sus respectivos países. La armonización operativa fortaleció la confianza en los mercados financieros europeos, atrayendo inversiones de dentro y fuera del continente.

Desde su adopción, el Modelo Europeo de Mercado contribuyó a la cooperación entre reguladores y supervisores, y se convirtió en un estándar internacional para los centros electrónicos de negociación bursátil que fue tenido en cuenta por muchos otros mercados de occidente, las bolsas más desarrolladas de América Latina entre ellos.

- **Evolución del Ecosistema Bursátil merced a los Sistemas Electrónicos de Negociación**

La evolución de los mercados de valores ha estado marcada por avances tecnológicos significativos, siendo la implantación de sistemas electrónicos de contratación uno de los cambios más transformadores en las últimas décadas. Estos sistemas han afectado tanto a la forma en que se realizan las transacciones (evitándose ineficiencias, errores y retrasos en la ejecución generados por las órdenes transmitidas presencial o telefónicamente y soportadas mediante documentos físicos) como a la estructura general del mercado.

Es incuestionable que este cambio ha beneficiado sustancialmente a emisores, intermediarios e inversores al aumentar la eficiencia, reducir costos y mejorar el acceso al capital. Sin embargo, también plantea nuevos desafíos que deben ser abordados para garantizar un entorno seguro y equitativo para todos los participantes del mercado. A medida que esta tendencia continúa evolucionando, es imperativo seguir adaptándose e innovando para maximizar los beneficios al tiempo que se mitigan los riesgos asociados a esta nueva era digital en las finanzas.

En lo que atañe a las empresas emisoras, la implementación de los sistemas electrónicos de negociación por parte de las Bolsas, les ha brindado un acceso al capital mucho más amplio. Gracias a la mayor visibilidad y accesibilidad proporcionada por las plataformas electrónicas los emisores pueden llegar a una base mucho mayor de inversores.

Por otra parte, la automatización y digitalización de los mercados de valores han reducido significativamente los costos asociados con la emisión y negociación de valores. En particular, se han aminorado las comisiones y los gastos administrativos.

Además, los sistemas electrónicos, al ofrecer información en tiempo real sobre precios y volúmenes negociados, han aumentado la transparencia del mercado generando confianza entre los inversores en relación con las empresas cotizadas.

Los intermediarios financieros también han experimentado cambios significativos. Aunque han visto disminuir su rol tradicional debido a la posibilidad de *trading* prácticamente directo por parte de los inversores, muchos intermediarios han adaptado sus servicios ofreciendo asesoría financiera personalizada o acceso a herramientas avanzadas.

La digitalización de las bolsas ha permitido la aparición en el mercado de nuevos actores, como los *market makers* (creadores de mercado) y de los especialistas automatizados, que aseguran la liquidez constante en los mercados bursátiles y ayudan a reducir las diferencias entre los precios de compra y venta, facilitando transacciones más eficientes.

Especial significación tiene la irrupción en el ecosistema bursátil de los nuevos *brokers online* con comisiones notablemente más bajas, lo que ha intensificado la competencia y ha provocado una disminución general significativa de las tarifas aplicadas por transacción, beneficiando tanto a inversores institucionales como individuales. Las plataformas digitales, además, les han dado la posibilidad de realizar transacciones de menor tamaño, cuestión de especial interés para los más pequeños inversores que antes quedaban fuera de los mercados.

Hoy en día, cualquier persona con acceso a internet puede comenzar a invertir en acciones y otros activos sin apenas barrera de entrada. Esto ha permitido que un número creciente de jóvenes inversores, especialmente de la generación Y (*millennials*) y de la generación Z, participen en los mercados financieros. Según un informe de Charles Schwab, el 15% de los *millennials* en EE.UU. invirtió en acciones en 2020, una cifra que no ha dejado de aumentar.

Un fenómeno notable que se deriva de lo anterior es el llamado “*trading* social”, que permite a los usuarios novatos seguir y replicar las operaciones de *traders* experimentados en las plataformas de los principales *brokers online*. Ello no sólo ayuda a los nuevos inversores a aprender sobre el mercado, sino que también fomenta una comunidad de intercambio de conocimientos y experiencias que puede mejorar la educación financiera de los participantes. De hecho, se pronostica que en 2024 más del 20% de los inversores en Estados Unidos utilizarán estas “plataformas de *trading* social”, lo que demuestra una clara tendencia hacia la colaboración entre inversores y la búsqueda de estrategias compartidas.

Un ejemplo de *broker online* que alcanzó gran impacto mediático es Robinhood, que revolucionó el mercado bursátil al ofrecer *trading* sin comisiones a pequeños inversores. En 2021, Robinhood fue fundamental en el fenómeno de GameStop, donde una avalancha de inversores minoristas organizados a través de foros en línea como Reddit impulsó al alza la cotización de las acciones de esta cadena de tiendas de videojuegos y electrónica de consumo, demostrando el poder que pueden llegar a alcanzar los pequeños inversores gracias a las posibilidades de acción coordinada que les ofrecen estos espacios *online* y provocando el consiguiente debate sobre la responsabilidad de las plataformas de *trading* y la regulación del *trading* minorista.

Estos nuevos *brokers online* también han introducido nuevas operativas, como el “*trading* fraccionado”, que permite a los inversores comprar una fracción de una acción, haciendo que los títulos de alto precio, como es el caso de algunas de las empresas tecnológicas más conocidas, sean accesibles para una mayor cantidad de personas. Esta práctica también ha coadyuvado a la entrada de jóvenes inversores al mercado que, de otro modo, habrían quedado excluidos debido a su falta de capital inicial.

El aumento de la competencia ha servido de acicate para que los intermediarios bursátiles se esfuercen por desarrollar nuevas tecnologías para mejorar su oferta, incluyendo análisis avanzados y plataformas integradas que combinan diferentes servicios financieros y modalidades de *trading* diversas.

Son pocos los intermediarios tradicionales que no ponen ya a disposición de sus clientes plataformas de *trading online* que permiten a los inversores realizar operaciones directamente desde sus ordenadores personales o dispositivos móviles.

En consecuencia, a día de hoy existen múltiples plataformas electrónicas que ofrecen diferentes servicios, desde el mero *trading* directo *online* y *offline* hasta herramientas y contenidos de análisis avanzado, lo que permite a los inversores de toda condición elegir según sus necesidades.

En resumen, la llegada conjunta de los sistemas electrónicos implementados por las bolsas y las plataformas de *trading* implementadas por los bancos, los *brokers* y otras entidades financieras (y, a veces, no financieras) han democratizado el acceso a los mercados, acercándolos a un mayor número de inversores, incluidos los minoristas no profesionales y propiciando el surgimiento de nuevas prácticas de intermediación e inversoras.

Al mismo tiempo, el auge de los sistemas informáticos de contratación y de los *brokers* electrónicos y sus plataformas de *trading online* ha redefinido lo que podría denominarse “la cultura del *trading*”.

Ya se ha mencionado el fenómeno del *trading* social, pero también se está modificando la forma en que se toman las decisiones a nivel individual. Hoy los mercados de valores procesan las órdenes en milisegundos, y eso reduce el tiempo entre la decisión de compra o venta y la ejecución real, aumentando el número y la velocidad de las decisiones.

Paralelamente, la disponibilidad inmediata de información ha fomentado una cultura más analítica entre los *traders* e inversores, quienes ahora confían más en datos cuantitativos que en intuiciones o recomendaciones subjetivas.

Muchos intermediarios e inversores utilizan el llamado “*trading* algorítmico” (*Algorithm Trading* o *Algo Trading*) para ejecutar órdenes basadas en criterios predefinidos, lo que optimiza el proceso y minimiza el impacto emocional en las decisiones de inversión.

Al socaire de la innovación tecnológica, el *trading* algorítmico ha revolucionado la operativa en los mercados bursátiles. Los algoritmos automatizados, permiten a las instituciones financieras y a los inversores realizar miles de transacciones en fracciones de segundo. Estas tecnologías han sido adoptadas, por ejemplo, por grandes bancos de inversión y *hedge funds*, que las utilizan para ejecutar estrategias de *trading* muy sofisticadas y eficientes.

Algunos participantes en el mercado llevan al límite la utilización del trading algorítmico para aplicar estrategias tales como el “arbitraje de alta frecuencia” (en inglés, *High Frequency Trading – HFT-*), con el objetivo de obtener beneficios a partir de pequeñas discrepancias de precios en milisegundos.

Por su parte, el llamado *Big Data* (esto es, las técnicas, herramientas y procesos que permiten el tratamiento, el análisis y la obtención de conocimiento a partir de grandes volúmenes de datos) también ha influido en la forma en que los inversores toman decisiones en los mercados financieros. Y es que dicha capacidad de analizar grandes cantidades de datos en tiempo real provenientes no sólo del mercado local sino de cualquier lugar del Planeta, por remoto que sea, ha facilitado a los *traders*, por ejemplo, identificar patrones y tendencias que antes pasaban inadvertidos y realizar análisis predictivos para anticipar movimientos del mercado.

El *Big Data* sirve, a su vez, para ayudar a las instituciones financieras a gestionar riesgos y detectar fraudes en tiempo real.

En los últimos años, la Inteligencia Artificial (IA) y el *machine learning* se han convertido en herramientas esenciales para los gestores de fondos y *traders*. Estos avances tecnológicos permiten analizar datos financieros complejos y crear modelos predictivos que mejoran la toma de decisiones. Muchos fondos de inversión utilizan IA y *machine learning* para desarrollar estrategias de trading cuantitativas altamente rentables. Plataformas especializadas en este campo están utilizando algoritmos avanzados para ayudar a los inversores a diseñar estrategias de trading personalizadas. Ello ha permitido a los *traders* e inversores minoristas competir en condiciones más equitativas con inversores institucionales.

Así, la aplicación combinada del IA y *Big Data* ha evolucionado hasta convertirse en una herramienta clave para gestionar enormes cantidades de datos y detectar patrones que los humanos no pueden identificar fácilmente. Por ejemplo, los más avanzados fondos de cobertura emplean IA y algoritmos de *machine learning* para analizar noticias, publicaciones en redes sociales y otros tipos de datos no estructurados con el fin de predecir movimientos de mercado. Estas técnicas permiten a los *traders* ajustar sus estrategias en tiempo real, basándose en cambios del sentimiento de los inversores y eventos macroeconómicos que antes eran difíciles de monitorear.

Además, la IA ha contribuido también a la popularización de la inversión bursátil a través de *robo-advisors* que utilizan algoritmos para gestionar carteras de inversión personalizadas con costos significativamente más bajos que los gestores de fondos tradicionales. Al automatizar la asignación de activos y el reequilibrio de carteras, estos servicios hacen que la inversión esté al alcance de pequeños inversores que antes no podían acceder a servicios de gestión patrimonial.

Las empresas *fintech* (que ofrecen un sinfín de herramientas y servicios financieros completamente digitales) se han abierto paso en el nuevo ecosistema bursátil y han utilizado los avances que se han señalado para desarrollar productos tales como análisis de sentimiento de mercado basado en redes sociales y noticias, lo que ayuda a los inversores a predecir movimientos de precios con mayor precisión.

Por lo que respecta a la innovación en los propios instrumentos financieros, la digitalización de los mercados ha facilitado el desarrollo de nuevos productos financieros complejos, incluidos derivados como opciones, futuros y *swaps*, que actualmente pueden ser negociados electrónicamente.

Gracias a ello, los mercados de derivados han crecido de manera exponencial en las últimas décadas, permitiendo a los inversores cubrirse contra riesgos de precios y gestionar su exposición a activos subyacentes. Por ejemplo, la *Chicago Mercantile Exchange* (CME) ha sido una pionera en el desarrollo de futuros sobre *commodities* y opciones sobre acciones.

En 2020, el volumen de trading en futuros alcanzó niveles récord debido a la incertidumbre del mercado provocada por la pandemia de COVID-19, lo que llevó a muchos inversores a buscar coberturas contra la volatilidad. Sin embargo, el crecimiento de los mercados de derivados también ha planteado preocupaciones a los reguladores y supervisores. La naturaleza compleja y opaca de algunos instrumentos derivados ha llevado a los reguladores a considerar medidas para aumentar la transparencia y reducir el riesgo sistémico asociado.

Asimismo, la llegada de los ETFs (*exchange-traded funds*) y los productos estructurados ha permitido a los inversores diversificar sus carteras con fondos indexados soportando comisiones de gestión mucho menores que las de los fondos tradicionales, que también han evolucionado para adaptarse a la creciente demanda de inversión pasiva.

Los ETFs permiten a los inversores acceder a una gran variedad de activos de una manera sencilla e inmediata, y su naturaleza líquida facilita la compra y venta en cualquier momento del día.

Los productos estructurados también han ganado una gran popularidad. Se trata de instrumentos financieros que combinan diferentes activos, como acciones, bonos y derivados, para ofrecer rendimientos personalizados según las necesidades del inversor. Estos productos pueden ser utilizados para gestionar el riesgo, obtener ingresos o aprovechar oportunidades de mercado.

Las Notas Estructuradas (o instrumentos de deuda que combinan un bono con un derivado cuyo rendimiento depende del desempeño de un activo subyacente, como una acción o un índice); los Certificados de Depósito Estructurados (o depósitos a plazo que ofrecen rendimientos basados en el desempeño de un activo subyacente, tal como acciones o índices); los Bonos Convertibles (que pueden convertirse en acciones de la empresa emisora a una tasa predeterminada y, por tanto, ofrecen la seguridad del pago de intereses y la posibilidad de beneficiarse del aumento del precio de las acciones) o los Productos Estructurados con Protección del Capital (que garantizan la devolución del capital invertido al vencimiento, independientemente del desempeño del activo subyacente) son algunos ejemplos de estructuras de uso bastante extendido.

En otro orden de cosas, la inversión sostenible y todo lo relacionado con los criterios ESG (siglas en inglés correspondientes a “Ambientales”, “Sociales” y “Gobernanza”) se está convirtiendo en una parte fundamental de la estrategia de inversión para amplios sectores de la población. Los criterios ESG comenzaron a ganar tracción a principios de los años 2000, cuando los inversores institucionales empezaron a integrar consideraciones sociales y ambientales en sus decisiones de inversión. En 2006 se establecieron los Principios para la Inversión Responsable, promovidos por las Naciones Unidas y, en las últimas dos décadas, el interés por las inversiones sostenibles no ha dejado de

crecer y, consecuentemente, los fondos de inversión y ETFs que incorporan criterios ESG, así como los llamados “bonos verdes” no han dejado de proliferar. Los inversores individuales también están cada vez más interesados en empresas que demuestran responsabilidad social y un compromiso con la sostenibilidad y buscan alinear sus carteras con sus valores personales.

A nivel global, los fondos ESG han atraído captado numerosas inversiones, lo que ha llevado a las bolsas a desarrollar índices específicos, como el *Dow Jones Sustainability Index*, el *MSCI ESG Leaders Index*, y muchos otros más.

Según la *Global Sustainable Investment Alliance*, los activos bajo gestión en estrategias de inversión sostenibles alcanzaron en 2023 los 35 billones de dólares. Esto confirma que la sostenibilidad no es sólo una tendencia pasajera, sino que, como suele decirse coloquialmente, “ha llegado para quedarse”, lo que no quita para que pueda afirmarse que a los criterios ESG les queda mucho por evolucionar y mucha interferencia de la que desprenderse.

II. El Surgimiento de “los Otros” *Trading Venues*: *ECNs*, *MTFs* y *Dark Pools*

Son muchos los factores que han propiciado la proliferación de centros de negociación alternativos, tales como la vertiginosa evolución de los mercados y sus partícipes, la innovación tecnológica y financiera, la desvinculación de los bancos y otras entidades de intermediación financiera del accionariado de las bolsas de valores tradicionales, la lentitud o incluso incapacidad de éstas para adaptarse a los cambios, la aquiescencia e incluso el apoyo de los reguladores, etc. Un estudio objetivo de las causas sería, en sí mismo, materia de un ensayo atrayente.

Pero lo que al propósito de este artículo interesa es el hecho de su existencia, su profusión y su evolución. En los siguientes párrafos se describen someramente los nuevos tipos de centros de negociación y algunos de los casos más significativos:

- **Las Redes de Comunicación Electrónicas o *Electronic communication networks* (ECNs)**

Son sistemas automatizados que conectan directamente a los participantes del mercado, como bancos, sociedades de valores (o agentes de bolsa, o *broker-dealers*, o casas de bolsa, o sociedades corredoras, o simplemente corredores, o miembros -la terminología, como ya habrá comprobado el lector, es muy profusa-) y *traders* individuales, permitiéndoles comprar y vender activos financieros directamente entre sí, sin la necesidad de pasar por una bolsa de valores. Las ECNs facilitan la ejecución de órdenes en tiempo real, dentro y fuera del horario de mercado de las bolsas, y proporcionan acceso a múltiples fuentes de liquidez.

Las ECNs surgieron en Estados Unidos y han evolucionado significativamente desde sus inicios hace 30 años, transformándose en componentes esenciales del ecosistema financiero moderno a nivel global. Están reguladas por la Comisión de Valores y Bolsa (*Securities and Exchange Commission* -SEC-), que las cataloga, junto con las plataformas opacas (*dark pools*) y otras plataformas que facilitan la ejecución de órdenes entre múltiples participantes del mercado, como “Sistemas Alternativos de Negociación” (*Alternative Trading Systems* -ATS-), i.e., sistemas que permiten la negociación de valores fuera de las bolsas tradicionales. Han de registrarse como corredores de bolsa (*broker-dealers*) y deben cumplir con ciertos requisitos de divulgación y transparencia, si bien tienen menos obligaciones que los mercados regulados.

Las ECNs han evolucionado hasta incluir no sólo acciones, sino también otros activos como divisas y derivados (opciones y futuros). Particularmente, las ECNs han transformado el trading de divisas

al proporcionar a los inversores acceso directo a los mercados de cambio, lo que ha resultado en una mayor liquidez y en una reducción de los *spreads* (“horquillas” o diferencias entre precios de compra y venta) en los pares de divisas más negociados.

El origen de estos sistemas se remonta nada menos que a 1969, con la fundación de Instinet por un grupo de corredores de la bolsa en Nueva York. El nombre “Instinet” proviene de “*Instant Network*”, reflejando su objetivo inicial de proporcionar una red instantánea para la ejecución de órdenes. En sus inicios, Instinet operaba como un servicio basado en teletipos que permitía a los *brokers* enviar y recibir órdenes electrónicamente, lo que representó un avance significativo respecto a los métodos al uso, basados en papel.

Con la llegada de los sistemas electrónicos de negociación, Instinet comenzó a ganar popularidad entre los corredores e inversores institucionales y, en 1987, lanzó su primera plataforma electrónica completa, que permitió a los usuarios realizar transacciones en tiempo real. En 1996, Instinet se convirtió en el primer sistema alternativo registrado ante la SEC en EE.UU., lo que le permitió operar como un *broker-dealer*. En 2001, Instinet fue adquirida por Reuters Group, lo que le proporcionó recursos adicionales para expandir sus operaciones globalmente. En 2007, Reuters vendió Instinet a Nomura Holdings, un importante grupo financiero japonés, lo que permitió a Instinet fortalecer su presencia en Asia.

Además de Instinet, ejemplos destacados de ECNs los constituyen Archipelago Exchange (Arca), lanzada en 1996 y que fue uno de los primeros ECNs en operar como una bolsa electrónica, convirtiéndose en una bolsa nacional al ser adquirida por NYSE Euronext en 2006; BATS (Better Alternative Trading System), fundada en 2005 como una ECN y que en 2006 lanzó su propia bolsa, la cual rápidamente ganó popularidad debido a sus tarifas competitivas, experimentando un crecimiento explosivo que la convirtió en uno de los principales mercados de valores en EE.UU.; Direct Edge, fundada en 2005 ofreciendo un enfoque innovador en la negociación para *traders* tanto institucionales como minoristas, y que se fusionó con BATS Global Markets en 2014; o Chi-X que se lanzó en 2006 en EE. UU. ofreciendo igualmente un modelo de trading rápido y de bajo coste por transacción para los *traders* y que funcionó como un ECN en EE. UU. hasta su adquisición por BATS Global Markets en 2011.

La regulación jugó un papel de gran importancia en la evolución de las ECNs. Concretamente, la Regulación Nacional del Mercado de Valores (*Reg NMS*), o conjunto de normas promulgadas en 2005 por la SEC de los Estados Unidos, promovió y trató de ordenar la competencia entre los centros de negociación -muy especialmente entre bolsas y ECNs- del mercado de valores norteamericano, habida cuenta de su creciente fragmentación y complejidad.

Con sus reglas como la de la ejecución al mejor precio para el inversor (*Order Protection rule*), la regla de la transparencia en tiempo real de precios y volúmenes (*Quote rule*), la de la consolidación de la información de los mercados -*market data*- en un solo flujo de datos (*Consolidated Tape rule*) o la regla de acceso equitativo a los mercados y a su información para todos los participantes (*Access rule*), la *Reg NMS* fue imprescindible para modernizar y regular el entorno del *trading* en EE.UU., promoviendo una mayor competencia, transparencia y eficiencia en los mercados financieros y contribuyendo a crear un marco más justo para todos los participantes del mercado, mejorando la protección de los inversores. Tal y como la crisis global de 2007-2008 puso de manifiesto, la *Reg NMS*, si bien era necesaria, no resultó suficiente. En todo caso, supuso un avance capital en la ordenación de un mercado como el estadounidense, con múltiples y variados centros de negociación de naturaleza diversa.

La última década ha visto un crecimiento exponencial en el uso de ECNs debido al aumento del *trading* algorítmico y automatizado. Al igual que las bolsas, y muchas veces anticipándose a ellas,

las ECNs han continuado innovando incorporando funcionalidades avanzadas como los sistemas inteligentes de encaminamiento de órdenes ("*smart order routing*"), que optimizan la ejecución de órdenes al dirigirlas hacia las mejores fuentes en cuanto a precio y liquidez en cada momento, e incorporando herramientas analíticas y paquetes muy completos y diversos de datos en tiempo real para facilitar a los *traders* la toma de decisiones informadas.

Por lo que respecta a los ECNs en el ámbito de los mercados de Divisas (*Forex*), FXall y Hotspot FX son dos buenos ejemplos de plataformas significativas a nivel mundial.

FXall fue fundada en 2000 y, desde su lanzamiento, ganó rápidamente gran popularidad entre bancos, instituciones financieras y *traders* institucionales debido a su enfoque en la liquidez interbancaria y la capacidad de acceder a múltiples proveedores de liquidez. A lo largo de los años, FXall ha introducido herramientas avanzadas de gestión de riesgos y análisis de datos, mejorando así la experiencia del usuario. Fue adquirida por Thomson Reuters (ahora parte de Refinitiv), lo que le permitió expandir aún más su alcance y recursos. Esta adquisición fortaleció su posición en el mercado al integrarse con otras soluciones financieras ofrecidas por Refinitiv.

Hotspot FX, también lanzada en 2000, nació para ofrecer acceso directo a la liquidez interbancaria para *traders* institucionales, permitiendo una ejecución rápida y eficiente. Hotspot FX se destacó rápidamente como una plataforma líder en el comercio de divisas al permitir a los *traders* interactuar directamente entre sí. A lo largo de los años, Hotspot ha introducido varias características innovadoras, como herramientas avanzadas para el análisis técnico y opciones de personalización para *traders*. En 2017, Hotspot fue adquirida por CBOE Global Markets. Esta adquisición permitió a CBOE expandir su oferta más allá de las acciones y opciones hacia el mercado *forex*.

- **Los *Multilateral Trading Facilities* (MTFs) o Sistemas Multilaterales de Negociación (SMNs)**

Podría decirse que la figura del MTF es la "versión europea" de los ECNs norteamericanos. Surge a raíz de la implementación en 2007 de la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros -Market in Financial Instruments Directive (MiFID)- en la Unión Europea, que lo definía como "*sistema multilateral, operado por una empresa de inversión o por un gestor del mercado, que permite reunir dentro del sistema y según normas no discrecionales los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos (...)*".

Esta definición, en lo esencial, ha permanecido vigente hasta nuestros días y, en lenguaje llano, viene a significar que los MTFs permiten que múltiples participantes del mercado negocien entre sí sin necesidad de pasar por una Bolsa tradicional.

Al igual que los ECNs en Estados Unidos, los MTFs no tienen los mismos requisitos de admisión a cotización ni similares cargas de regulación que las bolsas, lo que permite a sus participantes negociar activos más exóticos y productos de fuera del mercado (*over-the-counter*, OTC).

Actualmente existen más de una veintena de MTFs. En la página web de la autoridad europea, (la *European Securities Market Authority* -ESMA-) se puede consultar la lista completa y permanente actualizada de estos sistemas. En las próximas líneas se hace referencia a los que han sido más relevantes para la evolución del ecosistema de los mercados de valores europeos.

El primer MTF en Europa fue Chi-X Europe, que comenzó a operar en marzo de 2007, adelantándose unos meses a la entrada en vigor de la primera MiFID, en noviembre, pero ajustándose a las

disposiciones de la nueva directiva que promovía, con prioridad máxima y sin reparar en posibles efectos nocivos, la competencia entre centros de negociación de toda clase y condición.

Chi-X fue, pues, pionero en ofrecer una alternativa a las bolsas tradicionales en Europa, permitiendo la negociación de acciones y otros instrumentos financieros con tarifas más bajas, en un contexto donde los mercados financieros estaban experimentando una creciente fragmentación y los costes de transacción soportados por los *traders* (que, por cierto, constituyen una parte poco significativa de los importes repercutidos a los inversores finales, hecho éste que ha confundido a más de un Legislador) eran altos en las bolsas tradicionales.

Chi-X Europe fue creado por Chi-X Global, la empresa con sede en Nueva York que, desde su condición de ECN, ya había introducido innovaciones en el *trading* de acciones sin pasar por las bolsas y con tarifas más bajas.

Chi-X ofreció en Europa, desde el primer momento, a tarifas inferiores a las de las bolsas, negociación electrónica y tiempos de ejecución rápidos. Su enfoque atrajo a numerosos participantes del mercado, incluidos bancos, fondos de inversión y *traders* institucionales.

Equiduct fue fundado también en 2007 en el entorno de *Börse Berlin* y luego adquirida por un consorcio liderado por la firma de inversión “Vereinigte Volksbank”, tratando de combinar características de un mercado regulado con las ventajas de una plataforma alternativa. Su modelo de negocio se enfocaba a la consecución del mejor precio (*best execution*) de entre los disponibles en cada momento en el mercado.

Turquoise, otro MTF importante que se constituyó en paralelo con la elaboración de la MiFID, fue lanzado en julio de 2008 por un consorcio de bancos y empresas financieras, incluyendo a Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, UBS, entre otros. La idea era crear una plataforma que ofreciera una alternativa competitiva a las bolsas tradicionales y otros MTFs como Chi-X. Desde su inicio, se centró en proporcionar precios competitivos y una ejecución rápida, utilizando tecnología avanzada para atraer a *traders* institucionales y otros participantes del mercado. Turquoise experimentó un crecimiento rápido en términos de volumen negociado y participación en el mercado.

Hoy en día, bajo el paraguas del Grupo London Stock Exchange, Turquoise sigue ofreciendo servicios tanto para la negociación tradicional como para la negociación oscura (*Dark trading*), así como acceso a una amplia gama de activos financieros.

Por su parte, la plataforma BATS Europe fue lanzada para ofrecer un entorno de negociación alternativo en el mercado europeo, con el mismo enfoque que BATS había adoptado con éxito en los Estados Unidos. Fundado en 2008, como Turquoise, se convirtió rápidamente en otro de los principales MTFs en Europa. En 2011, BATS adquirió Chi-X Europe y en 2016, BATS fue adquirida por CBOE Global Markets. Hoy en día opera bajo el nombre de CBOE Europe.

Cerrando este quinteto de afamados MTFs se encuentra Aquis, fundada en 2012 y cuyo enfoque se centra en ofrecer tarifas transparentes y fijas, (i.e., un modelo basado en suscripción) para los participantes del mercado. Aquis ha ampliado su presencia más allá del Reino Unido, ofreciendo servicios en varios mercados europeos. También ha lanzado nuevas plataformas para diferentes clases de activos. Este MTF acaba de estar de actualidad en los medios debido a la OPA amistosa que el grupo suizo SIX ha lanzado sobre él.

- **ECNs vs. MTFs**

Tanto los ECN como los MTF se sustentan en sistemas electrónicos, lo que permite a los participantes del mercado ejecutar órdenes de manera rápida y eficiente. Ambas plataformas ofrecen un cierto grado de transparencia en las transacciones, aunque el nivel puede variar. Los precios y las órdenes pueden ser visibles para los participantes en tiempo real. ECNs y MTFs proporcionan acceso a múltiples fuentes de liquidez, lo que permite a los *traders* buscar los mejores precios al ejecutar sus órdenes.

En virtud de sus respectivas regulaciones, ambas plataformas permiten a los *traders* realizar transacciones sin causar un impacto significativo en el precio del activo cuando se trata de órdenes de gran tamaño. Sus usuarios abarcan un amplio rango, desde bancos hasta *traders* minoristas, pasando por fondos de inversión, HFTs, etc.

Respecto a los instrumentos financieros negociados, las ECNs están principalmente enfocadas hacia acciones, divisas y, en algunos casos, también ofrecen futuros y opciones. En los MTFs se puede negociar una variedad más amplia de instrumentos financieros, incluidos, bonos y ETFs.

- **Expansión de los ECNs y MTFs en otras áreas geográficas**

ECNs y MTFs, aun siendo figuras oriundas de Estados Unidos y la Unión Europea respectivamente, se están extendiendo, como consecuencia de la globalización de los mercados financieros, a prácticamente todas las regiones del Planeta. Ello responde a la perentoria necesidad de mayor eficiencia y transparencia en los mercados financieros globales. Sin embargo, cada región se enfrenta a desafíos específicos, relacionados con la regulación, la infraestructura tecnológica y aceptación por parte de los usuarios del mercado, afectando todo ello al ritmo y la forma en que estas plataformas se desarrollan e implementan.

En Asia, especialmente en mercados como Japón, Hong Kong y Singapur, los ECNs han ganado popularidad en el comercio de divisas y acciones. Plataformas como FXall y Hotspot FX tienen presencia en esta región. En 2007, Reuters vendió Instinet a Nomura Holdings, un importante grupo financiero japonés, lo que permitió a Instinet fortalecer su presencia en Asia.

Por lo que se refiere a la modalidad europea de plataforma alternativa, aunque no se utilizan comúnmente el término “MTF”, existen sistemas o *facilities* similares que facilitan la negociación multilateral. Por ejemplo, la Hong Kong Stock Exchange (HKEX) ha implementado sistemas que permiten la negociación electrónica entre múltiples participantes.

En Medio Oriente y África los ECNs están comenzando a ganar terreno, especialmente en el comercio de divisas. Algunos *brokers* locales han adoptado modelos ECN para ofrecer mejores precios a sus clientes. Aunque la infraestructura para MTFs está menos desarrollada en comparación con otras regiones, algunos mercados emergentes de valores están explorando la creación de plataformas que faciliten la negociación multilateral.

En Oceanía, Australia tiene una presencia significativa de ECNs, especialmente en el mercado de divisas. IC Markets (*International Capital Markets Pty Ltd*) es uno de los *brokers* más reconocidos internacionalmente en el ámbito del *trading* de Forex y Contratos por Diferencia (CFDs). Fue fundado en 2007 en Sídney, con el objetivo inicial de ofrecer a los *traders* minoristas acceso a las mismas condiciones de mercado que disfrutaban, por ejemplo, bancos, fondos de cobertura y gestores de activos.

IC Markets ha ampliado su alcance internacionalmente, ofreciendo sus servicios a clientes de múltiples regiones, incluidos Asia, Europa y América Latina. Su regulación en varios países (como Australia bajo ASIC, y en Seychelles bajo FSA) le permitió atender a una clientela global cumpliendo con normativas internacionales. A lo largo del tiempo, IC Markets ha incrementado la tipología de activos disponibles para operar. Además de Forex, incluye CFDs sobre índices, materias primas, acciones, bonos y criptomonedas.

En el ámbito más típicamente bursátil, cabe destacar que Chi-X Global, desarrolló la plataforma Chi-X Australia, emulando el éxito obtenido con Chi-X Europe.

- **ECNs y MTFs en Iberoamérica**

En Iberoamérica ha de distinguirse entre España y Portugal, países sujetos a la legislación de la Unión Europea y sometidos a las corrientes evolutivas y a la competencia directa de los mercados financieros de esta área geopolítica, por una parte, y América Latina, influenciada por las transformaciones de los mercados norteamericano y europeo pero, a su vez, condicionada por su propia realidad en materia de regulación, infraestructura tecnológica e idiosincrasia.

En España cabe destacar, como MTFs autóctonos, los que pertenecen a Bolsas y Mercados Españoles (BME), tales como BME Growth, creado en 2006 con el nombre de MAB (Mercado Alternativo Bursátil), orientado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, y en el que también cotizan otro tipo de compañías como las SICAV (Sociedades de Inversión de Capital Variable), las SOCIMI (Sociedades de Inversión en el Mercado Inmobiliario), las ECR (Entidades de Capital Riesgo) y las SIL (Sociedades de Inversión Libre); el MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija), que se puso en marcha en 2013, dirigido fundamentalmente a inversores institucionales, poniendo a su disposición valores de renta fija de compañías de mediana dimensión, habitualmente no cotizadas en el mercado de acciones; Latibex, constituido en 1999, y en el que cotizan en euros valores latinoamericanos; y SENAF, en el que se negocia, también desde 1999, deuda pública española, tanto al contado como en repos y operaciones simultáneas, y que está enfocado a inversores institucionales.

Paralelamente, en Portugal merecen ser destacados los MTFs que se encuentran bajo el paraguas de Euronext, como, por ejemplo, Euronext Growth (antiguo Alternext) puesto en marcha en 2005 y dirigido a pequeñas y medianas empresas de alto crecimiento y Euronext Access, que vio la luz en 2016, siendo concebido más específicamente para acercar el mercado de valores a las *start-ups*.

En América latina, merece ser destacado como un caso singular el de la Bolsa Mexicana de Valores, que implementó en 2001 su sistema electrónico “SIC” (Sistema Internacional de Cotizaciones). Se trata de un Mecanismo diseñado para listar y operar valores que no han sido objeto de oferta pública en México pero que se encuentran admitidos a cotización en mercados de valores extranjeros reconocidos por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores mexicana, o cuyos emisores han recibido el reconocimiento correspondiente por parte de la citada Comisión.

En el resto de la Región, la mayoría de plataformas alternativas de contratación vernáculas están dirigidas a empresas emisoras de pequeño y mediano tamaño con alto potencial de crecimiento. Así, por ejemplo, en Brasil, dentro del Grupo B3, existe el segmento “B3 Mais”, que está diseñado para este tipo de empresas en crecimiento, con requisitos normativos más flexibles. Algo similar ocurre en la Bolsa de Valores de Colombia, que tiene una sección llamada «Emprendedores», que está destinado a facilitar el acceso al mercado de capitales para PYMES y *start-ups*; en Perú, la Bolsa de Valores de Lima cuenta con el MAV (Mercado Alternativo de Valores); en Argentina, el también llamado “MAV” (en este caso acrónimo de Mercado Argentino de Valores) está especializado la financiación para

pequeñas y medianas empresas, las economías regionales y los instrumentos no estandarizados (cheques de pago diferidos, pagarés bursátiles, facturas de crédito electrónicas, etc.); y en Chile, el segmento de Mercado ScaleX, de la Bolsa de Santiago, facilita el acceso al capital para financiar, desarrollar y expandir a las *start-ups* listadas, y pone el acento en la generación de visibilidad, credibilidad y prestigio para estas compañías.

La proliferación de otros tipos de ECNs y/o MTFs en América Latina es más limitada, habiendo importantes desafíos por superar en materia de regulación y en infraestructura tecnológica, pero aun así está creciendo. Por ejemplo, plataformas como Hotspot FX y FXall están presentes con fuerza en el mercado de divisas.

- **Los Dark Pools**

Otro tipo de centro de negociación alternativo, de desarrollo notable en los últimos veinticinco años, es el de los (o las -en español se vienen tratando tanto en masculino como en femenino) llamados *Dark Pools*, o plataformas privadas donde se pueden ejecutar transacciones sin que se hagan públicos inmediatamente los detalles de las operaciones (precio, volumen, comprador, vendedor, etc.) para el resto del mercado.

Los *Dark Pools* proporcionan una fuente adicional de liquidez, especialmente interesante para grandes instituciones, como fondos de pensiones, fondos de inversión y *hedge funds*, etc., que buscan mover grandes cantidades de acciones u otros instrumentos financieros sin afectar significativamente al precio de mercado (lo que se conoce como “impacto de mercado”) y minimizando el riesgo de deslizamiento (*slippage*) -o situación en la que el diferencial entre oferta y demanda (horquilla o *spread*) cambia entre el momento en que se solicita una orden de mercado y el momento en que se ejecuta-.

Aunque su origen más remoto se remonta a la década de los ochenta, fue con el auge del *trading* electrónico y algorítmico cuando los *dark pools* ganaron popularidad entre las instituciones financieras.

Liquidnet, fundada en 2001, es uno de los *dark pools* más conocidos. Paralelamente, ITG (*Investment Technology Group*) lanzó su *dark pool* llamado Posit como una ECN que ofrece capacidades avanzadas para la ejecución algorítmica y acceso a liquidez oculta. Goldman Sachs opera su propio *dark pool*, Sigma X, diseñado para facilitar la ejecución discreta de órdenes por parte de sus clientes institucionales. CBOE Global Markets también opera un *dark pool* conocido como EDGX, que ofrece servicios tanto para inversores minoristas como institucionales. Turquoise, por su parte, introdujo con el paso del tiempo varias innovaciones tecnológicas, incluyendo funcionalidades de negociación oscura.

Todas estas plataformas han desempeñado y desempeñan un papel importante en la provisión de liquidez y en la reducción de la volatilidad, ya que evitan los impactos y consiguientes fluctuaciones en los precios que se podrían producir si las grandes transacciones se realizaran en los centros de negociación transparentes (o *Lit Markets*).

Sin embargo, los *Dark Pools* también han sido objeto de escrutinio por su falta de transparencia, la posible quiebra de la equidad y el potencial que pueden ofrecer para la manipulación del mercado. Las críticas han señalado que el volumen creciente y el tamaño decreciente de las transacciones que se realiza en estas plataformas pueden fragmentar la liquidez, deteriorar la formación de precios al sustraer de la misma a importantes volúmenes de operaciones, y socavar la confianza en los mercados en su conjunto, ya que los inversores no pueden ver el tamaño real de las órdenes

de compra y venta. A raíz de estas preocupaciones, los reguladores y supervisores han empezado a imponer restricciones más estrictas sobre su uso. Por ejemplo, en Europa, la MiFID II – MiFIR introdujo límites al volumen de operaciones que pueden realizarse en *Dark Pools* para garantizar que la mayor parte del trading ocurra en mercados transparentes.

La SEC en Estados Unidos también ha prestado cada vez más atención a la operativa de estos mercados oscuros, estableciendo reglas para preservar la integridad del mercado.

- **Los internalizadores sistemáticos**

Son entidades que ejecutan órdenes de compra y venta de instrumentos financieros por cuenta propia, en lugar de enviar esas órdenes a una Bolsa u otro centro de negociación multilateral.

El concepto de internalización sistemática comenzó a ganar relevancia con la implementación de la primera Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) en Europa, que los consideraba un tipo de centro de negociación. (MiFID II – MiFIR corregiría más adelante este craso error de concepto).

A medida que los mercados se volvían más electrónicos y competitivos, los bancos de inversión y otras instituciones financieras comenzaron a buscar formas de mejorar su eficiencia operativa. La internalización sistemática permitió a los *brokers* y bancos ejecutar órdenes internamente, reduciendo el tiempo y coste asociados con el envío de órdenes a bolsas externas. Esta reducción del coste, por cierto, rara vez se repercute al cliente final.

Los Internalizadores sistemáticos deben cumplir con ciertas regulaciones para garantizar la transparencia y la protección del cliente. Por ejemplo, deben informar sobre las transacciones realizadas y proporcionar datos sobre la calidad de ejecución de las órdenes.

Muchos bancos de inversión y empresas de servicios de inversión actúan como internalizadores sistemáticos al ejecutar órdenes para sus clientes. Algunos, como por ejemplo Goldman Sachs, Morgan Stanley o E*TRADE, tienen plataformas que permiten la ejecución interna de operaciones. Los creadores de mercado o *market makers*, que proporcionan liquidez a ciertos activos, también pueden actuar como internalizadores sistemáticos al negociar contra su propio capital.

En resumen, los internalizadores sistemáticos han emergido como un componente relevante del ecosistema financiero moderno. Su capacidad para ejecutar órdenes internamente ha contribuido a reducir los costes de transacción, pero plantean desafíos normativos relacionados con la transparencia del mercado, la calidad de la formación de precios y la protección del inversor.

III. Nuevos Mercados Financieros: La Revolución de las Criptomonedas (y Más Allá)

Por si todo lo anterior no fuera suficientemente complejo, en los últimos quince años, la transformación del paisaje financiero también se ha visto impulsada por la aparición de nuevos mercados que no sólo ha cambiado la forma de entender el dinero y las inversiones, sino que también ha dado lugar a un ecosistema financiero más diverso e innovador, pero también más complicado y, a veces, peligroso.

- **Los Mercados de Criptos**

Las criptomonedas, lideradas por Bitcoin, surgieron en 2009 en la estela de la crisis financiera global de 2007-2008. Su diseño descentralizado y basado en tecnología DLT (*distributed ledger technology*, i.e., tecnología de registro distribuido) y, en concreto, en blockchain, ofreció una alternativa al sistema bancario tradicional. Desde entonces, miles de criptomonedas han sido creadas, cada una con características y propósitos únicos.

La primera y más conocida criptomoneda, como se ha apuntado, es el Bitcoin, creada por un individuo o un grupo de individuos (no se sabe con certeza) bajo el seudónimo de Satoshi Nakamoto. Su objetivo es actuar como medio de intercambio digital y como una reserva de valor. Bitcoin ha experimentado una apreciación significativa en su tipo de cambio desde su lanzamiento, convirtiéndose en un activo refugio para algunos inversores en tiempos de incertidumbre. Además, Bitcoin ha establecido el estándar para muchas otras criptomonedas y sigue siendo la más valiosa en términos de capitalización de mercado.

Ethereum, lanzada en 2015, es una plataforma que permite a los desarrolladores crear aplicaciones descentralizadas (dApps) utilizando contratos inteligentes. Su criptomoneda nativa, Ether, se utiliza para realizar transacciones dentro de la red. Ethereum ha sido fundamental en el desarrollo del ecosistema DeFi (finanzas descentralizadas) y los NFTs (tokens no fungibles). Más adelante se incluye una breve reseña de ambos.

Binance Coin apareció en 2017 y es la criptomoneda nativa del Binance, una de las mayores plataformas de intercambio de criptomonedas del mundo, que ha crecido rápidamente y se ha convertido en un actor clave en el ecosistema de criptomonedas, ofreciendo una amplia gama de servicios relacionados con la compra, venta y gestión de activos digitales.

Hoy la lista de criptomonedas es interminable (ADA -de la plataforma Cardano-, Solana, Ripple, Litecoin y un sinnúmero de etcéteras), por lo que se obviarán más referencias singulares en este artículo, no sin antes hacer alusión a dos *Stablecoins*, o criptomonedas vinculadas a activos tradicionales (como el dólar estadounidense): Tether, creada en 2014 y USD Coin, que apareció en 2018. Ambas se utilizan para reducir la volatilidad y proporcionar estabilidad en el comercio de criptomonedas.

En general, los mercados de las criptomonedas presentan varias características distintivas. A diferencia del sistema financiero tradicional, donde las instituciones centralizadas controlan las transacciones, las criptomonedas operan en redes descentralizadas que permiten a los usuarios realizar transacciones directamente entre sí. Cualquier persona con acceso a Internet puede participar en estos mercados, lo que populariza el acceso a servicios financieros.

Así las cosas, la inversión en criptomonedas ha ganado popularidad, especialmente entre los inversores más jóvenes, que ven en estas monedas digitales una oportunidad de alto crecimiento.

Por otra parte, la digitalización ha permitido a estos mercados operar las 24 horas del día. Binance o Coinbase no duermen, facilitando la compra y venta de activos digitales en tiempo real a nivel global. Además, el crecimiento de las criptomonedas ha generado un auge en los mercados de derivados relacionados. Plataformas de intercambio como Binance y BitMEX han lanzado productos de futuros y opciones sobre criptomonedas, permitiendo a los *traders* especular sobre los precios de activos digitales de una manera más sofisticada. Este crecimiento ha atraído tanto a *traders* minoristas como institucionales, aumentando la liquidez y la actividad en los mercados de criptomonedas.

Ahora bien, los precios de las criptomonedas pueden experimentar fluctuaciones extremas en muy cortos períodos, lo que presenta tanto oportunidades como riesgos para los inversores. Por otra

parte, la innovación en este ámbito se produce a una velocidad vertiginosa, lo que imposibilita que se vea acompañada de normativas óptimas de supervisión y control dejando desprotegidos a los inversores más vulnerables.

- **...(Y Más Allá)**

Además de los de las criptomonedas, en los últimos años han surgido otros mercados alternativos que están redefiniendo la inversión. Ya se ha hecho referencia al DeFi (finanzas descentralizadas), que se refiere a un conjunto de aplicaciones y servicios financieros construidos sobre tecnologías blockchain, principalmente Ethereum. El ecosistema DeFi busca recrear y mejorar los servicios financieros tradicionales, como préstamos, ahorros, intercambios y seguros, pero sin la necesidad de intermediarios centralizados como bancos o instituciones financieras. Muchas aplicaciones DeFi están diseñadas para trabajar conjuntamente, lo que permite a los usuarios combinar diferentes servicios y productos para crear soluciones personalizadas según sus necesidades. Adicionalmente, todas las transacciones en plataformas DeFi son registradas en la blockchain, lo que facilita a los usuarios verificar la información y auditar los contratos inteligentes (*smart contracts*) utilizados.

Por otra parte, hablando de los nuevos mercados financieros y las nuevas oportunidades, es necesario hacer referencia a la denominada “Tokenización de Activos”.

Un *token* es un tipo de activo digital que se emite y gestiona en una blockchain. A menudo, los *tokens* representan un activo o utilidad específica dentro de un ecosistema determinado. (Ha de advertirse que, aunque los términos “*token*” y “criptomonedas” a veces se emplean de manera indistinta, existen diferencias clave entre ambos).

Pues bien, la Tokenización de Activos denota la posibilidad de representar activos físicos (como bienes raíces o arte) en forma digital mediante *tokens*, lo que permite fraccionar la propiedad y facilitar su comercio. En esta línea ha de destacarse la emisión de “*tokens* de valores” (*security tokens*), que permiten a las empresas emitir acciones en forma digital a través de blockchain.

Un tipo específico de *tokens* que ha ganado especial significación es el constituido por los llamados NFTs, o tokens no fungibles (*Non-Fungible Tokens* en inglés). Se trata de activos digitales únicos que representan la propiedad de un objeto o contenido específico en la blockchain. A diferencia de las criptomonedas como Bitcoin o Ethereum, que son fungibles y pueden intercambiarse entre sí sin pérdida de valor, los NFTs son indivisibles y cada uno tiene características únicas que lo diferencian de otros. La propiedad de un NFT está registrada en una blockchain, lo que permite a cualquier persona verificar quién es el propietario del activo en cada momento. Ello proporciona transparencia y seguridad en las transacciones.

Estos activos digitales únicos han revolucionado el arte y la cultura digital al permitir a los creadores monetizar su trabajo de nuevas maneras. Los NFTs se emplean, por ejemplo, en artes visuales, música, videojuegos y coleccionables digitales.

Los artistas pueden tokenizar sus obras digitales como NFTs, permitiendo a los coleccionistas comprar y poseer piezas únicas. Hoy en día puede verse cómo se compran y venden algunas de estas obras por millones de euros. Los músicos, por su parte, pueden lanzar álbumes o canciones como NFTs, ofreciendo a los fans una forma única de poseer su música. También se pueden incluir beneficios adicionales, como el acceso exclusivo a conciertos. En el mundo de los videojuegos, los NFTs se utilizan para representar objetos únicos dentro del juego, como personajes, *skins* (i.e., la apariencia de un personaje) o terrenos virtuales. Esto permite a los jugadores comprar, vender e intercambiar estos activos. Asimismo, los NFTs han dado lugar a un mercado cada vez más impor-

tante para los “coleccionistas digitales” que abarca desde tarjetas (parecidas a los cromos tradicionales pero en versión digital) hasta momentos destacados de una competición deportiva en forma de NFTs. (Cada “momento” es un clip corto que captura una jugada considerada memorable) y ya hay plataformas como la “NBA Top Shot”, vinculada a la liga de baloncesto estadounidense, que permite a los usuarios comprar, vender e intercambiar estos NFTs.

Finalmente, en entornos virtuales y mundos digitales (conocidos como “metaversos”), los usuarios pueden comprar terrenos virtuales y otros activos representados por NFTs.

Obviamente, la aparición de estos nuevos mercados financieros plantea importantes desafíos e implicaciones. La volatilidad extrema y la falta de regulación pueden llevar a pérdidas significativas para los inversores inexpertos. Por este motivo, los gobiernos están comenzando a establecer marcos legislativos para abordar preocupaciones sobre fraude, lavado de dinero y desprotección del consumidor relacionadas con estos nuevos mercados.

En otro orden de cosas, algunas criptomonedas utilizan procesos intensivos en energía para su minería (como Bitcoin), lo que ha generado preocupaciones sobre su huella ambiental.

• Relación entre los Nuevos Mercados Financieros y los Mercados más Tradicionales

Podría pensarse que lo que se ha expuesto en los párrafos anteriores se aparta del tema sobre el que versa este artículo. Sin embargo, debe señalarse que, a medida que los activos digitales comentados van ganando popularidad, la relación entre los mercados de valores más tradicionales y, por ejemplo, los mercados de criptomonedas, se estrecha más y más. Aunque operan en contextos diferentes, ambos sistemas financieros están interconectados de manera significativa.

Ciertamente, conforme las criptomonedas han ganado aceptación, se ha observado una creciente correlación entre los movimientos del mercado de criptomonedas y los de las bolsas de valores. En momentos de incertidumbre económica o crisis financiera, tanto los activos tradicionales como las criptomonedas pueden experimentar caídas simultáneas. Esto sugiere que los inversores están tratando ambos mercados como parte de una misma cartera (*portfolio*) diversificada.

La entrada de inversores institucionales en el espacio cripto ha sido otro factor clave en esta relación. Algunas grandes empresas tecnológicas de primerísimo nivel mundial han comenzado a incluir Bitcoin en sus balances, lo que ha llevado a una mayor legitimación del activo digital. Este comportamiento institucional influye, sin duda, en la percepción general del riesgo y la rentabilidad, impactando simultáneamente a las bolsas y a los mercados “cripto”.

A mayor abundamiento, algunas bolsas han comenzado a ofrecer productos relacionados con criptomonedas, como fondos cotizados en bolsa (ETFs) que rastrean o hacen seguimiento (“*tracking*”) del rendimiento de activos digitales. Esto facilita la inversión en criptomonedas para aquellos que prefieren operar dentro del marco regulado de las bolsas tradicionales.

En conclusión, en el momento presente la relación entre las bolsas de valores y los mercados de criptomonedas es compleja y está en constante evolución. A medida que ambos mundos continúen convergiendo, es probable que se dé un aumento en la integración y regulación conjunta, haciendo posible que se hable de un solo ecosistema. Para los inversores, entender esta dinámica es crucial para navegar por el paisaje financiero moderno y aprovechar las oportunidades emergentes en todos los frentes.

- **Desafíos que Plantea el Nuevo Ecosistema**

Un entorno tan sofisticado como el que constituyen, tal y como se ha mostrado, los actuales mercados digitales de valores, implica necesariamente la existencia de riesgos latentes que es necesario prevenir y gestionar con eficacia.

El desafío más evidente es la Ciberseguridad: con el aumento del trading electrónico y la digitalización de los mercados financieros en general, surge el riesgo asociado con ataques cibernéticos. Proteger datos sensibles es crucial para mantener la confianza del mercado. La creciente dependencia de las plataformas digitales y la transferencia de datos a través de redes electrónicas han hecho que los mercados sean vulnerables a este tipo de amenazas. El *hackeo* de la Bolsa de Nueva York en 2020, aunque no tuvo un impacto significativo en las operaciones, destacó la fragilidad de las infraestructuras tecnológicas y la necesidad de implementar medidas de seguridad más robustas. Las instituciones financieras están invirtiendo significativamente en ciberseguridad para proteger sus sistemas y datos. Un informe de Cybersecurity Ventures predice que los costos globales relacionados con el cibercrimen alcanzarán los 10.5 billones de dólares anuales para 2025. Esto representa una preocupación muy profunda, ya que un ciberataque exitoso podría no solo dañar la reputación de una institución financiera, sino también provocar una crisis de confianza en el sistema financiero global.

Otro reto, también palmario, es la fiabilidad y resiliencia de los sistemas. Una caída o parada, por corta que sea su duración, de un mercado, puede tener consecuencias muy graves para los miembros e inversores que intervienen en ese mercado. La robustez de las plataformas informáticas que lo soportan es absolutamente imperativa.

Es también destacable el aumento de la volatilidad inherente a la velocidad con la que se realizan las transacciones, la cual puede llevar a movimientos bruscos en los precios si no se gestiona adecuadamente. Para paliar este problema, los sistemas electrónicos ofrecen herramientas avanzadas para la gestión del riesgo, permitiendo, por ejemplo, que los operadores o las propias plataformas de soporte puedan monitorear posiciones en tiempo real y ajustar estrategias rápidamente. Pero todavía queda mucho por hacer en este terreno.

Por otra parte, las brechas tecnológicas entre grupos de participantes en los mercados pueden ser causa de desigualdad en el acceso a los centros de negociación, cuestión nada baladí por cuanto impacta directamente en la línea de flotación de unos mercados que han de ser ordenados e íntegros como *conditio sine qua non*.

A su vez, este entorno -ha de insistirse- tan sofisticado, hace crecer intensamente las demandas de formación especializada. Aunque con el acceso a recursos educativos *online* y plataformas interactivas, cada vez más potentes, ofrecidas por las instituciones de la enseñanza y las propias entidades financieras, se está facilitando que cada día más personas tengan acceso al aprendizaje sobre inversiones y trading electrónico en condiciones asequibles, la falta de los conocimientos financieros suficientes sigue planteando un desafío de primera magnitud y llena de drama la experiencia de un gran número de inversores.

IV. El Multifacético Fenómeno de la Globalización

El análisis descriptivo precedente, que muestra el paisaje bursátil (y sus aledaños) tal y como se presenta en el primer cuarto del siglo XXI que transitamos, debe enmarcarse, para lograr una visión holística, dentro de un proceso pluridimensional y dinámico que está condicionando y transformando la vida contemporánea a escala mundial: el fenómeno de la Globalización.

Ciertamente, la Globalización abarca la difusión, intercambio y mezcla de ideas, valores, costumbres, tradiciones y estilos de vida entre diferentes culturas; implica el aumento de la interdependencia política entre naciones, donde las decisiones políticas en un país pueden influir en otros, impulsando la cooperación internacional y la creación de organizaciones supranacionales; conecta a personas de diversas partes del mundo a través de redes sociales, migración y comunicación digital, promoviendo un sentido de comunidad global compartida; vincula las cuestiones ambientales a nivel internacional allá donde los problemas requieren soluciones colaborativas entre países debido a su naturaleza transfronteriza; conlleva el intercambio internacional de conocimientos y prácticas educativas, así como a la movilidad estudiantil entre instituciones académicas de diferentes países; implica la interconexión de sistemas de salud a nivel mundial, donde enfermedades y crisis sanitarias pueden propagarse rápidamente entre países, requiriendo respuestas coordinadas; propicia la extensión transnacional del mercado laboral en su más amplio sentido.

En realidad, la globalización es un fenómeno histórico que siempre ha acompañado al ser humano en el transcurso de los tiempos y que ha evolucionado desde las antiguas rutas comerciales hasta la actualidad. Eso sí, en las últimas décadas se ha acelerado vertiginosamente, favorecido por la expansión y adopción de tecnologías avanzadas que facilitan la movilidad en su más amplio sentido, la comunicación instantánea y el consiguiente acceso a la información y al conocimiento en tiempo real, el comercio internacional y la inversión extranjera directa.

Sin embargo, la globalización también conlleva desafíos significativos, tales como la exacerbación de las desigualdades económicas (las empresas e individuos con acceso a recursos y conocimientos adecuados pueden beneficiarse más que aquellos que no tienen estas ventajas), la pérdida de identidades culturales locales, los conflictos entre comunidades basadas en marcos normativos y cosmovisionales diferentes y de difícil conciliación, así como los riesgos asociados con la transmisión de las crisis de toda índole y sus efectos entre las diferentes áreas geográficas del Planeta.

En resumen, la globalización es un fenómeno complejo que transforma las relaciones económicas, sociales y culturales a nivel global, generando tanto oportunidades como desafíos y riesgos para las naciones y sus ciudadanos.

- **La Globalización Económico-Financiera**

Habida cuenta de la materia sobre la que versa este artículo, procede poner el foco en la Globalización en su sentido económico y financiero, aún a riesgo de que muchas reflexiones interesantes, relacionadas, por citar algunos ejemplos, con el mundo del transporte y las cadenas de suministro, la movilidad laboral, o la aparición de una cultura global compartida se queden en el tintero.

Se habla de Globalización económica para designar el proceso de integración que permite la libre circulación de bienes, servicios, capitales y mano de obra entre países, promoviendo un mercado global interconectado.

Por Globalización financiera se entiende la integración de los mercados financieros internacionales, de manera que los flujos de capital cruzan fronteras con facilidad, permitiendo inversiones transfronterizas y aumentando la interconexión entre mercados de valores.

La Globalización económico-financiera sobrevenida en las últimas tres décadas responde, además de a los sensacionales avances tecnológicos, que impregnan todo el proceso globalizador y cuyo análisis y comentario se aborda en diversos apartados a lo largo de este artículo, a una serie de factores que conviene señalar por cuanto inciden en la mayoría de los mercados:

En primer lugar, desde finales del siglo XX, muchos países han adoptado políticas de liberalización económica y financiera que han eliminado restricciones en el flujo de capitales los cuales, gracias a la interconexión de los mercados, pueden moverse cada vez más rápidamente entre fronteras. Dichas políticas incluyen, por ejemplo, la reducción de controles de cambio y la eliminación de barreras arancelarias y cuotas. La liberalización ha permitido que los inversores accedan a mercados extranjeros, diversificando sus carteras y aumentando la liquidez en los mercados financieros receptores. Los acuerdos y tratados comerciales bilaterales y multilaterales han promovido la cooperación económica entre países, han reducido o eliminado los impuestos sobre inversiones extranjeras y han facilitado también el acceso de inversores e intermediarios a mercados extranjeros.

El crecimiento del comercio internacional, por su parte, ha impulsado la globalización financiera. A medida que las empresas buscan expandir sus operaciones a nivel global y/o requieren de cadenas de suministro globales, también requieren financiamiento y servicios financieros que trasciendan las fronteras nacionales.

A su vez, la inversión directa extranjera (IDE) es uno de los principales motores del proceso de globalización. Se refiere a la inversión realizada por una entidad en un país diferente al de su origen, con el objetivo de establecer una presencia duradera en ese mercado. Esto puede incluir la adquisición de activos, la creación de nuevas instalaciones o la expansión de operaciones existentes y facilita la transferencia de tecnología y de conocimientos avanzados y especializados. Esto no sólo beneficia a las empresas receptoras que ven mejorada su capacidad productiva, sino que también impulsa el desarrollo económico local, ya que la IDE puede, por ejemplo, generar empleo en los países receptores al establecer nuevas empresas e instalaciones o expandir negocios ya existentes en dichos países. Además, al establecerse en diferentes regiones, las grandes empresas que realizan la inversión directa pueden adaptarse mejor a las necesidades locales y responder rápidamente a cambios en la demanda del mercado.

Los gobiernos juegan un papel crucial en atraer inversión directa extranjera mediante políticas favorables, tales como incentivos fiscales, acuerdos comerciales y mejoras en infraestructura. Sin embargo, también deben equilibrar estos esfuerzos con regulaciones que protejan los intereses locales, ya que la IDE puede llevar a la explotación laboral si las regulaciones laborales son débiles en el país receptor. Además, existe el riesgo de que las economías locales se vuelvan demasiado dependientes de las inversiones extranjeras, lo que podría afectar su soberanía económica y a su vulnerabilidad ante movimientos de capital financiero motivados por causas exógenas.

La llegada de empresas extranjeras influye notablemente en la cultura local, introduciendo nuevos productos y estilos de vida, pero también puede provocar tensiones socioculturales si se ello percibe como una amenaza a las tradiciones locales. En América Latina se pueden encontrar numerosos ejemplos de uno y otro fenómeno.

La creación y expansión de mercados financieros en diferentes países con economías emergentes han permitido una mayor integración financiera. Las empresas pueden acceder a capital internacional, mientras que los inversores tienen más opciones para diversificar sus carteras.

Algunas instituciones financieras internacionales, como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial, han desempeñado asimismo un papel en la promoción de la globalización financiera. Estas organizaciones han proporcionado asistencia técnica y financiera a países en desarrollo, tratando de fomentar su integración en los mercados globales. Además, han postulado políticas dirigidas a facilitar el comercio y la inversión internacional.

Ha de señalarse también el importante papel que está jugando la innovación financiera: La creación de nuevos productos financieros desde finales del siglo pasado, tales como los derivados, los fon-

dos cotizados en bolsa (ETFs), los productos estructurados y otros instrumentos complejos, ha permitido a los inversores institucionales gestionar riesgos y diversificar sus carteras a nivel global. El aumento en el número y tamaño de estos inversores (e.g., fondos de pensiones, fondos soberanos y fondos de inversión) ha incrementado el volumen y el valor de las operaciones en los mercados financieros globales, elevando su liquidez y propiciando su interconexión.

Y no sólo los inversores institucionales. Los consumidores e inversores de toda índole están cada vez más interesados en oportunidades globales, buscando diversificación geográfica en sus inversiones para conseguir mejores rentabilidades y mitigar riesgos asociados con economías locales más inestables. La comunicación digital y, en particular, las redes sociales han permitido que individuos y empresas se conecten instantáneamente entre ellos y con audiencias globales, facilitando el intercambio de ideas, productos y servicios de toda clase y, por supuesto, entre ellos, los de naturaleza financiera.

- **Los Mercados de Valores y la Globalización**

Como se exponía al comienzo de este artículo, la introducción de los sistemas de contratación electrónicos marcó el inicio de la digitalización de las bolsas de valores que, a partir de ese momento y gracias a los constantes avances tecnológicos, favorecieron y aceleraron la Globalización, la acompañaron en su devenir y, a su vez, se vieron profundamente influenciadas y transformadas por ella. En otras palabras, las bolsas contribuyeron al proceso de Globalización así como éste último ha influido e influye decisivamente en la metamorfosis de aquéllas.

Hoy en día los inversores realizan transacciones bursátiles instantáneamente desde cualquier parte del mundo. Pero para que eso sea posible, los mercados bursátiles han tenido que dejar de funcionar de manera aislada; se han interconectado, o los han interconectado, a través de redes telemáticas que permiten a los inversores comprar y vender instrumentos financieros en diferentes países con facilidad. Esta integración ha llevado a una mayor liquidez en los mercados, lo que significa que los activos pueden comprarse y venderse con más facilidad, sin apenas restricciones y sin afectar significativamente su precio. Pero también implica unas velocidades de transmisión y proceso de transacciones inimaginables hace apenas unos años.

Actualmente, un evento económico acaecido en un lugar del planeta puede tener efectos dominó en las bolsas de valores de cualquier parte del mundo aumentando su volatilidad de manera prácticamente inmediata. Esta es una realidad empírica incontestable. Véanse algunos ejemplos:

La quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, uno de los puntos álgidos de la crisis financiera global de 2007-2008 (la crisis más grave desde la Gran Depresión que siguió al Crack de octubre del 29), provocó caídas drásticas en las bolsas de valores de todo el mundo. El índice Dow Jones se desplomó más del 50% desde su máximo anterior, y muchas otras bolsas también sufrieron pérdidas más que significativas.

La crisis de la deuda soberana europea (2010-2012) fue un episodio que viene también al caso: La incertidumbre sobre la capacidad de países como Grecia para pagar su deuda llevó a caídas en los mercados bursátiles europeos y afectó a los índices globales. Las preocupaciones sobre la estabilidad del euro también impactaron negativamente en las acciones.

La victoria electoral de Donald Trump (2016), generó un aumento inmediato en los mercados bursátiles estadounidenses debido a sus promesas sobre recortes fiscales y desregulación en sectores como el energético y el financiero, inversiones en infraestructuras y estímulos económicos. El índice Dow Jones y el S&P 500 alcanzaron máximos históricos en los días que siguieron a las elecciones.

También aquí se produjo un efecto contagio. Muchos mercados europeos y asiáticos experimentaron aumentos iniciales debido al optimismo generalizado sobre el crecimiento económico global. La expectativa de políticas favorables al crecimiento produjo flujos significativos de capitales hacia activos considerados de más alto riesgo, como acciones, mientras que algunos inversores retiraron capital de activos considerados más seguros.

En el momento de escribirse estas líneas, el mundo entero está reaccionando al abultado resultado favorable al Partido Republicano en las elecciones celebradas en Estados Unidos el pasado 5 de noviembre de 2024. El aumento de la volatilidad y las subidas o bajadas en los mercados según sectores y situaciones geopolíticas se están observando en los mercados internacionales con absoluta inmediatez y simultaneidad.

Las tensiones comerciales entre EE.UU. y China (2018-2020) llevaron a fluctuaciones significativas en los mercados bursátiles internacionales, afectando no sólo a las acciones de empresas estadounidenses y chinas, sino también la confianza de los inversores en otros mercados emergentes. Además, La guerra comercial tuvo repercusiones en las acciones de empresas con exposición a la cadena de suministro en esas regiones, verbigracia las tecnológicas, y en el mercado de productos básicos, lo que provocó fluctuaciones en los precios de las materias primas y en las divisas. Así las cosas, Los índices bursátiles reaccionaban rápidamente a las noticias relacionadas con las negociaciones comerciales.

La Invasión de Rusia a Ucrania en febrero de 2022 generó volatilidad significativa en los mercados bursátiles globales debido a preocupaciones sobre la estabilidad geopolítica, así como aumentos en los precios del petróleo y gas natural. Los índices bursátiles cayeron inicialmente ante la incertidumbre antes de mostrar cierta recuperación.

El Colapso del Banco Silicon Valley en 2023 generó preocupación sobre la estabilidad del sector bancario y provocó caídas en las acciones bancarias y tecnológicas, afectando negativamente a los índices bursátiles globales.

Además de estos fenómenos de rápido efecto dominó, la Globalización ha hecho posible la aparición de fenómenos de escala mundial que han afectado de pleno y simultáneamente a todos los mercados financieros del Planeta.

Evidentemente, el ejemplo más paradigmático el de la Pandemia de COVID-19. En marzo de 2020, los mercados bursátiles de todo el mundo sufrieron caídas drásticas debido al miedo y la incertidumbre provocados por la propagación del virus. Todas las bolsas experimentaron caídas significativas (el S&P 500 se desplomó más del 30%) en unas pocas semanas. También a unísono, a medida que las economías comenzaron a reabrirse y las vacunas se distribuyeron, los mercados bursátiles experimentaron un fuerte repunte, alcanzando nuevos máximos históricos impulsados por expectativas optimistas sobre el crecimiento económico y como consecuencia de los estímulos fiscales y monetarios masivos.

En respuesta a la inflación creciente post-COVID, la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y muchos otros bancos centrales comenzaron a aumentar los tipos de interés, lo que llevó a caídas en los mercados bursátiles debido a temores sobre un posible enfriamiento económico y su impacto en el crecimiento corporativo.

Para continuar este repaso no exhaustivo de los fenómenos cuyo impacto en los mercados financieros se contagia con inmediatez, es interesante hacer referencia a episodios que tienen su origen en una Bolsa de Valores concreta, i.e., en su propio libro electrónico de órdenes, y que igualmente se propagan por el resto de las bolsas y mercados de otras geografías.

El “*Flash Crash*” de 2010 es un caso que ilustra particularmente bien este tipo de eventos: el 6 de mayo de 2010, el mercado estadounidense experimentó una caída repentina y rápida, donde el índice Dow Jones perdió casi 1,000 puntos en menos de 30 minutos. La recuperación también fue muy rápida; el mercado se estabilizó y reparó gran parte de las pérdidas en, aproximadamente, 15 minutos.

Una gran orden de venta por parte de un fondo (Waddell & Reed) que estaba liquidando posiciones en futuros del índice S&P 500 contribuyó a la caída inicial. Los sistemas de *trading* algorítmico y de alta frecuencia (HFT) jugaron un papel crucial durante el *Flash Crash*. Estos sistemas reaccionaron rápidamente a la caída inicial, amplificando la volatilidad al ejecutar órdenes masivas de venta.

A medida que los precios comenzaron a caer, muchos proveedores de liquidez se retiraron del mercado, lo que exacerbó la situación y llevó a una mayor caída en los precios. Como consecuencia muchas acciones experimentaron caídas drásticas e inexplicables en sus precios. Algunas acciones llegaron a cotizar temporalmente a cero o a precios muy bajos antes de recuperarse. El episodio generó una volatilidad sin precedentes en el mercado, lo que llevó a preocupaciones sobre la estabilidad del sistema financiero.

Muchas bolsas europeas, latinoamericanas y asiáticas también experimentaron caídas significativas en respuesta al *Flash Crash*. La incertidumbre y el miedo generados por la caída del mercado estadounidense afectaron a la confianza de los inversores a nivel global, provocando ventas masivas en otros mercados.

Este suceso provocó una reevaluación de las prácticas de mercado, especialmente el uso de algoritmos y *trading* de alta frecuencia (HFT). Las entidades rectoras de los mercados y los reguladores comenzaron a investigar cómo estas prácticas podrían haber contribuido a la volatilidad extrema y si era necesario implementar nuevas normativas para mitigar riesgos similares en el futuro. Mecanismos de protección, como los “corta-circuitos” (*Circuit Brakers*) automáticos, que detienen el *trading* en caso de alteraciones excesivas y bruscas de los precios, se encuentran entre las medidas adoptadas.

- **La Globalización y los Mercados Iberoamericanos**

En todos los casos que se han referido, las Bolsas de Iberoamérica padecieron el efecto contagio y experimentaron aumentos de volatilidad significativos. Sin embargo, en la historia también se han dado ocasiones en las que el origen de la crisis tuvo lugar en países iberoamericanos y desde ahí se esparcieron los efectos hacia los mercados globales.

Por ejemplo, finalizando el siglo pasado, Argentina experimentó un período prolongado de recesión económica, alta deuda externa y un tipo de cambio fijo con el dólar estadounidense.

En diciembre de 2001, el país declaró el *default* sobre su deuda soberana, lo que resultó en protestas masivas y cambios políticos significativos. La economía colapsó, con una fuerte contracción del PIB. La crisis argentina generó preocupaciones sobre la sostenibilidad de las políticas económicas en otros países latinoamericanos y afectó la confianza global hacia los mercados emergentes.

Años antes ya se había vivido la que se conoció como “la crisis del tequila” o “el efecto tequila”: La crisis comenzó en México tras la abrupta devaluación del peso mexicano en diciembre de 1994. Esto fue precedido por un déficit fiscal creciente y una balanza de pagos insostenible. La devaluación provocó una fuga masiva de capitales y una crisis bancaria. El gobierno mexicano tuvo que solicitar ayuda financiera al Fondo Monetario Internacional para estabilizar su economía. La crisis

generó temores sobre la estabilidad económica en otros mercados emergentes y provocó caídas en las bolsas internacionales.

Por concluir estas breves referencias a las consecuencias derivadas de la interconexión entre los mercados iberoamericanos y el entorno global, parece oportuno traer a colación esos acontecimientos de origen remoto y de una naturaleza específica que, a su vez, actúan como detonante de crisis de naturaleza diferente cuando llegan otras regiones del Globo como Iberoamérica.

Ya se ha hecho referencia a la crisis financiera global de 2007-2008 y no es materia de este artículo analizar sus causas. Parece que hay consenso respecto a que políticas monetarias expansivas que siguieron a la burbuja tecnológica y los ataques del 11 de septiembre y el exceso de liquidez; la concesión de hipotecas a prestatarios con bajo historial crediticio (*subprime*); la titulización que permitió a los bancos empaquetar hipotecas en valores (*Mortgage-backed securities* -MBS-) a los que las agencias de *rating* otorgaron calificaciones incomprensiblemente altas que confundieron a los inversores sobre su verdadero riesgo; la corriente imperante hacia la desregulación del sector financiero que permitió a las instituciones financieras operar con menor supervisión; la proliferación de *credit default swaps* (CDS), derivados financieros sobre incumplimientos crediticios y, por último, y como consecuencia del fácil acceso al crédito, la burbuja inmobiliaria provocaron esta crisis de esencia financiera.

No obstante, sí resulta pertinente destacar cómo una crisis, como se ha insistido, de naturaleza meramente financiera en origen, golpeó a los países de América Latina de una manera muy particular: los países de la Región habían experimentado un crecimiento robusto durante los años previos gracias al auge de las materias primas. Pues bien, la crisis llevó a una caída drástica en los precios de las materias primas, afectando gravemente a las economías de países como Brasil o Perú hasta hacerlas entrar en recesión.

V. Regulación y Supervisión de Mercados de Valores en un Entorno Globalizado

El nuevo paisaje que ofrecen los mercados financieros, digitalizados y globalizados según se ha descrito, plantea desafíos muy importantes en lo concerniente a la regulación y la supervisión a la hora de preservar la integridad de los mercados y la estabilidad financiera.

La digitalización hace que las autoridades tengan que monitorear la actividad de los mercados en tiempo real para detectar actividades sospechosas o manipulaciones y, para ello, han de exigir a sus supervisados que incorporen herramientas en sus plataformas para ayudar a cumplir con las normativas vigentes por medio de medidas preventivas, controles *ex ante* y *ex post*, y todo ello de manera prácticamente automáticamente a veces. En este sentido, de la misma manera que los mercados se transforman apoyándose en los avances tecnológicos, los reguladores y los supervisores no pueden quedarse atrás en el ritmo de innovación.

Por otra parte, es evidente que, a medida que los mercados se interconectan, las diferencias en las normativas entre países pueden crear confusión, incertidumbre, inconsistencias, riesgos, zonas grises, vacíos legales, elementos todos ellos que complican la operativa bursátil. Los inversores y las instituciones financieras deben navegar por las procelosas aguas de un entorno normativo complejo, que varía significativamente entre regiones.

Estas diferencias de regulación entre países o regiones dan lugar a oportunidades para el arbitraje normativo, donde los participantes en el mercado podrían buscar operar bajo regulaciones más laxas, lo que implicaría poner en riesgo la estabilidad financiera general. Y es que las entidades que funcionan en entornos menos regulados pueden tener ventajas competitivas sobre aquellas que

cumplen con regulaciones más estrictas, distorsionándose el mercado por motivo de esta competencia desleal.

A mayor abundamiento, la supervisión efectiva de instituciones financieras que trabajan a nivel transnacional es un desafío significativo. Los mercados de valores son globales, pero la regulación sigue siendo predominantemente local. Esto puede resultar en una falta de visibilidad sobre las actividades transfronterizas.

La falta de coordinación entre los reguladores y supervisores de diferentes países puede dificultar la identificación y gestión de riesgos potenciales y/o sistémicos. Dicho de otra forma, un problema acaecido en un país concreto puede tener repercusiones en otras naciones si no hay mecanismos adecuados para compartir información y coordinar respuestas. Por otra parte, las instituciones financieras multinacionales suelen tener estructuras complejas que dificultan la evaluación del riesgo total por parte de los reguladores y los supervisores locales.

Por si fuera poco, la innovación financiera ha llevado al desarrollo de instrumentos financieros complejos (e.g. productos derivados y valores respaldados por activos), que pueden ser difíciles de regular y supervisar. Algunos de estos productos financieros complejos carecen de transparencia, lo que dificulta su valoración y aumenta el riesgo de contagio durante períodos de tensión financiera. Además, la complejidad puede ocultar interconexiones entre instituciones financieras, lo que hace difícil identificar cómo un problema que se presenta en una entidad podría afectar a otras.

Adicionalmente, muchas *fintechs* operan fuera del marco normativo tradicional, lo que plantea preguntas sobre cómo deben ser supervisadas y qué estándares deben cumplir. A medida que estas empresas continúan rebasando los modelos de negocio tradicionales, los reguladores se ven impedidos a repensar cómo aplicar leyes existentes y a desarrollar nuevas normativas que garanticen la seguridad y la equidad en los servicios financieros.

En este mismo sentido, a medida que las criptomonedas continúan proliferando y, con ellas, el desafío a las normas del sistema financiero tradicional, la necesidad de regulaciones claras y efectivas se vuelve cada vez más urgente. Los reguladores en todo el mundo están luchando por encontrar un equilibrio entre no obstaculizar la innovación y, al tiempo, garantizar la seguridad financiera y proteger a los inversores.

En 2021, la SEC lanzó iniciativas para aumentar la supervisión sobre las criptomonedas, destacando la necesidad de una mayor regulación en este espacio. Sin embargo, el colapso de la plataforma de intercambio de criptomonedas FTX en 2022 puso de manifiesto que la falta de regulación en el mercado de criptomonedas y la vulnerabilidad de los inversores ante fraudes y manipulaciones persistía. Este suceso ha revigorizado la voluntad de reguladores para establecer marcos regulatorios claros y coherentes.

En esa línea, en 2023, varios países han intensificado su empeño en regular las criptomonedas. La Unión Europea ha implementado el Reglamento sobre Mercados en Criptoactivos (MiCA), que busca proporcionar un marco claro para la emisión y el comercio de criptomonedas, mientras que la SEC de EE.UU. ha redoblado sus esfuerzos para clasificar los activos digitales y establecer un marco legislativo que garantice la protección del inversor.

A su vez, la digitalización del sector financiero, tal y como ya se ha apuntado, también ha provocado exposición a riesgos cibernéticos, lo que requiere una regulación y una supervisión específica para proteger tanto a consumidores como a sistemas financieros.

En otro orden de cosas, la lucha contra el blanqueo de capitales (AML) y el financiamiento del terrorismo (CFT) se ha convertido en una prioridad para los reguladores financieros. Las bolsas de valores han implementado controles más estrictos para monitorear las transacciones que puedan estar vinculadas a actividades ilícitas. Las directivas del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI) han sido implementadas por numerosas jurisdicciones, obligando a las bolsas de valores y a los intermediarios financieros a establecer controles más estrictos en cuanto a la verificación de identidad de los clientes y el origen de sus fondos -"conozca a su cliente" (KYC)- y la vigilancia de transacciones sospechosas. Un ejemplo notable de los desafíos que enfrenta el sistema es el caso del banco suizo UBS, que en 2019 fue multado por autoridades francesas por su participación en un esquema de evasión de impuestos y blanqueo de dinero. Este y otros casos similares han llevado a una mayor presión para que las bolsas de valores globales y los intermediarios financieros implementen políticas estrictas de monitoreo y reporte a las autoridades.

Asimismo, la Globalización está favoreciendo que se abra camino (todavía a distinto ritmo y con diferente contundencia según se trate de unos entornos geopolíticos u otros) la legislación ESG (ambiental, social y de gobernanza) con un creciente impacto en las inversiones bursátiles. Un ejemplo de cómo la legislación ESG ha impactado el mercado es la reciente directiva europea sobre divulgación de sostenibilidad en el sector financiero (SFDR), que obliga a los gestores de fondos a divulgar cómo integran los factores ESG en sus decisiones de inversión. Ello ha incrementado la transparencia y ha estimulado la creación de productos financieros sostenibles, lo que también ha presionado a las empresas cotizadas para que presten más atención a su desempeño en estas áreas. En 2023, más de 1.600 empresas que cotizan en bolsa en EE.UU. se comprometieron a seguir las recomendaciones del Grupo de Trabajo sobre Divulgaciones Financieras Relacionadas con el Clima (TCFD).

- **El impacto de la crisis financiera global de 2007-2008 en la regulación de los mercados**

La crisis de 2007-2008 ha sido un extraordinario catalizador de transformación en la regulación de los mercados de valores que amerita un análisis específico. Así como la crisis financiera asiática de 1997 (también conocida como "la crisis del baht"), por ejemplo, había puesto de manifiesto la vulnerabilidad de los mercados emergentes a los flujos de capital especulativo, la crisis de financiera global de 2007/2008, provocó una profunda reformulación de las legislaciones financieras en todo el mundo marcando un antes y un después en la regulación de los mercados financieros.

Hasta entonces, las reacciones de los reguladores y supervisores a las crisis, salvo excepciones, habían sido actuaciones tardías: muchos reguladores reaccionaban con demora ante señales claras de inestabilidad financiera. Ello resalta la necesidad histórica de marcos regulatorios más proactivos. Adicionalmente, las respuestas a crisis solían ser reactivas y *ad hoc*, lo que frecuentemente llevaba a soluciones temporales y dirigidas a los síntomas, sin abordar las causas subyacentes.

El colapso de Lehman Brothers y la implosión de los mercados hipotecarios *subprime* pusieron de manifiesto las debilidades en la supervisión y regulación de las instituciones financieras. En respuesta, los gobiernos y organismos reguladores de todo el mundo introdujeron reformas de calado destinadas a aumentar la transparencia y reducir el riesgo sistémico.

Tras la crisis financiera de 2008, quedó claro que muchos de los riesgos asumidos por grandes instituciones, como los derivados complejos, no eran suficientemente transparentes para los inversores ni para los reguladores. Consecuentemente, las nuevas regulaciones introdujeron estrictos requisitos de divulgación de información sobre los precios de los activos, los costes de las transacciones y los riesgos asociados. Esta mayor transparencia ha permitido a los inversores tomar decisiones más informadas y ha reducido las posibilidades de prácticas engañosas en los mercados financie-

ros. Además, el concepto de “*compliance*” se ha vuelto crucial en la operativa de los actores bursátiles. El cumplimiento normativo ya no es una simple formalidad; ahora requiere la implementación de sofisticados sistemas de gestión de riesgos y monitoreo para garantizar que se cumplan las regulaciones. Casos de incumplimiento, como el escándalo de lavado de dinero que involucró al banco danés Danske Bank en 2018, muestran las graves consecuencias reputacionales y financieras a las que las instituciones se enfrentan si no siguen los estándares adecuados.

- La Ley Dodd-Frank

En Estados Unidos, la Ley Dodd-Frank fue aprobada en 2010 demostrando una velocidad de reacción infinitamente superior a la de, por ejemplo, los legisladores europeos e iberoamericanos. Entre sus disposiciones clave se incluyeron la creación de la Oficina de Protección Financiera del Consumidor (CFPB) y la imposición de restricciones al *trading* por cuenta propia (*prop trading*) a través de la “Regla Volcker” que, por su trascendencia a nivel global, merece un comentario, aunque sea breve:

La Regla Volcker -así denominada en honor a Paul Volcker, ex presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos- es, como se ha avanzado, una regulación financiera que forma parte de la “Ley Dodd-Frank de Reforma de Wall Street y Protección al Consumidor”. La regla tiene como objetivo principal limitar el riesgo que los bancos pueden asumir, en aras de proteger el sistema financiero en su conjunto.

La regla prohíbe a los bancos comerciales realizar operaciones de negociación por cuenta propia, es decir, comprar y vender activos financieros con el capital del banco con el fin de obtener beneficios. Esto se considera peligroso en tanto que puede llevar a conflictos de interés entre los bancos y sus clientes.

La regla también impone restricciones a las inversiones que los bancos pueden hacer en fondos de cobertura (*hedge funds*) y fondos de capital privado (*private equity*). Los bancos no pueden invertir más del 3% de su capital en estos tipos de fondos, lo que busca limitar su exposición al riesgo.

Al restringir las actividades más arriesgadas, la Regla Volcker busca proteger el sistema financiero en su conjunto y evitar que las pérdidas significativas en un área específica afecten a otras partes del sistema o conduzcan a una crisis financiera generalizada.

La complejidad de la norma llevó a dificultades en su interpretación y cumplimiento por parte de las instituciones financieras. Algunos críticos argumentan que la regla podría limitar la liquidez en los mercados financieros y afectar negativamente la capacidad de los bancos para gestionar riesgos. También se ha señalado que podría dar lugar a una menor competitividad frente a instituciones no bancarias que no están sujetas a las mismas restricciones.

Desde su introducción, la Regla Volcker ha tenido un impacto significativo en cómo operan los bancos comerciales. Se ha observado una reducción en ciertas actividades consideradas altamente especulativas dentro del sector bancario, lo que contribuye a una mayor estabilidad financiera. Por otra parte, los bancos han ajustado sus estrategias comerciales para cumplir con las nuevas regulaciones, lo que ha llevado a un cambio en cómo gestionan sus carteras e inversiones, incluyendo ajustes en cómo manejar los riesgos asociados con derivados y otras operaciones complejas.

Por lo demás, la Ley Dodd-Frank también impuso mayores requisitos de capital para los grandes bancos y estableció nuevos procedimientos para liquidar instituciones financieras en caso de insolvencia.

Algunos inversores extranjeros expresaron preocupaciones sobre la complejidad y el alcance de las regulaciones impuestas por Dodd-Frank, lo que podría haber afectado su disposición a invertir en mercados estadounidenses o a participar en transacciones transfronterizas.

No obstante lo anterior, la Ley Dodd-Frank influyó en la creación de nuevas regulaciones a nivel mundial. Muchos países comenzaron a revisar y reformar sus propios marcos legislativos para alinearse con las mejores prácticas establecidas por Dodd-Frank, especialmente en áreas como la supervisión bancaria y la regulación de derivados.

Respecto de esto último, la Ley Dodd-Frank introdujo requisitos más estrictos para el comercio de derivados, incluyendo la obligación de negociar ciertos derivados a través de mercados regulados y liquidarlos mediante cámaras de compensación para mitigar el riesgo de contraparte. Esto tuvo un efecto dominó en otros mercados financieros internacionales, donde se adoptaron medidas similares.

En particular, algunos países emergentes tomaron inspiración de la Ley Dodd-Frank para implementar sus propias reformas financieras, buscando fortalecer sus sistemas financieros internos y protegerse contra crisis futuras. Su influencia se sintió en Iberoamérica a través de reformas regulatorias, mejoras en la supervisión financiera y un enfoque renovado hacia la estabilidad económica y financiera. Los países iberoamericanos han tomado nota de las lecciones aprendidas durante la crisis financiera global de 2007/2008 y han buscado adaptar sus sistemas financieros para mitigar riesgos futuros.

La ley fomentó una mayor cooperación entre reguladores financieros internacionales: Organismos como el Consejo de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board -FSB*) y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) trabajaron para armonizar las regulaciones y mejorar la supervisión transfronteriza.

En concreto, el G20, tras la crisis financiera global de 2007-2008, lideró la creación del Consejo de Estabilidad Financiera, que actúa como coordinador entre las principales economías mundiales para establecer estándares regulatorios globales. A través de esta cooperación, se ha buscado mejorar la supervisión de instituciones financieras que operan en múltiples países, mitigando los riesgos asociados a la interconexión financiera global.

- Basel III

Por su parte, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea introdujo, en el año 2013, Basel III, un conjunto de normas, acordadas internacionalmente, diseñadas para mejorar la resiliencia del sistema bancario, (i.e., aumentar la capacidad de los bancos para absorber pérdidas y resistir choques económicos), contribuyendo a la estabilidad financiera general.

Basel III busca asegurar que los bancos mantengan un nivel adecuado de capital de alta calidad, lo que significa que deben tener más capital en relación con sus activos ponderados por riesgo. Introduce un ratio mínimo de apalancamiento del 3%, que limita el nivel total de deuda en relación con el capital propio, independientemente del riesgo.

Además, se pretende mejorar las prácticas de gestión de riesgos en las instituciones financieras, asegurando que los bancos tengan sistemas adecuados para identificar, medir y gestionar contingencias.

Basel III promueve una mayor transparencia en el sistema financiero, lo que permite a los inversores y al público en general tener una mejor comprensión del perfil de riesgo y la salud financiera de las instituciones bancarias.

Al establecer requisitos más estrictos para el capital y la liquidez, Basel III busca reducir el riesgo sistémico en el sistema financiero global.

Basel III obliga a los bancos a mantener mayores reservas en caso de crisis financieras: se introducen “*buffers*” o colchones adicionales sobre los requisitos mínimos, incluyendo un colchón contra riesgos sistémicos y un colchón anticíclico, que varía según las condiciones económicas.

En suma, Basel III representa un esfuerzo internacional significativo para abordar las debilidades identificadas durante la crisis financiera global de 2007-2008 al establecer estándares más altos para el capital, la liquidez y la gestión del riesgo en el sector bancario. Su implementación busca no solo proteger a las instituciones individuales, sino también contribuir a la estabilidad financiera global al reducir el riesgo sistémico.

Basel III, siendo un marco normativo diseñado para fortalecer la regulación y supervisión del sector bancario, ha tenido una influencia notable en las bolsas de valores y en los mercados financieros en general:

Al mejorar la resiliencia del sistema bancario, Basel III ha contribuido a aumentar la confianza de los inversores en los mercados financieros. Una banca más sólida reduce el riesgo de crisis financieras, lo que puede llevar a una mayor inversión en acciones y otros activos.

Por otra parte, los requisitos de liquidez establecidos por Basel III (como el *Liquidity Coverage Ratio* y el *Net Stable Funding Ratio*) han llevado a los bancos a mantener mayores reservas de activos líquidos, afectando a su capacidad para participar activamente en los mercados de capitales, e influyendo, por ende, en la liquidez general del mercado.

Respecto a su cotización en los mercados, los bancos y, en general, las instituciones financieras directamente afectadas por Basel III, (e.g., las compañías aseguradoras) se ven impactadas en sus márgenes operativos y en su rentabilidad, lo que a su vez se refleja en el precio de sus acciones y en el comportamiento general de los índices bursátiles.

Con la implementación de Basel III, los bancos, por su parte, se han vuelto más cautelosos al otorgar préstamos debido a los nuevos requisitos de capital y liquidez. Esto puede resultar en un aumento en los costos de financiamiento para las empresas, lo que influye en sus decisiones de inversión y, consecuentemente, en su participación en las bolsas.

Además, al realizar los bancos evaluaciones más rigurosas del riesgo crediticio antes de otorgar financiamiento, la valoración de las acciones de empresas que dependen fuertemente del crédito para financiar su crecimiento se puede ver afectada.

Finalmente, un sistema bancario más robusto puede atraer inversiones extranjeras directas hacia países con regulaciones sólidas como las establecidas por Basel III, lo que puede tener un efecto positivo sobre las bolsas locales.

En resumen, Basel III ha tenido un impacto significativo en las bolsas de valores al contribuir a una mayor estabilidad financiera, modificar el comportamiento tanto de bancos como de inversores y afectar la dinámica del financiamiento empresarial. Aunque su enfoque principal es el sector banca-

rio, sus efectos se extienden a todo el ecosistema financiero, influyendo así en cómo funcionan las bolsas y cómo se comportan los mercados financieros globalmente.

-La MiFID II - MiFIR y el *Trading* en los Mercados Europeos

Un análisis crítico mínimamente riguroso de este marco jurídico, aun circunscribiéndolo estrictamente a las disposiciones que aquí hacen al caso, que son las que atañen a la organización y funcionamiento de los mercados (i.e., ámbitos de negociación, transparencia pre y post contratación, comunicación de operaciones -*transaction reporting*-, etc.), exigiría, por sí mismo, un ensayo de la extensión del presente artículo cuando menos por lo que, en esta ocasión, ha de anticiparse que el tema será sólo esbozado con algunos apuntes de trazo grueso.

Así como la ley Dodd-Frank fue una rápida reacción de los reguladores estadounidenses a la crisis financiera global de 2007-2008, cabría decir que el Legislador de la Unión Europea se tomó el asunto con más parsimonia, si no con negligencia. Y eso que la elaboración de la MiFID II – MiFIR se abordó mediante un procedimiento conocido como “Proceso Lamfalussy” de desarrollo legislativo, aprobado por el Consejo Europeo en marzo de 2001, que fue alumbrado por un comité de siete expertos (*wise men*, i.e., “hombres sabios”) y una de cuyas principales finalidades era acelerar la elaboración y aprobación de las medidas reguladoras de los mercados financieros habida cuenta de la naturaleza rápidamente cambiante de éstos.

Pues bien, desde que en el año 2009 la Unión Europea se vio impulsada por la Crisis Financiera Global a revisar el marco normativo para los mercados financieros e identificó la necesidad de reformar la entonces vigente MiFID hasta que la MiFID II – MiFIR entró en vigor, transcurrieron la friolera de nueve años.

Ya la primera MiFID, que formaba parte del Plan de Acción de Servicios Financieros (en inglés, FSAP) de 1999, con la que se estrenó el Proceso Lamfalussy, había tardado siete años en elaborarse, aprobarse e iniciar su vigencia. Hubiera merecido la pena si tras ese largo período se hubiera logrado una legislación robusta y eficaz, pero la Crisis Financiera Global, que actuó como *stress test* de la Directiva, evidenció todo lo contrario. Puede afirmarse sin ambages que la MiFID fue un auténtico fiasco y puso de manifiesto la enorme distancia existente entre los políticos, técnicos y burócratas de Bruselas y la realidad de los mercados financieros, además de la permeabilidad de los funcionarios de la Comisión Europea al *lobby* bancario de “la Citi” de Londres.

Para disipar cualquier duda sobre la afirmación anterior basta acudir a la Exposición de Motivos de la “MiFID review” de 2011, en la que la propia Comisión Europea reconoce, entre los problemas puestos de manifiesto por la Crisis, y que la Directiva no supo anticipar, la opacidad del sistema financiero en general, la excesiva discrecionalidad de los Estados Miembros de la Unión, la falta de regulación de instrumentos distintos de acciones, la no previsión de innovación tecnológica financiera, la fragmentación del mercado, el deficiente acceso a la información y la desventaja competitiva de los centros de negociación frente a otros ámbitos de contratación (e.g., *OTC*, *BCNs*, etc.). Y todo ello a pesar del tiempo empleado en la elaboración de la directiva y del inmenso coste que supuso para las entidades financieras su implementación.

La Directiva MiFID II (Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros) y el Reglamento MiFIR (Reglamento sobre Mercados de Instrumentos Financieros), conocidos conjuntamente como MiFID II – MiFIR, responden a los objetivos de aumentar la transparencia, proteger a los inversores, reforzar la estabilidad de los mercados financieros y promover la competencia sin menoscabar la integridad del mercado en su conjunto.

Para aumentar la transparencia, la norma impone la obligación de publicar información sobre precios y volúmenes antes y después de la negociación, establece un régimen de comunicación de operaciones (*transaction reporting*) a las autoridades aplicable tanto a centros de negociación como a operaciones OTC y extiende las obligaciones de transparencia a una gama más amplia de instrumentos financieros; además restringe el uso de plataformas de negociación opacas (o dark pools) que estaba resultando abusivo y, en general, favorece que una parte mayor de la contratación se concentre en los mercados organizados (ya sean regulados o alternativos). Para mejorar la protección de los inversores se establecen requisitos para que las empresas financieras diseñen y comercialicen productos adecuados al perfil y las necesidades de los diferentes tipos de clientes, al tiempo que se las obliga a desglosar claramente los costes de los servicios ofrecidos. Para promover la estabilidad del mercado se dispone, por ejemplo, la supervisión y control del trading algorítmico y de alta frecuencia (HFT) para mitigar los riesgos asociados a este tipo de negociación y se regulan mucho más estrictamente los mercados de productos derivados.

Por lo que se refiere a la promoción de centros alternativos de negociación (MTFs y OTFs) y la organización de la competencia entre éstos y los mercados regulados (i.e., las bolsas) con la consiguiente fragmentación de la liquidez, MiFID II – MiFIR reincide en el mismo error que la norma que la precedió: considera que la coexistencia de múltiples centros de negociación, toda vez que se cumplan las obligaciones de transparencia en tiempo real y de “mejor ejecución” (*best execution*) no perjudicará a la integridad del mercado por lo que la eficiente formación de precios estará preservada.

Nada más lejos de la realidad. Este razonamiento teórico aparentemente impecable se estrella al trasladarse al terreno de la práctica, y lo hace porque MiFID II – MiFIR contiene disposiciones que favorecen que unos centros de negociación (usualmente los centros alternativos) parasiten *-free riding-* la formación de precios que tiene lugar en los otros (generalmente las bolsas). Si a esto se añade una regla de “mejor ejecución” tan sofisticada como ineficaz -por soslayable-, el resultado es un entorno competitivo injusto (*unlevel playing field*) con la liquidez fragmentada y una calidad de formación de precios muy mermada al sustraer de la misma todas las transacciones que no se realizan en los mercados regulados.

Una de las disposiciones que han hecho posible el *free riding* es la que se refiere a la “**obligación de ofrecer datos de mercado en condiciones no discriminatorias**”. De acuerdo con la interpretación que se ha impuesto, esta regla implica que el centro de negociación que forma los precios ha de vender sus flujo de datos en tiempo real (la *Datafeed*) bajo términos y condiciones transparentes y no discriminatorios a cualquier parte interesada, con independencia de si el comprador es competidor del proveedor y va a utilizar los datos para aprovecharse de su Formación de Precios y, con ello, garantizarse que la contratación en su centro se comportará de forma ordenada, sin apenas tener que gastar en supervisión; pudiendo configurar “collares” de precios para filtrar el flujo de órdenes; replicando las horquillas (“*bid ask spread*”) del proveedor y permitiendo a sus clientes adherir órdenes a dichas horquillas “*order pegging*”; y todo ello evitando los riesgos de litigio y reputacional ya que, si algo malo ocurre, la culpa se traslada al mercado formador de los precios.

Obviamente, una práctica como la descrita ahorra costes sustanciales al centro de negociación que se aprovecha, y estos ahorros pueden emplearse para implementar incentivos tales como el esquema tarifario “*maker taker*”, competir deslealmente en tarifas con el propio mercado al que se parasita, convertirse en un mercado “aguas abajo” (*downstream market*) de facto e, incluso, distorsionar la competencia en el sector de *Market Data* ofreciendo como propietario un flujo de datos de mercado que, en realidad, es un derivado de los datos del mercado parasitado.

Actualmente MiFID II – MiFIR se encuentra en revisión. Ahora bien, los trabajos en curso dirigidos a implementar medidas como, por ejemplo, el uso de proveedores de información consolidada (*consolidated tape providers*) como la gran solución para la transparencia del mercado, en un mundo en

el que la más mínima latencia es absolutamente crítica, y cuando las distancias geográficas entre los centros de negociación en Europa aseguran que la información consolidada, por física, siempre llegará con retraso, no ayudan a ser muy optimistas sobre el futuro de esta regulación en esta materia.

Con todo, justo es reconocer que MiFID II – MiFIR ha incorporado mejoras importantes en materia de transparencia, protección del inversor y estabilidad de los mercados.

La otra cara de la moneda es el alto coste que ha supuesto para las empresas financieras, especialmente para las pequeñas y medianas, que han tenido que realizar cuantiosas inversiones en tecnología y sistemas de reporte, y en contratación y formación de personal para adaptarse.

Por otra parte, persisten discrepancias en la implementación de MiFID II/MiFIR entre los Estados miembros de la Unión Europea, lo que compromete la uniformidad del marco normativo.

Finalmente, la inadecuada regulación de la competencia entre entornos de contratación y centros de negociación ha llevado a una fragmentación del mercado y a la consiguiente dispersión de la liquidez, ha obstaculizado la eficiente formación de precios y ha favorecido prácticas como la parasitación de unos centros de negociación por otros. Como más adelante se verá, las bolsas más importantes de la Unión han reaccionado controlando daños a través de operaciones corporativas, produciéndose una consolidación de centros de negociación que es poco probable que estuviera en las aspiraciones del Legislador.

• **Cooperación Internacional en Regulación y Supervisión**

Los problemas de regulación y de supervisión en los mercados de valores interconectados son complejos y poliédricos. En un mundo globalizado, las operaciones financieras no están restringidas por fronteras nacionales.

Para abordar este desafío, es esencial el fomento de una mayor cooperación internacional entre reguladores, el desarrollo de marcos legislativos coherentes y adaptables, y garantizar, mediante una supervisión adecuada sobre entidades y productos financieros innovadores. Solo así se podrá mitigar el riesgo sistémico y promover un sistema financiero global más estable y resiliente.

Organismos como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial, que proporciona asistencia técnica y financiamiento para mejorar las capacidades regulatorias, están desempeñando desde hace mucho tiempo un papel activo en la promoción de políticas que apoyen un sistema financiero más robusto y resiliente.

Desde la crisis financiera global de 2007-2008, se han realizado esfuerzos significativos para mejorar la regulación y supervisión de los mercados financieros a nivel global. Instituciones como el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), el Banco de Pagos Internacionales (BIS) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) han desempeñado un papel crucial en la promoción de estándares de regulación comunes y en la facilitación del intercambio de información entre jurisdicciones.

Por ejemplo, el Grupo de Trabajo sobre Finanzas Sostenibles, establecido por el FSB, busca desarrollar recomendaciones sobre cómo integrar consideraciones climáticas en el sistema financiero. La colaboración entre reguladores es fundamental para crear un marco coherente que guíe las inversiones sostenibles.

Organismos como IOSCO, por su parte, han trabajado en conjunto con reguladores nacionales para desarrollar principios que guíen la regulación de activos digitales. Esto incluye compartir mejores prácticas y enfoques normativos para mitigar riesgos asociados con las criptomonedas.

Las plataformas como el Global Financial Innovation Network (GFIN) permiten a los reguladores compartir información sobre innovaciones financieras y coordinar pruebas piloto transfronterizas para nuevas tecnologías.

A nivel regional existen organizaciones que tratan de fomentar la colaboración transfronteriza entre las autoridades reguladoras y supervisoras y promover la adopción de los estándares internacionales y de las mejores prácticas en sus respectivas áreas geográficas de influencia.

A esta categoría pertenece el propio Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV), que celebra en estos días el vigésimo quinto aniversario de su fundación, y cuyo objetivo es facilitar la cooperación entre las entidades reguladoras y los participantes del mercado en los países iberoamericanos, fortaleciendo las capacidades técnicas y profesionales de los reguladores y otros actores del mercado y difundiendo estándares y buenas prácticas en la normativa y supervisión de los mercados de valores.

En todo caso, a pesar del progreso logrado, la cooperación internacional en materia de regulación y supervisión de los mercados de valores se sigue enfrentando a una serie de obstáculos muy relevantes. Las diferencias en marcos legislativos entre países pueden dificultar la implementación efectiva de estándares internacionales. A su vez, algunos países pueden ser reacios a ceder parte de su autoridad reguladora o adoptar normas internacionales debido a preocupaciones sobre su soberanía nacional. Otros países pueden resistirse a adoptar normativas internacionales debido a inquietudes sobre su impacto en el crecimiento económico local o la competitividad. Por otra parte, no todos los países tienen la capacidad institucional necesaria para implementar y hacer cumplir normativas complejas. Y todo ello en un contexto en el que la rápida evolución tecnológica presenta nuevos riesgos que requieren respuestas cada vez más ágiles y coordinadas por parte de las autoridades reguladoras y supervisoras.

VI. Operaciones Corporativas

Con el fin de responder a los profundos cambios acaecidos en el nuevo entorno global y mejorar la eficiencia, expandir su alcance, aumentar el valor de la empresa y hacerse más competitivas, las Bolsas de Valores, y también en parte los sistemas alternativos de negociación, se han visto abocados a acometer importantes operaciones corporativas de toda índole (i.e., estructurales, financieras y estratégicas) que han afectado a su organización, su valor y la percepción que tienen los inversores sobre estas entidades.

En el caso particular de las Bolsas, a pesar de las voces que advertían sobre el surgimiento de conflictos de interés (cuestionando la compatibilidad entre el ánimo de lucro de sus nuevos propietarios y las funciones públicas de vigilancia del mercado -que implica costes sustanciales y no reporta ingresos-; o el hecho de que las bolsas fueran rectoras de un mercado en el que participan como emisoras) con el cambio de siglo se produjo una ola generalizada de desmutualizaciones y privatizaciones. Las bolsas pasaron de ser entidades estatales o semi-estatales, o corporaciones en poder de sus miembros (e.g., en el caso de España, de los agentes de cambio y bolsa), hasta convertirse en empresas que cotizan en el propio mercado que rigen y gestionan.

La privatización y salida a bolsa han sido pasos cruciales para muchas bolsas alrededor del mundo que han transformado la forma en que operan estos mercados, permitiendo mejorar su funciona-

miento, atraer inversiones y adaptarse a un entorno financiero global cada vez más competitivo. Estos procesos han contribuido al desarrollo, modernización y eficiencia del sistema financiero internacional al fomentar la competencia, mejorar la eficiencia operativa y aumentar la confianza del inversor.

Además, han permitido a las bolsas captar capital adicional para invertir en tecnología e infraestructura. Y es que las bolsas deben adaptarse constantemente para competir no sólo entre sí, sino también con plataformas electrónicas emergentes y mercados y plataformas globales que ofrecen alternativas atractivas para los inversores.

Convertirse en empresas cotizadas las ha obligado a cumplir con regulaciones más estrictas, lo que aumenta la confianza del inversor tanto local como internacional. Las salidas a bolsa también han llevado a un mayor enfoque en la gobernanza corporativa y la responsabilidad ante los accionistas.

En las próximas líneas se ofrecen algunos casos significativos. Aun no tratándose de una lista completa, da una idea de hasta qué punto las privatizaciones y salidas a bolsa de las propias bolsas constituyó un fenómeno de magnitud global.

La primera Bolsa en convertirse en una empresa cotizada fue la Bolsa Australiana (ASX). Creada en 1987 mediante la fusión de las seis bolsas del país, fue establecida como una empresa pública hasta que en 1998 fue privatizada y, tras completar su oferta pública inicial (*Initial Public Offer*, IPO) en aquel octubre, sus acciones comenzaron a contratarse en su propio mercado.

La Bolsa de Nueva York (NYSE) fue una entidad privada desde su fundación oficial en 1817, pero en 2006 se convirtió en una empresa cotizada al fusionarse con la plataforma electrónica Archipelago Exchange.

NASDAQ fue fundada como una red electrónica para cotizar acciones en 1971. Originalmente era parte de la Asociación Nacional de Agentes de Bolsa (NASD). Se convirtió en una empresa pública en 2002. Desde entonces, ha crecido significativamente y ha adquirido otras plataformas y bolsas.

CBOE Global Markets (anteriormente Chicago Board Options Exchange), uno de los grupos más significativos del entorno bursátil mundial actual, nació como mercado de opciones y futuros, no como una bolsa tradicional, y se privatizó y salió a cotizar en 2010.

En Europa, la Bolsa de Londres (LSE) fue privatizada en 1986 durante un proceso conocido como “Big Bang”, que liberalizó el mercado financiero británico. La LSE se convirtió en una empresa cotizada en 2000. Euronext (ENX) fue creada en 2000 como resultado de la fusión entre las bolsas de Ámsterdam, Bruselas y París siendo desde un principio fue una empresa cotizada, con sede en Holanda. La Bolsa de Fráncfort (más adelante Deutsche Börse, DBAG o DB1) fue privatizada en 1993 y se convirtió en una empresa cotizada en 2001. Las bolsas españolas fueron desmutualizadas e integradas en el Grupo Bolsas y Mercados Españoles (BME) en 2002, que salió a Bolsa en 2006. La Bolsa de Copenhague fue privatizada también en el año 2000. La Bolsa de Oslo lo hizo un año más tarde, en 2001.

En Asia, la Bolsa de Tokio (TSE) fue nacionalizada después de la Segunda Guerra Mundial y operó como una entidad estatal hasta su privatización en 2001. En 2013, la TSE se fusionó con Osaka Securities Exchange y se convirtió en una empresa cotizada bajo el nombre Japan Exchange Group (JPX), cotizando sus acciones en la propia TSE. La Bolsa de Hong Kong (HKEX) ha sido una entidad privada desde su fundación, pero se transformó en una empresa cotizada tras su oferta pública de venta en 2000, creciendo hasta convertirse en un mercado de primer nivel mundial. Las bolsas de Shanghái (SSE) y Shenzhen (SZSE), sin embargo, mantienen inalterada su condición

de entidades no lucrativas bajo supervisión estatal desde la reapertura de la primera y la fundación de la segunda, ambas en 1990. La Bolsa Nacional de India (NSE) fue Fundada en 1992 como una plataforma electrónica para negociar acciones, estableciéndose como una entidad privada con el objetivo de salir a bolsa en un próximo futuro. La Bolsa de Singapur (SGX) fue conformada por la fusión entre la *Stock Exchange of Singapore* y la *Singapore International Monetary Exchange* en 1999. SGX se convirtió en una empresa cotizada en 2000. La Bolsa de Malasia fue privatizada en el año 2000. En 2005, salió a bolsa y ahora cotiza públicamente.

En África, la Bolsa de Johannesburgo (JSE) fue privatizada en 1996. En 2005 se transformó en una empresa cotizada y, desde entonces, ha crecido significativamente hasta convertirse en una de las principales bolsas de valores en África. La Bolsa de Egipto (EGX) fue reestructurada y privatizada en los años 90 como parte de un proceso más amplio de liberalización económica; aunque no ha realizado una oferta pública de venta inicial (IPO) formal como otras bolsas, la EGX opera como una entidad privada y ha atraído inversiones extranjeras significativas. La Bolsa de Nairobi fue establecida como una entidad privada en 1991; en 2014 realizó su oferta pública inicial y comenzó a cotizar sus acciones. La Bolsa de Casablanca (CSE) fue privatizada en 1993 y en 2016 se convirtió en una empresa cotizada al realizar su oferta pública inicial.

Uno de los efectos importantes de estas privatizaciones, desmutualizaciones y/o salidas a Bolsa fue que, en muchos casos, los bancos y las sociedades de valores, casas de Bolsa o *Broker-Dealers* (ya se ha comentado que la terminología es diversa), dejaron de tener interés económico directo en las Bolsas al salir de su accionariado. Ello cambió sustancialmente su actitud hacia estas últimas y favoreció el interés de los hasta entonces propietarios por otras alternativas para realizar sus operaciones de compra y venta de valores, llegando a promover la creación de sistemas alternativos de negociación de diversa índole o a aprovechar la opción de actuar como internalizadores sistemáticos. Algunas de estas entidades comenzaron a hacer un lobby en contra de las bolsas tradicionales (a las que llaman “*incumbents*”) que ha cosechado éxitos notables en algunas jurisdicciones.

• **Fusiones y adquisiciones Internacionales entre bolsas y Centros de Negociación alternativos**

La privatización y/o la conversión de las bolsas en empresas cotizadas facilitaron otras operaciones corporativas en el sector de los mercados de valores. Concretamente, en los últimos veinticinco años se ha asistido a un constante y variado proceso de fusiones y adquisiciones (M&A), impulsado por la globalización, la necesidad de mejorar la eficiencia, el avance de la tecnología, los constantes cambios de regulación, la competencia entre los diferentes centros de negociación y el creciente interés en mercados integrados y diversificados.

Estas operaciones permitieron que las bolsas expandieran su alcance, mejoraran su infraestructura y aumentaran su competitividad frente a sus pares, al tiempo que daban respuesta al surgimiento de los centros de negociación emergentes y, en particular, a las plataformas de negociación alternativas.

Las fusiones permitieron que las bolsas ampliaran su oferta de productos, abarcando no solo acciones, sino también renta fija, derivados y otros instrumentos financieros de nueva factura. Este tipo de consolidaciones no sólo han facilitado el acceso de los inversores a diferentes mercados, sino que también han permitido a las bolsas compartir conocimientos, tecnología y mejores prácticas.

Sin embargo, estas fusiones no están exentas de críticas. Los detractores advierten que la consolidación de las bolsas puede llevar a un menor nivel de competencia en los mercados, lo que podría resultar en mayores costos para los inversores y una reducción de la innovación. A pesar de ello, la

tendencia hacia la consolidación de las bolsas parece continuar, a medida que los mercados buscan mantenerse competitivos en un entorno cada vez más globalizado.

En el año 2000, y como respuesta a un proceso de integración -que finalmente resultó fallido- entre las bolsas de Londres y Alemania, la Bolsa de París, la Bolsa de Bruselas y la Bolsa de Ámsterdam se fusionaron para crear Euronext. Euronext se consolidó como una plataforma común de negociación y liquidación para estos mercados y, un año después, en 2001, se expandió al adquirir el mercado de derivados LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange).

En 2002, la propia Euronext absorbió a la Bolsa de Lisboa que pasó a conocerse como Euronext Lisboa desde entonces.

En el año 2003, la compañía OM AB, que ya era propietaria, entre otros mercados, de la Bolsa de Estocolmo, se fusionó con la Bolsa de Helsinki dando lugar a OMX Group. En 2004, OMX Group adquirió las bolsas bálticas de Tallín (Estonia), Riga (Letonia) y Vilna (Lituania) y en 2005 se hizo con la Bolsa de Copenhague.

En 2006, como ya se ha comentado, la Bolsa de Nueva York (NYSE) se fusionó con Archipelago Holdings, un operador de plataformas de negociación electrónicas. La entidad fusionada pasó a llamarse NYSE Group, Inc. y comenzó a cotizar en la propia Bolsa de Nueva York.

En 2007, el NASDAQ adquirió OMX Group. Esta operación dio lugar al NASDAQ OMX Group, que ofrecía servicios de negociación y tecnología financiera a nivel internacional. La adquisición ayudó a consolidar la posición del NASDAQ en Europa y a diversificar sus servicios.

Ese mismo año, el Grupo de la Bolsa de Nueva York absorbió Euronext, creando el Grupo NYSE Euronext. Esta fue la primera fusión transatlántica de bolsas de valores y resultó en la creación de una de las mayores bolsas del mundo, con operaciones tanto en EE.UU. como en Europa. La nueva entidad ofrecía negociación global y diversificada, abarcando tanto valores de renta variable como derivados. Ahora bien, esta fusión perjudicó notablemente al mercado de valores francés y a las ambiciones de Francia por hacer de París una de las plazas financieras más importantes del mundo. La toma de decisiones y la fuerza institucional se trasladaron por completo a Nueva York. Fueron muchos los que consideraron esta transacción un error incomprensible por parte de Euronext, que hasta entonces venía consolidándose como el primer mercado paneuropeo. Cosas del destino, la adquisición posterior de NYSE Euronext por la Intercontinental Exchange obligaría a ésta, por orden de las autoridades de la competencia, a desprenderse de Euronext dando a la Bolsa liderada por París una segunda oportunidad que bien supo aprovechar.

También en 2007, la Bolsa de Londres (LSE) adquirió *Borsa Italiana*, la bolsa de valores del *Bel Paese*. Esta operación creó uno de los grupos bursátiles más grandes de Europa y amplió la oferta de servicios de la LSE al incluir productos financieros como derivados y productos de renta fija. La adquisición fortaleció la posición de la LSE en Europa.

Aunque no se trata de una fusión internacional, dada su trascendencia merece la pena hacer referencia a tres fusiones que tuvieron lugar entre los años 2007 y 2008:

Chicago Mercantile Exchange y Chicago Board of Trade (CBOT), dos de las bolsas de futuros y opciones más importantes de EE.UU., se fusionaron en 2007, dando lugar al CME Group, que se consolidó como uno de los operadores de derivados financieros más grandes del mundo, si no el más grande.

Si bien la fusión no se completó hasta 2013, en 2007 se dieron también los primeros pasos para fusionar la Bolsa de Tokio (TSE) y la de Osaka (OSE). La operación buscaba consolidar el mercado japonés y aumentar la competitividad del país en el ámbito internacional. Al completarse, la entidad fusionada se convirtió en el Japan Exchange Group.

Otra fusión doméstica significativa fue la de la Bolsa de Toronto y la Bolsa de Valores de Montreal en 2008, creando el Grupo TMX, que integra múltiples mercados de capitales en Canadá. Esta consolidación no solo mejoró la eficiencia operativa, sino que también aumentó la capacidad de las empresas canadienses para acceder a capital, al proporcionar una plataforma unificada para el trading de acciones y derivados.

En 2012, la Bolsa de Hong Kong (HKEX) adquirió la London Metal Exchange (LME) en 2012 y, con ello, logró hacerse con el 80% del comercio mundial de metales, controlando la formación de los precios del cobre, del aluminio y del níquel.

También en 2012, Deutsche Börse se hizo con el 100% de Eurex, Bolsa de productos derivados que había resultado de la integración de la alemana DTB (Deutsche Terminbörse) con la suiza el SOFFEX (Swiss Options and Financial Futures Exchange) en 1998, y de la que cada accionista poseía el 50%. Comprando la participación de SIX Group, la bolsa alemana logró consolidar su control sobre esta plataforma estratégica, una de las más grandes del mundo.

En 2013 el Grupo Intercontinental Exchange (ICE) adquirió NYSE Euronext. Esta fusión fortaleció la posición de ICE como uno de los principales operadores globales en el ámbito financiero.

En 2014, Euronext salió a Bolsa después de volver a ser independiente una vez que Intercontinental Exchange (ICE) se desprendió de ella tras la adquisición de NYSE Euronext obligada por las autoridades de la competencia.

En 2016, Deutsche Börse intentó fusionarse con el Grupo LSE (recuérdese, propietario de la Bolsa de Londres); sin embargo, la fusión fue finalmente cancelada debido a preocupaciones de las autoridades de la Unión Europea en materia de competencia.

En 2017, CBOE adquirió BATS Global Markets, que previamente ya había comprado Turquoise (en 2010) y Chi-X (en 2011), y que en 2013 se había fusionado con Direct Edge creando uno de los operadores de mercados de valores más grandes en EE.UU. y fortaleciendo su presencia en Europa. Esta operación permitió a CBOE expandir su presencia en el mercado europeo, convirtiéndose en uno de los principales actores bajo la denominación CBOE Europe, así como diversificar sus operaciones más allá del comercio de opciones.

En el año 2019, Euronext adquirió Oslo Børs, la bolsa noruega, lo que amplió aún más la presencia geográfica de Euronext en el norte de Europa.

Ese mismo año de 2019 Equiduct fue adquirido por CBOE Global Markets, que continuabas con su expansión global.

En julio de 2020, Refinitiv anunció la adquisición de Turquoise, que había sido parte del portafolio de CBOE Global Markets tras su compra en 2017.

En 2021 Refinitiv fue comprado por el Grupo de la Bolsa de Londres (LSEG). Refinitiv es una empresa global de datos y análisis financieros que se formó como resultado de la adquisición de Thomson Reuters Financial & Risk por parte de un consorcio liderado por Blackstone en 2018. Aunque no es

una MTF *per se*, la fusión con Refinitiv amplió las capacidades del LSEG en términos de datos y tecnología financiera, beneficiando indirectamente a sus plataformas de negociación.

A su vez, entre 2020 y 2021 Euronext se hizo con Borsa Italiana, de la que se tenía que desprender el Grupo de la Bolsa de Londres (LSEG) como condición para obtener la aprobación de las autoridades europeas para fusionarse con Refinitiv.

En este mismo mes de noviembre de 2024, Six Group ha anunciado una OPA amistosa sobre Aquis, que ha crecido significativamente desde su lanzamiento en 2013 y ha realizado varias transformaciones estratégicas para adaptarse a las regulaciones y mejorar su modelo comercial basado en suscripción.

VII. Paisaje Bursátil Iberoamericano

En Argentina, el principal mercado bursátil es, actualmente, Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA), establecido en 2017 como resultado de la reorganización de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) y el Mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL), consolidando sus operaciones para ofrecer una plataforma unificada y más eficiente. BYMA cotiza en su propia Bolsa. Ningún accionista puede poseer más del 20% del capital social de la empresa.

Además de BYMA, existen otras instituciones y mercados especializados en el país, como el MAE (Mercado Abierto Electrónico), especializado en la negociación de títulos públicos, instrumentos financieros y divisas; ROFEX (Mercado a Término de Rosario), enfocado a futuros y opciones, principalmente de productos agrícolas y financieros; o el MATBA (Mercado a Término de Buenos Aires), en el que se negocian futuros agrícolas, especialmente para productos como trigo, maíz y soja. En 2019, ROFEX y MATBA se fusionaron para formar MATBA-ROFEX, un mercado unificado que combina la fortaleza de ambos en derivados y productos agrícolas.

Por otra parte, en Argentina persisten algunas bolsas históricas de carácter regional, como la de Mendoza, Rosario, Córdoba o la de la provincia del Chaco sin que se hayan producido movimientos corporativos significativos entre ellas.

En Bolivia, la BBV (Bolsa Boliviana de Valores) fue fundada en 1989 como parte del desarrollo del sistema financiero nacional, pero no ha experimentado un proceso de privatización ni salidas a bolsa como en otros países de la región. Su creación respondió a la necesidad de consolidar un mercado de capitales que promoviera la democratización del capital y el financiamiento tanto público como privado. Durante los años 90, la BBV jugó un papel importante en el apoyo al proceso de privatización de empresas estatales en Bolivia, actuando como un mecanismo transparente para transferir bienes estatales al sector privado.

En Brasil, B3 (Brasil Bolsa Balcão), creada en 2017 como resultado de la fusión entre BM&FBovespa (fruto, a su vez, de la integración de la Bolsa de Valores de São Paulo -Bovespa- con la Bolsa de Mercaderías & Futuros -BM&F- en 2008) y Cetip (la mayor empresa de liquidación y custodia de valores en Brasil) salió a bolsa en diciembre de ese mismo año bajo el símbolo "B3SA3". Este movimiento fue parte de un esfuerzo por aumentar su capital y mejorar su infraestructura tecnológica y consolidó a Brasil como el mercado más grande y sofisticado de América Latina, y un actor importante en el mercado financiero global.

B3 ha buscado expandir su presencia en Iberoamérica mediante asociaciones y adquisiciones de participaciones significativas estratégicas en otros mercados latinoamericanos como, por ejemplo, el mexicano, el colombiano o el chileno.

En Chile, La BCS (Bolsa de Comercio de Santiago), fundada en 1893, es la principal institución bursátil del país. Tradicionalmente operaba bajo un modelo mutual, donde los corredores eran los propietarios. Sin embargo, en 2017, llevó a cabo un proceso de desmutualización, convirtiendo a los corredores en accionistas independientes, lo que marcó un cambio significativo en su modelo de gobernanza. Actualmente, está inmersa en un proceso de integración regional con las bolsas de Colombia y Perú, a través de la iniciativa MILA (Mercado Integrado Latinoamericano), que ha dado lugar a NUAM Exchange, tal y como se comentará más adelante.

Además de la Bolsa de Santiago, que acapara más el 90% del volumen de contratación, existe la Bolsa Electrónica de Chile (BEC), establecida en 1989 y que fue la primera bolsa electrónica en el país. Por su parte, la Bolsa de Valparaíso, fundada en 1892 y que era la bolsa más antigua de Chile, de estructura mutual, cerró sus puertas el 8 de octubre de 2018.

En Colombia, la BVC (Bolsa de Valores de Colombia) fue creada como una entidad privada en 2001 tras la fusión de las bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente. En 2010, la BVC realizó su oferta pública inicial y comenzaron a cotizar sus acciones. En 2017, la BVC y Deceval (Depósito Centralizado de Valores) acordaron su integración para consolidar servicios de negociación y liquidación de valores bajo un único operador, al objeto de fortalecer el mercado financiero colombiano y prepararse para una posible consolidación regional más amplia. En este sentido, como ya se ha adelantado, BVC está inmersa en un proceso de integración regional con las bolsas de Chile y Perú, a través de la iniciativa MILA.

En Costa Rica, el mercado de valores está centralizado en la BNV (Bolsa Nacional de Valores), fundada en 1976. Es una institución privada y desmutualizada. Sus acciones están distribuidas entre sus miembros, bancos y otras entidades financieras.

El mercado costarricense se caracteriza por un enfoque muy especialmente dirigido hacia la sostenibilidad, destacando proyectos de energía renovable y tecnologías innovadoras. La BNV promueve la inclusión de estándares ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en las inversiones, alineándose con las tendencias internacionales ya señaladas. La BNV participa activamente en iniciativas de integración regional, como la Asociación de Mercados de Capitales de las Américas (AMERCA) que se comentará más adelante.

En Ecuador, el mercado de valores está compuesto por dos bolsas principales: la Bolsa de Valores de Quito (BVQ), y la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG), ambas fundadas en 1969. A diferencia de otros países, estas bolsas no se convirtieron en entidades de capital abierto, sino que son instituciones de carácter privado, con estructura corporativa de sociedades anónimas, pero con un enfoque no lucrativo. Desde hace años, su autoridad supervisora viene impulsando la integración de ambos mercados, sin que se haya terminado de producir hasta la fecha.

En El Salvador, la BVES (Bolsa de Valores de El Salvador) inició operaciones el 27 de abril de 1992, habiendo sido fundada como una institución privada por iniciativa de inversores locales con el objetivo de crear un mercado organizado de capitales en el país. Esta entidad no fue, pues, producto de un proceso de privatización, ya que surgió directamente del sector privado. La Bolsa de Valores no tiene accionistas de referencia, ya que, de acuerdo con la ley que la regula, ningún accionista de una bolsa de valores puede poseer más del 0,5% del total de las acciones, las cuales tienen igual valor nominal y pertenecen a una misma serie.

A partir de 2001, en BVES comenzaron a inscribirse productos extranjeros, creando un supermercado financiero de vocación internacional para los inversores locales. La BVES es otra de las bolsas participante en el ya aludido proyecto AMERCA.

En España, en diciembre de 2019 el grupo suizo SIX Group lanzó una OPA sobre Bolsas y Mercados Españoles (BME). Desde el punto de vista de los intereses de España como país, y de la industria de valores española, esta operación careció por completo de sentido. El tiempo ha venido demostrando que esta absorción ha perjudicado a BME como entidad, y al mercado de valores español que, cada día, es más irrelevante en la escena internacional. No parece que el grupo suizo tenga muchas razones para sentirse satisfecho con la compra tampoco. Pagó un precio exorbitante (ya ha tenido que reconocer en sus libros contables un deterioro del valor (*impairment*) de 315 millones de euros y es previsible que tendrá que hacerlo de nuevo en un futuro próximo).

Es cierto que SIX, al menos, ha adquirido una licencia de bolsa en la Unión Europea (Suiza no goza de “reconocimiento de equivalencia” bajo MiFID II - MiFIR) y la posibilidad de contratar personal técnico bien formado a un coste muy inferior al que implicaría hacerlo en la Confederación Helvética. Pero había muchas maneras más eficientes de lograr estos objetivos.

En todo caso, y en lo que aquí interesa, todo indica que la bolsa española, que un día llegó a contar-se entre las diez más importantes del mundo, no afronta un futuro nada prometedor. Recientemente se ha publicado que BME habría dejado de ser la bolsa más significativa en términos de liquidez para valores españoles por primera vez en la historia de las Bolsas de este país. Ojalá que, como ocurrió con Euronext, el destino reserve a BME una segunda oportunidad.

En Guatemala, la BVN (Bolsa de Valores Nacional) fue fundada en 1987. Es una sociedad anónima con más de 45 accionistas, de los cuales 16 son corredores de Bolsa. En sus primeros años, la BVN se enfrentó a desafíos como la falta de liquidez y un número muy escaso de emisores. Sin embargo, en los últimos años se han implementado reformas que promovieron la participación del sector privado y la BVN ha modernizado sus sistemas tecnológicos y operativos para facilitar la negociación electrónica y mejorar la transparencia del mercado. Actualmente, la BVN es un mercado activo y está experimentando un crecimiento en el número de emisores y en el volumen negociado.

En Honduras, la actividad bursátil se inicia en el año 1990 con la creación de la Bolsa Hondureña de Valores con sede en la ciudad de San Pedro Sula. En 1993 le seguiría la puesta en marcha de Bolsa Centroamericana de Valores (BCV) con sede en Tegucigalpa.

En los primeros cinco años de operación de la Bolsa Centroamericana de Valores se logró impulsar un crecimiento importante en el volumen transado. Sin embargo, la mayoría de esta actividad consistió en transacciones de corto plazo con instrumentos de renta fija privados.

La devastación causada por el huracán Mitch en octubre de 1998, llevó a una recesión económica que afectó tanto al Sistema Financiero Nacional como al incipiente Sistema Bursátil. A raíz de esta crisis, la Bolsa Hondureña de Valores dejó de operar en el año 2004, quedando únicamente la Bolsa Centroamericana de Valores como institución autorizada para operar como Bolsa de Valores.

BCV es una sociedad anónima de carácter comercial que cuenta con 21 accionistas. A partir de 2010 se comenzó a observar una mejoría en el nivel de operaciones. En 2012 se completó la instalación de un sistema electrónico de contratación.

En México, el Grupo Bolsa Mexicana de Valores (BMV) fue privatizado en 1999 como parte de un proceso más amplio de liberalización económica. En el año 2008, BMV concluyó su proceso de desmutualización y realizó su oferta pública inicial, transformándose en empresa cotizada. El Grupo BMV se conforma por empresas que, en conjunto, abarcan toda la cadena de valor: bolsa de valores, mercado de productos derivados, una empresa de corretaje de valores y derivados OTC, el depósito central de valores en México, una cámara de compensación de valores y otra de derivados, así como una empresa de valoración de precios y servicios de administración de riesgos.

En el año 2018, la Bolsa Institucional de Valores, conocida como BIVA, inició oficialmente su andadura al hilo de una legislación que promovía la competencia entre centros de negociación. BIVA está tratando de atraer emisoras que, de otro modo, no habrían considerado salir a Bolsa. Su importancia en términos de volumen de transacciones es relativa.

En Nicaragua, la Bolsa de Valores de Nicaragua (BVN), fruto de una iniciativa del sector privado nicaragüense, fue fundada en el marco de un proceso de liberalización de mercados emprendido en la década de los noventa tras años de conflicto civil. Las primeras operaciones bursátiles de la historia de Nicaragua se llevaron a cabo el 31 de enero de 1994. La Bolsa de Valores de Nicaragua es el único mercado organizado de valores que existe en el país. Esta institución es una sociedad anónima, de carácter privado, que cuenta entre sus accionistas a la mayoría de los bancos privados y estatales, así como a grupos empresariales representativos de diferentes sectores de la economía del país. En la BVN se negocian instrumentos financieros de renta fija con altos rendimientos en dólares y en moneda local indexada al dólar. No hay ningún tipo de restricción sobre entradas y salidas a flujos de capital extranjeros.

En Panamá, la Bolsa de Valores de Panamá (BVP), fundada en 1990, fue transformada en 2009 con la creación de Latinex Holdings como su sociedad controladora, lo que consolidó sus operaciones con la Central Latinoamericana de Valores (Latinclear). En 2011, Latinex Holdings realizó una oferta pública inicial al listar sus acciones en la misma bolsa que controla, convirtiéndose en una entidad con ánimo de lucro. En 2021, la BVP cambió su nombre a Bolsa Latinoamericana de Valores (Latinex) como parte de una estrategia de reposicionamiento para fortalecer sus roles como *hub* regional y centro financiero internacional.

En el caso de Paraguay, la Bolsa de Valores y Productos de Asunción (BVPASA), creada en 1993, opera como una sociedad anónima con las casas de bolsa como accionistas. No se ha registrado un proceso de desmutualización. La bolsa fue establecida para fortalecer el mercado de capitales y ha pasado por diversas mejoras, como la implementación de un sistema electrónico de negociación en 2010 y la desmaterialización de títulos físicos.

En Perú, la Bolsa de Valores de Lima (BVL) se transformó en una entidad privada durante los años 90. Aunque no ha realizado una IPO formal como otras bolsas, ha pasado por importantes transformaciones corporativas. En 2019, BVL adquirió una participación mayoritaria en Cavali, el depósito central de valores de Perú. Esta operación fue dirigida a fortalecer la infraestructura del mercado y aumentar su competitividad dentro del proyecto MILA, en el que también participa. Más recientemente, en julio de 2021, La Bolsa de Valores de Lima se convirtió en un holding empresarial, ahora denominado Grupo BVL S.A.A.

En Portugal el paisaje bursátil quedó indeleblemente asociado a Euronext desde que, en el año 2002, este Grupo bursátil paneuropeo absorbió a la Bolsa de Lisboa que, desde entonces, pasó a conocerse como Euronext Lisboa. No faltaron voces críticas que describieron esta operación como “el abrazo del oso” para el mercado de valores lusitano. En todo caso, ha de reconocerse que, a la sazón, el futuro de un mercado de valores portugués independiente no se presentaba muy halagüeño.

En la República Dominicana, la Bolsa de Valores y Mercados de la República Dominicana (BVRD) fue establecida oficialmente en 1988 bajo el nombre de Bolsa de Valores de Santo Domingo. Posteriormente, en 1997, cambió su nombre al actual para reflejar un ámbito nacional. Desde su creación, ha operado como una entidad sin fines de lucro, aunque con el objetivo de fomentar la inversión y la transparencia en el mercado de valores. No se ha producido una privatización formal ni una salida a bolsa de la BVRD.

En Uruguay, la Bolsa de Valores de Montevideo tiene su origen en el siglo XIX, cuando se crearon la “Sociedad Bolsa Montevideana” y la Comisión Interna de Corredores, en 1867, que regulaba la actividad de los mismos. En 1921 la Comisión de Corredores pasó a constituirse como asociación civil sin fines de lucro, la cual funcionó como ámbito de transacciones bursátiles y como entidad gremial de los corredores. En 1952 esta comisión pasó a llamarse “Bolsa de Valores”. En 1997 la Bolsa de Valores se separó de la Bolsa de Comercio y en 2004 adoptó la denominación actual de “Bolsa de Valores de Montevideo” (BVM).

En la BVM pueden realizar operaciones tanto los Corredores de Bolsa como los Socios Especiales. Para ser Corredor de Bolsa es necesario ser socio de la BVM y cumplir con los requisitos que determina la legislación uruguaya y la normativa del Banco Central del Uruguay. Los Socios Especiales son instituciones habilitadas a operar que no tienen la calidad de socios de la BVM. Pueden ser Socios Especiales los bancos, las administradoras de fondos de pensión, las instituciones de seguridad social y las compañías de seguros.

- **Los Proyectos AMERCA y MILA**

Son las iniciativas internacionales de integración más significativas que se han proyectado entre las bolsas de valores de América Latina en las últimas dos décadas, impulsadas con el objetivo de fortalecer el mercado financiero de la región, mejorar la eficiencia operativa, aumentar la liquidez y competitividad y situarse en el mapa mundial de flujos de capital para atraer inversiones extranjeras.

- La Alianza de Mercados Centroamericanos (AMERCA)

El Proyecto AMERCA aspira a la integración de las bolsas de valores de Centroamérica y el Caribe de tal manera que funcionen como un solo mercado. Su objetivo, por tanto, es crear un mecanismo que permita la negociación transfronteriza de valores (instrumentos de deuda, acciones y otros valores típicos de las bolsas locales), mejorando la liquidez gracias a la interacción de todos los inversores de la Región y atrayendo a inversores internacionales al ofrecer un mercado más amplio y diversificado, reduciendo los costes de transacción y mejorando la eficiencia del mercado. Originariamente fue impulsado, en el año 2007, por la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica, la Bolsa de Valores de El Salvador y la Bolsa de Valores de Panamá (hoy, Latinex). Después se sumaría la Bolsa de Valores de Nicaragua. Esta iniciativa fue respaldada por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

La idea es que, aunque cada Bolsa mantiene su autonomía, AMERCA permite que los valores emitidos en un país puedan ser negociados por intermediarios de los otros países miembros, gracias acuerdos de interconexión tecnológica y armonización legal.

Panamá fue el primer país en estar listo para avanzar en esta alianza, a través de la incorporación de la figura de “Operador Remoto” en su marco legal. El Salvador incorporó la misma figura bajo la denominación de “Intermediario Bursátil Extranjero”.

La iniciativa arrancó con la firma del Convenio entre Bolsas de Valores, Sociedades depositarias y Superintendencias de ambos países en septiembre de 2015. El 19 de mayo de 2017, se celebró una inauguración oficial, realizándose una primera operación transfronteriza.

Desde entonces, es innegable que ha habido esfuerzos para establecer un marco jurídico común y mejorar la infraestructura tecnológica que permita la interoperabilidad entre las diferentes bolsas de valores de la región. Sin embargo, uno de los principales obstáculos ha sido precisamente la diversidad de las regulaciones y normativas entre los países participantes que dificultan una integración completa.

- MILA (Mercado Integrado Latinoamericano)

El MILA ha sido una iniciativa promovida desde 2011 por las bolsas de valores de Chile, Colombia y Perú, con la posterior incorporación de México en 2014. Aunque en principio no planteaba una fusión formal de las bolsas, el MILA persigue que las acciones admitidas a cotización en estos mercados puedan ser negociadas de manera cruzada, creando una especie de “mercado consolidado”.

Entre sus objetivos destacan claramente poner a sus integrantes en el mapa de los mercados internacionales de relevancia, aumentando su competitividad frente a mercados más grandes, como Brasil, a la hora de atraer a inversores internacionales. MILA pretende facilitar los movimientos transfronterizos de capital, aumentando con ello la liquidez, y ofrecer a los inversores acceso a una mayor variedad de instrumentos financieros en la Región.

Una vez más, entre los principales obstáculos están las diferencias normativas y fiscales entre los países participantes, que hasta ahora han acabado por frenar los proyectos de esta naturaleza en América Latina.

En el último año el proyecto MILA ha sido reformulado por sus promotores, dando lugar a Nuam Exchange, que evoluciona y expande el planteamiento primigenio del mercado integrado latinoamericano. Como su predecesor, NUAM Exchange es concebida como una respuesta a la necesidad de mayor integración y colaboración entre los mercados de capitales en América Latina. La idea subyacente sigue siendo integrar eficientemente las plataformas tecnológicas y operativas de las diferentes bolsas participantes, lo que implica introducir mejoras en la infraestructura tecnológica para facilitar el *trading* transfronterizo. La iniciativa pone énfasis en la Innovación: La plataforma puede incluir nuevas tecnologías financieras (*fintech*) y productos de vanguardia que respondan a las necesidades cambiantes del mercado y de sus participantes.

NUAM aspira a superar algunas limitaciones iniciales del MILA, como la falta de interoperabilidad total entre las plataformas y las diferencias de regulación. En último término, NUAM aspira a involucrar, no sólo a las bolsas del MILA, sino también a otras bolsas y mercados en América Latina, ampliando así su alcance e impacto.

Desde el punto de vista de su estructura corporativa, a día de hoy NUAM ya es la holding regional que integra las Bolsas de Santiago, Colombia y Lima en un único Grupo empresarial. Como en su propio sitio web destaca, en su primer año de vida NUAM ha consolidado una estructura de grupo robusta, conformada por dieciocho negocios que brindan servicios de negociación, compensación y liquidación; además de una amplia oferta en información, educación y otros servicios de valor añadido. La Holding cuenta con más de un millar de accionistas y cotiza en la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS), la Bolsa de Valores de Colombia (bvc) y la Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Hasta el momento presente, NUAM ha forjado alianzas con Nasdaq, para desarrollar una nueva plataforma de mercado en América Latina; con MSCI, para crear índice regional; con Devexperts, para disponer de una única pantalla de negociación e impulsar la experiencia de los clientes; y con Equinix, para habilitar un nuevo *DataCenter* financiero en Chile, Perú y Colombia.

• Comentario Resumen y Prospectiva

En resumen, las últimas dos décadas y media han sido testigos de una transformación profunda en las bolsas de valores de Iberoamérica. Desde la digitalización hasta la integración regional y la diversificación de productos financieros (ETFs, derivados, bonos verdes, criptomonedas y un largo etcétera), estos mercados han evolucionado significativamente.

En Europa, la pérdida de independencia de los mercados español y portugués dejan el futuro en manos de agentes externos que, muy probablemente, diseñarán sus estrategias y tomarán sus decisiones sin dar demasiada prioridad a los intereses de los sistemas financieros de ambos países, consecuencia natural de la cesión de soberanía.

En América Latina, los mercados de valores se enfrentan a desafíos normativos, de supervisión y económicos que deben ser abordados para garantizar un crecimiento sostenible a largo plazo. La tentación de algunos países de pensar que las tendencias internacionales no van con ellos puede dar al traste con el objetivo de estructurar mercados que promuevan el desarrollo de sus economías. La adopción de estándares internacionales resulta imperativa. Cualquier otra cosa no deja de ser la “táctica del avestruz”.

Las iniciativas de integración son absolutamente plausibles, pero corren el riesgo de convertirse en un lugar común, políticamente correcto. Téngase en cuenta que en Latinoamérica lleva hablándose de integración de las bolsas desde el viejo proyecto BELA, de allá por el año 1988, sin que hasta ahora haya terminado de cuajar ninguna consolidación real. AMERCA y, sobre todo, NUAM parecen haber aprendido lecciones del pasado. Ya se verá.

Por lo demás, hay algunas razones que animan al optimismo: por ejemplo, a medida que los grandes mercados emergentes como “los BRICS” (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica) sigan captando la atención de los grandes actores mundiales, es probable que veamos un aumento adicional del interés por más mercados de América Latina por parte de inversores internacionales en su búsqueda de diversificación geográfica en sus carteras. Las bolsas de valores de la Región tendrán que estar a la altura.

VIII. Consideraciones Finales

• ¿Hacia una Era post-Globalización?

Como reza el refranero popular “*no se le pueden poner puertas al campo*”. La Globalización es un proceso inexorable y no reconocer este hecho no es un buen comienzo a la hora de definir estrategias. Ahora bien, la realidad circundante abunda en síntomas, reacciones, movimientos y políticas que invitan a pensar que la Globalización sin matices tampoco es un *sacrosanctum phaenomenon* y, por ende, un hecho incontestable ante el que sólo cabría someterse.

Las tensiones geopolíticas y comerciales, y las siempre presentes tentaciones proteccionistas podrían estar abonando el terreno para reconsiderar el enfoque con respecto a la Globalización.

Varios países y regiones están adoptando medidas en respuesta a percepciones negativas de la globalización y sus efectos. Estas medidas, según el discurso político que las acompaña, van dirigidas a proteger las economías locales, responder a preocupaciones sobre la soberanía nacional y abordar las desigualdades habida cuenta que, a pesar del crecimiento macroeconómico, muchas personas sienten que no se han beneficiado equitativamente del progreso global, hecho que deviene en descontento social y político.

El aumento del nacionalismo, resurgente en varios países y regiones, ha llevado a políticas más proteccionistas y a una mayor retórica “anti-globalización”. Hasta en el marketing las campañas que alientan a los consumidores a comprar productos nacionales en lugar de importados están ganando popularidad y obteniendo resultados comerciales nada desdeñables.

En un plano más concreto, muchos países están implementando aranceles más altos y restricciones comerciales sobre productos importados para proteger sus industrias locales. Esto se observa claramente en las tensiones comerciales entre grandes economías como Estados Unidos y China o en los recientemente aprobados gravámenes de importación de coches eléctricos chinos en la Unión Europea.

Algunos gobiernos han establecido límites en la cantidad de ciertos productos que pueden ser importados, con el fin de proteger a los productores nacionales o están ofreciendo incentivos fiscales o subsidios a empresas que produzcan localmente en lugar de depender de importaciones.

Ciertos países han comenzado a implementar restricciones sobre inversiones extranjeras en sectores estratégicos como tecnología, infraestructura y recursos naturales para proteger su soberanía económica y se están estableciendo mecanismos para supervisar fusiones y adquisiciones que involucren empresas extranjeras, especialmente en sectores considerados críticos para la seguridad nacional.

Algunos gobiernos están adoptando políticas que priorizan prácticas sostenibles sobre el crecimiento económico rápido impulsado por la globalización, y están denostando modelos económicos basados en el consumo masivo y el transporte internacional. Esto incluye regulaciones ambientales que afectan tanto a empresas locales como extranjeras.

Con el aumento del comercio digital, muchos países están implementando regulaciones más estrictas sobre cómo se manejan los datos personales y empresariales (e.g., el Reglamento General de Protección de Datos (GDPR) en la Unión Europea), buscando proteger su soberanía digital y enarbolando la bandera de la defensa de la privacidad.

Un fenómeno reseñable es el creciente interés en la producción local y regional y el abastecimiento interno, como resultado de las interrupciones de la cadena de suministro acontecidas durante la pandemia de COVID-19. Las empresas están comenzando a buscar fuentes de aprovisionamiento más cercanas y a diversificar proveedores y, con el asenso -cuando no con el apoyo explícito- de sus autoridades gubernamentales, empiezan a considerar seriamente la reubicación de la producción a nivel local, lo que podría afectar a las dinámicas de inversión y al comercio internacional al priorizar la autosuficiencia sobre la interdependencia.

En otro orden de cosas, muchos países están optando por establecer tratados comerciales regionales que priorizan relaciones más estrechas con naciones vecinas en lugar de acuerdos comerciales globales más amplios. El Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá (T-MEC) o el Tratado Integral y Progresista para la Asociación Transpacífico (CPTPP) son ejemplos actuales.

A pesar de todo lo anterior, es muy difícil creer que todo este tipo de medidas, y muchas otras en el mismo sentido que se podrían señalar, vayan a detener, o siquiera a ralentizar, la Globalización. Lo que sí parece probable es que en un futuro próximo se la empiece a hacer pasar por un tamiz algo más tupido de racionalidad y mesura y, por decirlo de alguna manera, hasta de humanización.

Citando a Oscar Wilde, *“El descontento es el primer paso en el progreso de un hombre o una nación”*.

- **Breve Recapitulación**

El presente artículo ha sido elaborado con motivo de la celebración del vigésimo quinto aniversario del Instituto Español del Mercado de Valores IIMV y, consecuentemente, ha tratado de brindar una visión retrospectiva de los mercados de instrumentos financieros.

A lo largo de las páginas precedentes, se ha explorado el cambio de paradigma en los mercados bursátiles en los últimos 25 años, analizando cómo la tecnología, la globalización y la regulación han transformado el panorama financiero. Desde la digitalización de las operaciones hasta la aparición de nuevos productos y estrategias de inversión, estos cambios han facilitado un acceso más amplio a los mercados de valores. La evolución de las plataformas de *trading* ha permitido que un número cada vez mayor de inversores minoristas disponga de herramientas y recursos que antes estaban reservados para las instituciones financieras. Además, se ha señalado cómo el uso del Big Data y la inteligencia artificial están revolucionando la toma de decisiones en el ámbito de las inversiones. Los cambios normativos han buscado adaptarse a estas nuevas realidades, enfatizando la transparencia y la protección del inversor, como lo demuestra la regulación de criptomonedas y la creación de normativas que fomentan la sostenibilidad en las inversiones. Por otro lado, se han repasado los mercados emergentes, en particular los iberoamericanos, así como los desafíos que la volatilidad y los riesgos geopolíticos representan para el *trading* global en un mundo estrechamente interconectado.

Ahora bien, desde la confianza y el deseo de que el Instituto siga desempeñando su encomiable labor en, al menos, los próximos 25 años, seguidamente se ofrecen algunos comentarios sobre el futuro con la idea de concluir el trabajo con un “punto y seguido”.

- **Desafíos Futuros para los Mercados Bursátiles**

Mirando, pues, hacia adelante, parece evidente que el mercado de valores seguirá evolucionando, probablemente más deprisa aún, en respuesta a una variedad de factores, incluidos los avances tecnológicos, las demandas de los inversores, las nuevas legislaciones, el interés por la sostenibilidad y los cambios de toda índole en el entorno global.

La digitalización y la automatización continuarán siendo un motor crucial. La inteligencia artificial y el aprendizaje automático revolucionarán el análisis y la gestión de inversiones, permitiendo predicciones más precisas y decisiones más informadas. El acceso a los mercados será cada vez más universal. Las plataformas digitales permitirán a cualquier persona participar en inversiones, mientras que las aplicaciones impulsadas por IA ofrecerán asesoramiento personalizado. Sin embargo, esto también planteará desafíos relacionados con la sobreexposición de los inversores minoristas a riesgos financieros.

Por otra parte, el uso de tecnologías de registro distribuido y de contratos inteligentes podría aumentar la transparencia y reducir los costes operativos, permitiendo transacciones rápidas y seguras. Las bolsas descentralizadas podrían emerger como alternativas, dando más protagonismo a los inversores minoristas. A su vez, a medida que más empresas e instituciones acepten criptomonedas como forma legítima de pago e inversión, es probable que veamos una mayor integración de los nuevos mercados con el sistema financiero tradicional.

A medida que la globalización financiera siga avanzando, los gobiernos y organismos internacionales deberán reforzar la regulación para evitar crisis financieras. Las normativas sobre criptoactivos, mercados descentralizados y ciberseguridad serán prioritarias. Además, se espera un equilibrio entre fomentar la innovación y garantizar la estabilidad económica. La naturaleza interconectada de los mercados financieros exigirá una cooperación internacional todavía más fuerte. Los reguladores de diferentes países deben trabajar juntos para abordar los desafíos globales.

Las instituciones financieras deberán continuar invirtiendo en medidas de ciberseguridad para protegerse contra amenazas cibernéticas. La colaboración entre el sector público y privado en el desarrollo de estándares y protocolos de seguridad será crucial.

Por otra parte, la creciente preocupación por la sostenibilidad y la responsabilidad social también dará forma al futuro de la inversión. Los inversores están cada vez más interesados en alinear sus decisiones de inversión con sus valores personales, lo que impulsará una demanda por productos financieros que cumplan con unos criterios ESG cada vez más afinados. La presión sobre las empresas para que adopten prácticas más sostenibles se intensificará, y aquellas que no se adapten podrían enfrentarse a dificultades en el acceso a capital.

Además, es probable que el papel de los mercados emergentes sea cada vez más relevante, con países de Asia, África y América Latina liderando el crecimiento económico mundial. La expansión del bloque BRICS y la integración de mercados locales a plataformas globales darán lugar a una mayor diversificación en los flujos de capital.

Por último, todo lo anterior también significa que la educación financiera será crucial para que los inversores se desenvuelvan en los entornos digitales. Será vital implementar programas de educación financiera accesibles para todos los segmentos de la población. A medida que más personas se convierten en inversores, la comprensión de los riesgos y oportunidades es fundamental para tomar decisiones informadas y responsables.

Tal que así parece que se presenta el futuro, pero como dijo Albert Einstein, *“El futuro no es un lugar al que vamos, sino uno que estamos creando”*.

GOBIERNO CORPORATIVO EN IBEROAMÉRICA: TENDENCIAS Y DESAFÍOS¹⁸⁴

María Sacristán-Navarro

Catedrática de Organización de Empresas

Departamento de Economía de la Empresa, Economía Aplicada II y Fundamentos Análisis Económico

Universidad Rey Juan Carlos de Madrid

Silvia Gómez-Ansón

Catedrática de Economía Financiera

Departamento de Administración de Empresas

Universidad de Oviedo

Introducción

El gobierno corporativo es el conjunto de prácticas, principios y normas que regulan la estructura y el funcionamiento de las organizaciones, asegurando transparencia, responsabilidad y equidad en la toma de decisiones. Su relevancia es innegable para la buena marcha de las empresas, atraer inversiones, el desarrollo de los mercados financieros y el crecimiento económico. Así lo ha entendido desde sus inicios también el Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores. La promoción de jornadas y seminarios, así como la celebración anual del curso de gobierno corporativo, en el que participan anualmente un número significativo de miembros de los organismos reguladores y supervisores de los mercados iberoamericanos, ha permitido ahondar y expandir el conocimiento y la relevancia del gobierno corporativo en Iberoamérica.

No es posible separar el gobierno corporativo del entorno institucional en el que operan las empresas. En este sentido, la teoría institucional proporciona un marco para entender cómo las instituciones influyen en la formación, evolución y legitimidad de las prácticas de gobierno corporativo. El entorno institucional de los países iberoamericanos y, más específicamente, latinoamericanos, tan diferente del anglosajón, explica características diferenciales del gobierno corporativo en Latinoamérica. Realizar un breve análisis introductorio de la realidad del entorno institucional en Latinoamérica es el objetivo del segundo apartado de este artículo. Tras este análisis, nos referimos a características diferenciales del gobierno corporativo en Latinoamérica, haciendo especial hincapié en la estructura de propiedad y en los consejos de administración. Nos referimos también a los códigos de buen gobierno y a la información y transparencia informativa, también en materia de sostenibilidad. Por último, creemos que es importante abordar el tema de la diversidad en los consejos de administración, como diversidad de género, señalando la posición por debajo de la media mundial de la región, pero también introduciendo un concepto más amplio de diversidad al que ya se refieren normas aprobadas e informes en otros entornos institucionales, como Estados Unidos o el Reino Unido.

I. Entorno Institucional

Existen diferentes definiciones sobre el concepto del Gobierno Corporativo (GC). Estas coinciden con los diferentes paradigmas o modos de entender lo que es una empresa. Entre esas definiciones, podemos entender el GC como un nexo de contratos entre *stakeholders* o grupos de interés que persigue ayudar a la empresa a la búsqueda de sus objetivos a través de sus sistemas de gobierno y procesos de toma de decisiones. Desde una óptica más financiera, el GC ayuda a minimizar costes de agencia pues trata de las maneras en las que los proveedores de fondos a las empresas se aseguran la obtención de rentabilidad en las inversiones que realizan (Shelifer & Vishny, 1997). El

¹⁸⁴ Este artículo ha recibido el apoyo económico de los proyectos PID2021-124641NB-I00 y PID2022-140023NA-I00 del Ministerio de Ciencia e Innovación.

GC tiene que ver con aquellos procesos, instituciones o estructuras que ayudan a las organizaciones a distribuir el poder y el control de los recursos entre sus *stakeholders*.

Como señalan Aguilera & Jackson (2010), la comparación internacional del GC pone de manifiesto importantes cuestiones, entre otras, la no existencia de un modelo único de GC, sino de un GC moldeado por el entorno institucional (sistema legal, aspectos culturales, económicos y políticos) para cada país y el importante papel de las instituciones en la configuración del GC y sus mecanismos (como estructura de propiedad y consejos de administración). Los autores distinguen entre el GC orientado a los accionistas (centrado en maximizar el valor para los accionistas) y el GC orientado a los grupos de interés (centrado en equilibrar los intereses de múltiples grupos de interés, incluidos empleados y comunidades). El estudio también señala que pese a observarse una convergencia parcial en las prácticas de GC por la globalización y los esfuerzos regulatorios internacionales, persisten diferencias significativas en los modelos de GC, diferencias que tienen su origen en diferencias institucionales. Los sistemas de gobierno corporativo son altamente contextuales, moldeados por la mezcla única de factores institucionales, económicos y culturales de cada país.

Además, hay que considerar que el alcance del GC tradicionalmente se ha centrado en las empresas cotizadas, si bien estas son una minoría de las empresas a nivel mundial, existiendo una tendencia a una reducción en las empresas que están admitidas a cotización. Por ejemplo, mientras en 1996 había más de 7.300 empresas cotizadas en EEUU, actualmente son aproximadamente 4.300 (JPMorgan Chase & Co., 2023). Esta misma tendencia se observa en Latinoamérica, entre el año 2000 y el 2021, se admitieron casi 700 empresas a cotización, pero dejaron de cotizar 1.049; únicamente hubo más admisiones que exclusiones de cotización en los años 2007, 2011, 2020 y 2021 (OCDE, 2023).

La visión del GC ha estado también muy influenciada por el contexto anglo-americano, un contexto caracterizado, entre otros aspectos, por la propiedad dispersa, fuerte protección a los accionistas, mercados de capitales muy activos, mercados de trabajo flexibles, etc., y es este contexto, el que se ha tomado, en muchas ocasiones, como la base de lo que se considera, el buen gobierno, si bien las características, por ejemplo, en relación a protección de los inversores o la actividad de los mercados de capitales son distintas en otras zonas geográficas, tanto en economías avanzadas, como es el caso de la Unión Europea, como en mercados emergentes y países en desarrollo. Dentro de este último grupo se enmarca Latinoamérica y el Caribe (Fondo Monetario Internacional, 2024).

Los países latinoamericanos comprenden una variedad de economías en desarrollo que presentan diversos vacíos institucionales. En general, son entornos institucionales que ofrecen menor protección al accionista que la media de los países que siguen el sistema de derecho civil francés (Chong y López-de-Silanes, 2007), por lo que el riesgo de expropiación al inversor es mayor, el coste de capital es más alto, lo que merma el nivel de desarrollo financiero. No obstante, ponen de manifiesto cómo las mejoras en la protección al inversor hacen a los mercados financieros más atractivos y cómo, unas mejores prácticas de GC por parte de las empresas, puede ayudar a compensar las ineficiencias legales de los países, dado que están asociadas con menores costes de capital, mejores valoraciones y rentabilidades y dividendos entre países. En este contexto de entornos regulatorios débiles, con poca protección a los accionistas minoritarios, los mercados de valores muestran poca penetración con pocos participantes. Según datos de la OECD (2023), en 2021 había 1088 empresas cotizando en los mercados latinoamericanos, habiendo habido, como se ha comentado anteriormente, más exclusiones que admisiones a cotización en el periodo 2000-2021. La relación de la capitalización total de cada mercado respecto al PIB no es uniforme en la región, varía desde un 3% en Costa Rica a un 50% en Brasil, cifras que se encuentran por debajo de la media de la OCDE (un 150%) (ver Cuadro 1). El país con mayor número de empresas cotizadas es Brasil, seguido de Chile y México, si bien, por volumen de capitalización el mayor mercado es Brasil, seguido de México y Chile.

Cuadro 1. Número y capitalización bursátil de empresas cotizadas en Latinoamérica

País	Nº empresas cotizadas	Capitalización bursátil (USD billion)	Principal sector por capitalización-porcentaje
Argentina	92	37	Industrias extractivas y de procesamiento de minerales (39%)
Brasil	410	801	Industrias extractivas y de procesamiento de minerales (24%)
Chile	190	150	Financieras (29%)
Colombia	65	87	Industrias extractivas y de procesamiento de minerales (40%)
Costa Rica	8	2	Alimentación y bebidas (53%)
México	146	453	Bienes de consumo (21%)
Perú	177	71	Industrias extractivas y de procesamiento de minerales (37%)

Nota: Excluidos fondos de inversión y fondos de inversión inmobiliarios
Fuente: OCDE (2023)

II. Gobierno Corporativo en Latinoamérica

En el entorno institucional latinoamericano, el papel de los accionistas controladores o mayoritarios se torna en muy importante, (Aguilera et al., 2009; La Porta et al., 1999). La Guía Práctica de Gobierno Corporativo publicada en 2010 por la Corporación Financiera Internacional (IFC), la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y el *Global Corporate Governance Forum* (IFC, 2010) constata esta realidad. Indica que el GC presenta en América Latina características singulares: el predominio de conglomerados y la concentración de la propiedad en pocos accionistas, con una concentración típicamente familiar, y también de los estados. Según los datos de una reciente encuesta realizada por la OECD (2023), la concentración de la propiedad en manos de los tres mayores accionistas varía desde un 56% en México a un 81% en Perú. Las empresas privadas son la categoría de propietarios más importantes en Argentina, Brasil, Chile y Perú. Los individuos son los propietarios más importantes en México (un 34%), mientras que en Colombia domina el sector público (aproximadamente poseyendo un 40% de las empresas cotizadas). Los inversores extranjeros institucionales poseen más inversión que los nacionales en Argentina, Brasil, Chile y México.

Es reseñable en este sentido, el estudio comparado de GC en algunos países latinoamericanos (Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Venezuela) de Aguilera (2009), todos países con sistemas legales que se basan en la tradición de sistema civil francés (ver Cuadro 2). La autora analiza el papel de los gobiernos en los distintos países estudiados a quienes califica de “estilos paternalistas” debido a la elevada intervención del gobierno y de políticas proteccionistas a los trabajadores, siendo la estabilidad macroeconómica el gran reto de estos países. Destaca cómo éstos se encuentran en distintos estadios de transición hacia un GC más efectivo, cuestión que depende estrechamente de sus gobernantes; describe mercados de capitales en desarrollo y no homogéneos entre los países; y sistemas bancarios bastante débiles con una elevada concentración y presencia de propiedad extranjera. También señala que el mercado de trabajo sigue un estilo paternalista con altos niveles de intervención estatal y una acción pobre de la sociedad civil, si bien destaca las reformas efectuadas en el mercado de trabajo. En opinión de Aguilera (2009), son, en definitiva, países, que necesitan aumentar la transparencia de sus sistemas de gobierno corporativo.

Otros estudios como los de Chong y López de Silanes (2007) o el estudio ya mencionado de la OCDE (2023) analizan también el GC en distintos países latinoamericanos (ver Cuadro 2).

Cuadro 2: La protección al accionista y el GC en mercados latinoamericanos

Referencia	Países analizados	Medidas analizadas
Chong & López de Silanes, (2007)	Argentina; Bolivia; Brasil; Chile; Colombia; Ecuador; El Salvador; México; Panamá; Perú; Uruguay ; Venezuela	Protección al accionista; cumplimiento de las leyes; reformas legales; leyes de activos financieros; regulación anti-self dealing; indicadores de mercado
Aguilera, R. (2009)	Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Venezuela	Sistema legal; sistema financiero; sistema de empleo, propiedad de la empresa, estructura y control.
OECD (2023)	Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México y Perú	Estructura de propiedad, concentración de los accionistas, información ASG

A continuación, nos referimos a rasgos principales de la estructura de propiedad y de los consejos de administración de empresas latinoamericanas.

1. Estructura de propiedad en Latinoamérica

La estructura de propiedad hace referencia a quienes son los dueños de las empresas y cuanto poseen (o controlan) de las empresas. A nivel mundial, considerando las empresas cotizadas, se observa un aumento de la concentración accionarial. Tal y cómo señalan Medina et al. (2022), durante la pasada década, en muchos mercados, ha aumentado la concentración accionarial, si bien es cierto que hay diferencias importantes entre regiones y países sobre la tipología de accionistas. También destacan cómo, en los países más emergentes hay una tendencia a la presencia de los grupos de empresas, a un crecimiento de la propiedad de los estados en algunos países, y a una re-concentración de la propiedad en manos de grandes accionistas institucionales. Todo ello sugiere un escenario alejado de poder asumir que las empresas se caracterizan por una propiedad dispersa.

Para Latinoamérica, Chong y López de Silanes (2007) se refieren a la dificultad de encontrar datos fiables sobre propiedad, y a la importancia de identificar a los últimos propietarios de las empresas. Se observa una elevada concentración accionarial, y un acceso limitado a la financiación externa propia y mercados de capitales estrechos. Los datos indican que en torno a un 55-60% de los derechos de *cash-flow* de las empresas están en manos del accionista controlador; y confirman la escasa presencia de los accionistas minoritarios en las empresas cotizadas latinoamericanas (una excepción es Chile), así como el uso de mecanismos que permiten la separación de la propiedad y el control como las pirámides y el uso de acciones con derechos especiales de voto. Es decir, pueden utilizarse mecanismos que permitan aumentar el control de las empresas a través, por ejemplo, de desviaciones del principio 1 acción-1 voto utilizando mecanismos como las pirámides o las acciones de doble clase con distintos derechos de voto (Aguilera, 2009). Además, como sugieren Céspedes et al. (2010), en Latinoamérica, los accionistas de empresas con una elevada concentración de la propiedad, pueden preferir emitir deuda antes que acciones para no perder el control de sus compañías.

En los mercados latinoamericanos, el común denominador de la propiedad de las empresas cotizadas es, por tanto, una elevada concentración de la propiedad, figurando tres países, Chile, Co-

Colombia o Argentina (y, Portugal entre los países iberoamericanos) entre los 10 países con mayores niveles de concentración de propiedad de las empresas (5ª posición Chile, 6ª Colombia, 8ª Argentina y 10ª Portugal, Cuadro 3).

Cuadro 3. Concentración de la propiedad de los tres mayores inversores de las empresas a finales de 2020

Top 3 mayores inversores (%)		Top 3 empresas (%)		Top 3 Sector Público (%)		Top 3 individuos (%)		Top 3 inversores institucionales (%)	
Rusia	79.7	Colombia	52.2	Slovenia	29.4	Hong-Kong (China)	34.7	Islandia	30.2
Croacia	75.3	Chile	51.3	Rusia	25.9	México	32.3	EEUU	23.5
Lituania	73.1	Indonesia	46.5	Lituania	25.8	Lituania	28.7	Rumanía	22.7
Indonesia	71.7	Turquía	45.2	Rumanía	17.4	Israel	28.2	Reino Unido	22.6
Chile	69.4	Portugal	43.7	China	16.1	China	27.6	Dinamarca	21.7
Colombia	69.2	Croacia	41.7	Croacia	13.9	Grecia	27.2	Países Bajos	20.1
Turquía	66.7	Bulgaria	39.3	Argentina	11.5	Polonia	26	Polonia	18
Argentina	66.7	Estonia	34	Nueva Zelanda	11.3	España	25	Suecia	17.3
Rumanía	65.7	Rusia	32	Sudáfrica	11	Corea	23.4	Irlanda	17.3
Portugal	64.5	Argentina	31.7	Australia	11	Argentina	22.2	Israel	16.4

Nota: El cuadro muestra la media de la participación de los tres mayores inversores (en conjunto) y por categorías de inversores. Sólo muestra la información para los 10 países con mayores niveles de concentración. Elaboración propia a partir de Medina et al. (2022)

En Latinoamérica, entre los grandes propietarios destacan las empresas, los estados, y los propietarios familiares, lo que dificulta el control corporativo (Federo y Coutinho, 2023). Como se observa en el Cuadro 3, Colombia y Chile lideran el ranking por participación de los tres mayores inversores empresa; poseen en las empresas colombianas un 52.2% de participación, en Chile, un 51.3% y en Argentina, un 31.7%. Tan sólo 1 país aparece entre los 10 con mayor participación del sector público, Argentina. En lo que se refiere a la participación de inversores individuales, se encuentran 3 países iberoamericanos México, España y Argentina, sumando los tres mayores inversores individuales un 32.3% en México y un 22.2 en Argentina. Sin embargo, no hay ningún país iberoamericano entre los 10 con participaciones accionariales mayores de inversores institucionales (Cuadro 3). Y es que, si bien a nivel mundial los inversores institucionales poseen en torno a un 43% de la capitalización total del mercado, la presencia de inversores institucionales en Latinoamérica es menor que en otros mercados. Según los datos de la OEDE (2023), los inversores institucionales poseen un 27% de las empresas cotizadas en Brasil, un 19% en México, un 15% en Colombia y un 13% en Chile. Es necesario además señalar, como también se observa en el Cuadro 3, que existen diferencias entre los países de la región, tanto en lo relativo a la concentración de propiedad, como en lo que respecta a los grandes accionistas. Como también se observa en el Cuadro 4, según datos de la OCDE (2023), a finales de 2021, los 3 mayores accionistas suponen, por ejemplo, un 57% en México, y Brasil, y un 15% más, un 73% de media, en Argentina, Chile, Colombia o Perú.

Cuadro 4: Concentración de la propiedad en Latinoamérica y otros países a finales de 2021

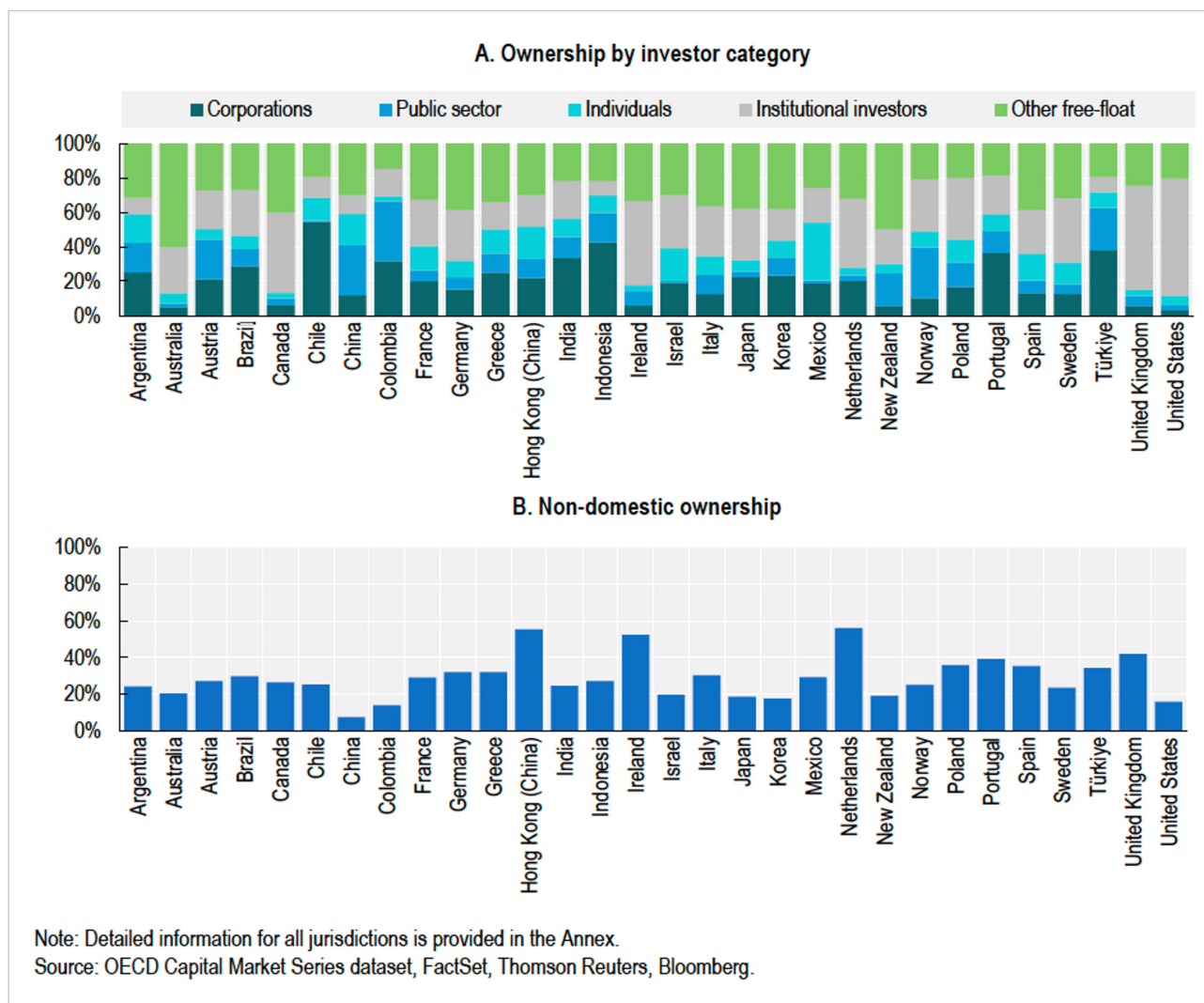
	Mayor accionista (%)	Mayores 3 accionistas (%)	Mayores 5 accionistas (%)	Mayores 20 accionistas (%)	Mayores 50 accionistas (%)
Argentina	59.1	68.4	69.4	70.3	70.5
Brasil	41	57.5	63	72.7	75.1
Chile	55.5	70.3	76.4	84.2	84.8
Colombia	57.9	71.3	77	85.7	86.4
México	44.8	55.9	59.9	65.2	66.4
Perú	70.7	80.6	84.1	86.3	86.3
China	35.8	49.4	54.2	61	61.6
India	37.8	54.5	61.6	73.4	74.8
Japón	24.5	38	44.7	59	61.1
Francia	40.6	53.9	58.9	67.2	69.7
España	35.5	48.4	54.6	64.5	66.9
Reino Unido	19.7	36.3	45.4	64.6	69.6
EEUU	19.1	34.1	42.3	62	70.2

Fuente: OCDE (2023)

Con relación a la identidad de los grandes accionistas, cabe decir lo mismo. Por ejemplo, en Argentina, los principales propietarios son corporaciones seguidas del sector público e individuos, familias e inversores institucionales; en Brasil los accionistas principales son corporaciones e inversores institucionales.; en Chile, corporaciones y familias; en Colombia empresas y el sector público; mientras que en países como México hay que destacar presencia de inversores individuales (ver Cuadro 5). Según datos de la OCDE (2023), por ejemplo, en Colombia el sector público posee casi un 40% de las empresas cotizadas mientras que en México los inversores individuales poseen un 34% de las mismas.

Y en cuanto a la propiedad pública de las empresas cotizadas, propiedad que está aumentando a nivel mundial, por capitalización bursátil, mención especial cabe hacer de Brasil, país en el que las empresas cotizadas con propiedad estatal constituyen un 15% de la capitalización bursátil con una participación estatal promedio del 63% (Medina et al., 2022).

Otro aspecto a destacar relativo a la estructura de propiedad de las empresas latinoamericanas es, como ya hemos mencionado, la presencia de grupos de empresas como propietarios (Medina et al., 2022). Estos grupos pueden favorecer en las economías las inversiones de otros países a través de empresas multinacionales, presentan menor necesidad de financiación externa, disminuyen las asimetrías informativas, los costes de transacción y poseen una menor dependencia de los instrumentos para hacer cumplir los contratos (OCDE, 2020). Pero también se enfrentan a problemas de agencia importantes como accionistas controladores (como, búsqueda de beneficios privados en detrimento de otros accionistas, o transacciones con terceras partes relacionadas). Y, cuanto más complejas son las estructuras del grupo, mayor es el riesgo de este tipo de operaciones. Entre los países latinoamericanos, Brasil destaca por la presencia de grupos empresariales como accionistas (Medina et al., 2022).

Cuadro 5. Propiedad de las empresas cotizadas a nivel internacional por categoría de propietario

Fuente: Medina et al. (2022)

Mencionar también las participaciones cruzadas entre empresas cotizadas. En muchos mercados se utilizan para crear estructuras de voto que permitan controlar las decisiones estratégicas que se adoptan en las compañías, reduciendo el papel de los accionistas minoritarios y protegiéndose de las OPAS hostiles. Estas estructuras cruzadas son típicas, por ejemplo, de Colombia; suponen un 3,5% de porcentaje del total capitalización del mercado¹⁸⁵. Así, en el ranking de países con estas estructuras a nivel internacional, Colombia ocupa el tercer lugar, tras Japón (con un 6.3%) y Hungría (con un 5.1%). En Chile, suponen un 0.6% (Medina et al., 2022).

2. Sobre las características de los Consejos de Administración en Latinoamérica

El gobierno corporativo en Latinoamérica no es igual al de economías de los mercados desarrollados, tampoco en relación con el diseño de los consejos de administración. Estudios previos muestran como las buenas prácticas de gobierno corporativo, por ejemplo, referidas al consejo de administración, son bastante discrecionales, lo que produce una elevada variedad de diseños de los

¹⁸⁵ Hay que destacar que algunos protocolos de auto regulación de esta situación se han establecido en Colombia en su código de Gobierno. Colombia también incluye un conjunto de recomendaciones especiales para las empresas de los grupos con relación a su estructura, auditoría y controles y sobre la divulgación de información (Superintendencia Financiera, 2014).

consejos de administración de las empresas latinoamericanas (Federo & Coutinho, 2023). Además, las empresas, en función también de la presión institucional, se ajustan a las recomendaciones de gobierno corporativa de manera muy heterogénea.

Trabajos previos sobre el GC en Latinoamérica indican así que los consejos son de pequeño tamaño, y con no elevada capacidad controladora hacia los altos ejecutivos pues existen grandes accionistas que controlan las decisiones empresariales y, por ende, el consejo (Chong y López de Silanes, 2007; OCDE, 2020). Entre los rasgos más diferentes de los consejos de administración en comparación con los de economías desarrolladas se cuentan el tamaño del consejo, la frecuencia de reuniones, la composición, y el poder del CEO, características todas ellas que influyen en la capacidad de control de las actuaciones directivas del consejo (Federo & Coutinho, 2023). Los consejos son de menor tamaño que en las economías desarrolladas, y, normalmente, el peso de los consejeros vinculados a los accionistas de control es mayor, lo que redundaría en una menor independencia y diversidad de los consejos. El exceso de poder del CEO, frecuentemente por estar relacionados con los accionistas de referencia (Céspedes et al., 2010), y la aplicación de normas de deferencia, pueden llevar a cohibir que los consejeros expresen sus opiniones. Asimismo, la presencia de grandes propietarios en el consejo puede influir en la práctica de una tendencia hacia una mayor discreción en el gobierno corporativo tratando de no divulgar información sensible con terceras partes (Federo y Coutinho, 2023).

El estudio de Chong y López de Silanes (2007) sobre Prácticas de GC indica que existen dos patrones en todos los países analizados (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, y Venezuela), que la puntuación promedio de las empresas para el índice de GC que construyen de la mayoría de los países es baja y que existe además una amplia variación en las prácticas de GC las empresas dentro de cada país. En cuanto a transparencia informativa, hay tres países del Cono Sur que muestran mejores puntuaciones (Argentina, Brasil y Chile), mientras, en general, Colombia y Venezuela muestran puntuaciones bajas, apreciándose mejoras en México.

Además, como destaca el informe de la OECD (2023), en Chile, Colombia, Costa Rica, México y Perú existe una primacía de los intereses de los accionistas, no así en otros mercados como Brasil donde son muy importantes también los intereses de los *stakeholders* o grupos de interés. Pero, siguiendo este informe, sólo Brasil reconocería la primacía de los intereses de los *stakeholders*, estando el resto de los países bastante centrados en la satisfacción de los intereses de los accionistas. La disparidad también se presenta en lo relativo a la sostenibilidad. Así, según datos de la OCDE (2023), mientras un 44% de las empresas latinoamericanas a nivel global poseen comisiones del consejo relacionadas con la sostenibilidad, este porcentaje es tan sólo el 13% en Argentina, Chile y Perú, y es del 48% de media en Brasil y México, o en torno a un 76% en Colombia.

Mención aparte merecen los códigos de buen gobierno. Estos tienen diferentes objetivos en cada país, como relatan Santos et al. (2020), entre estos se cuentan: proteger al inversor, proporcionar información, alinear las prácticas de las empresas con los estándares de GC, ayudar a la creación de valor, transparencia, mejorar el acceso a la financiación, mejorar el rendimiento del consejo de administración, o la relación con los accionistas, o con los *stakeholders*. Una relación de los códigos de buen gobierno en Latinoamérica puede obtenerse del *European Corporate Governance Institute* – ECGI- (ver cuadro 6). El estudio de Domínguez et al., (2015) muestra también un mapa sobre códigos de gobierno en Latinoamérica. Distinguen dos grupos de países: aquellos con un mercado de capitales más desarrollado, que cuentan con códigos de recomendaciones propios y, en la mayoría de los casos, con códigos que son de cumplimiento obligatorio para las sociedades cotizadas; y aquellos países en los cuales el mercado de capitales local juega un papel menos determinante en la economía nacional.

Cuadro 6: Relación de códigos de buen gobierno en países latinoamericanos¹⁸⁶

País	Promotor	Link
Argentina	Comisión Nacional de Valores de Argentina	https://ecgi.global/node/8198
Brasil	Comissão do Valores Mobiliários de Brasil	https://ecgi.global/node/6903
Colombia	Superintendencia Financiera de Colombia	https://ecgi.global/code/codigo-pais-2014
Costa Rica	Conassif	https://ecgi.global/code/conassif-corporate-governance-regulation
Ecuador	Superintendencia de Compañías y Valores de Ecuador	https://www.revistalideres.ec/lideres/companias-normas-buen-gobierno-corporativo.html
Guatemala	Registro del Mercado de Valores y Mercancías de Guatemala	N.d.
Honduras	Comisión Nacional de Bancos y Seguros de Honduras	https://www.cnbs.gob.hn/files/Proyectos_normativa/Propuesta%20modific%20Reglamento%20Gobierno%20Corporativo_-_%20a%20socializar%20web.pdf
México	Consejo Coordinador Empresarial	https://ecgi.global/code/código-de-principios-y-mejores-prácticas-de-gobierno-corporativo-2018
Nicaragua	Superintendencia de Bancos y otras instituciones financieras	https://www.superintendencia.gob.ni/documentos/norma-sobre-gobierno-corporativo-de-los-emisores-de-valores-de-oferta-pública
Panamá	Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá	https://supervalores.gob.pa/wp-content/uploads/2021/03/Codigo_de_Gobierno_Corporativo_de_CR.pdf
Perú	Superintendencia del Mercado de Valores	https://ecgi.global/code/código-de-buen-gobierno-corporativo-para-las-sociedades-peruanas
Salvador	Superintendencia del Sistema Financiero de El Salvador	https://ssf.gob.sv/wp-content/uploads/ssf2018/Normativa_General/NRP-17.pdf

Fuente: ECGI/Domínguez et al. (2015)

El estudio de Santos et al. (2020) compara los códigos de gobierno latinoamericanos de Brasil, México, Argentina, Colombia, Chile y Perú, (ver Cuadro 8) analizando cómo estos siguen las prácticas de gobierno corporativo recomendadas por la UNCTAD (2006). Del análisis se desprende que los códigos que más convergen con la guía son los de Brasil, Colombia y Argentina; el de Perú converge parcialmente y los que tienen una menor convergencia son los de Chile y México.

¹⁸⁶ Añadir a éstos los Lineamientos de Gobierno Corporativo para Sociedades Comerciales Bolivianas, aprobado por la Autoridad de Fiscalización y Control Social de Empresas (AEMP) el 30 de diciembre de 2011 y la Norma de Carácter General N° 341 de 29 de noviembre de 2012, emitida por la Superintendencia de Valores y Seguros que establece las Normas para la difusión e información respecto de los estándares de Gobierno Corporativo adoptados por las sociedades anónimas abiertas (NCG N 341).

Cuadro 7: Códigos analizados en el trabajo de Santos et al., (2020)

País	Año	Código
Argentina	2003	Código de mejores prácticas de gobierno de las organizaciones para la República Argentina
Brasil	2015	Código das melhores práticas de governanca corporativa- 5 th edición
	2018	Código brasileiro de governanca corporativa -companhias abertas
Colombia	2004	Código Marco de Buen Gobierno para la Pequeña y Mediana Empresa
	2006	Código colombiano de buenas prácticas
	2009	Guía colombiana de gobierno corporativo para sociedades cerradas y empresas familiares
Chile	2017	Principios de gobierno corporativo
	2017	Código sistema de empresas SEP
México	2018	Código de principios y mejores prácticas de gobierno corporativo
Perú	2013	Código de buen gobierno para las sociedades peruanas

Fuente: Santos et al. (2020)

3. Los principios transnacionales y los códigos de buen gobierno en Latinoamérica

Los principios de Buen Gobierno también están influidos por diversas iniciativas de carácter transnacional. Se trata de códigos publicados por instituciones transnacionales como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, International Corporate Governance Network (ICGN), Commonwealth, ONU Comercio y Desarrollo (UNCTAD), etc. Su alcance se dirige frecuentemente a sociedades cotizadas si bien, cada vez más se dirigen a empresas financieras o no cotizadas de gran tamaño.

Los principios de la OCDE buscan orientar a los responsables en la formulación de políticas para evaluar, y mejorar el marco legal, reglamentario e institucional del GC. Son principios de alcance mundial y no son vinculantes. Están dirigidos a empresas cotizadas, financieras y no financieras. Con fecha 11 de septiembre de 2023, el Comité de Gobierno Corporativo de la OCDE publicó una Revisión de los Principios de Gobierno Corporativo respaldada por los líderes del G20 (OCDE, 2024). Los principios se dividen en seis capítulos, I) consolidación para un marco eficaz del GC, II) derechos y trato entre los accionistas, III) inversores institucionales, mercados de valores y otros intermediarios, IV) divulgación de información y transparencia, V) responsabilidades del consejo de administración y VI) sostenibilidad y resiliencia.

La historia del Gobierno Corporativo latinoamericano está estrechamente relacionada con las actividades realizadas por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (Oliveira et al., 2015), actividades realizadas a través de Mesas Redondas sobre Gobierno Corporativo Regional (*Regional Corporate Governance Roundtables*) organizadas en colaboración con el Banco Mundial y la Corporación Financiera Internacional (IFC). Así, por ejemplo, a nivel transnacional, la OCDE (2020) ha publicado en los últimos años informes sobre Latinoamérica, y ha analizado los puntos en común y las diferencias, obstáculos y experiencias de países como Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. La creación del Círculo de Empresas (*Latin American Companies Circle*), apoyado por la OCDE e IFC, o los Institutos de Gobierno Corporativo que “se han ido perfeccionando a tal nivel que se han convertido en agentes certificadores de las empresas cotizadas”, o las redes para intercambiar experiencias y conocimientos (Red de Institutos de Gobierno Corpora-

tivo de Latinoamérica, IGLA), han contribuido significativamente a que se hayan producido avances, pero queda aún mucho camino por recorrer.

4. Información no financiera y sostenibilidad en Latinoamérica

En la Unión Europea, el 28 de noviembre de 2022 se aprobó la Directiva de Informes sobre Sostenibilidad Corporativa (CSDR en inglés) que modificará la Directiva 2014/95/UE sobre divulgación de Información No Financiera (NFRD) existente. Entró en vigor el 5 de enero de 2023. La Directiva de Informes sobre Sostenibilidad Corporativa de la UE tiene como objetivo modernizar y reforzar las normas de información sobre sostenibilidad que las empresas deben divulgar garantizando que los inversores y partes interesadas tengan acceso a información adecuada para evaluar el impacto de las empresas en las personas y el medio ambiente, y los riesgos y oportunidades financieros relacionados con el cambio climático y otras cuestiones relacionadas con la sostenibilidad. Pretende, por tanto, aumentar la transparencia informativa con todos *los stakeholders* y mejorar el reporte sobre sostenibilidad.

Referido a la sostenibilidad, a nivel Latinoamericano, hay informes que analizan las prácticas de GC y políticas de sostenibilidad de las empresas, tanto a nivel regional, como en el caso concreto de un país, Brasil (OCDE, 2023). En el marco regulatorio de la transparencia e información en sostenibilidad existen también diferencias importantes entre países (Cuadro 8).

Cuadro 8: Marcos regulatorios sobre transparencia en sostenibilidad en Latinoamérica

Jurisdicción	Divulgación en materia de sostenibilidad	Materias de sostenibilidad cubiertas	Divulgación de métricas cuando la empresa establece objetivos relacionados con la sostenibilidad
Argentina	C	Un gran número de materias	-
Brasil	C	Un gran número con el foco en clima	-
Chile	B	Un gran número de materias	B
China	R	Un gran número de materias	-
Colombia	B	Un gran número con el foco en clima	B
Costa Rica	R	Un gran número de materias	R
Unión Europea	B	Un gran número de materias	B
India	R	Un gran número de materias	-
Japón	B*	Un gran número de materias	B*
México	B	Algunas materias de sostenibilidad	B
Perú	C	Un gran número con el foco en GHG, agua, energía y residuos sólidos	B
Reino Unido	C	Materias relacionadas con el clima	R
EEUU	B*	Materias relacionadas con el clima	B*

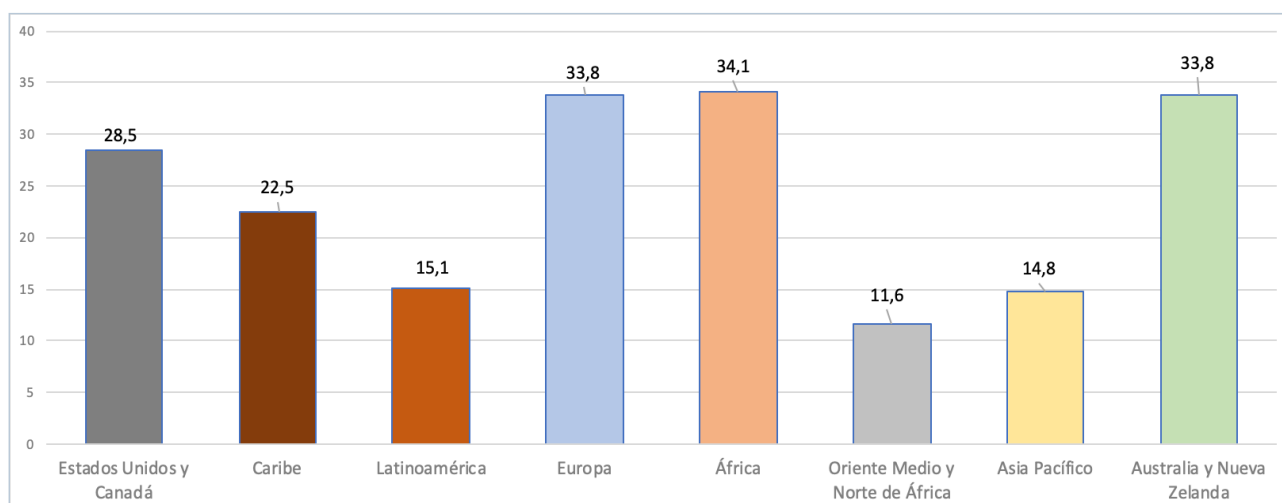
Fuente: OECD (2023)

5. La diversidad de género en los consejos de administración en Latinoamérica

Un aspecto relevante a considerar sobre los consejos de administración es la diversidad. A este respecto, los principios G20/OCDE especifican que la habilidad del consejo para asegurar una guía estratégica de la empresa depende en parte de su composición, que deberá incluir consejeros con una mezcla adecuada de “background” y competencias. Dentro de la diversidad se incluye la diversidad de género, un aspecto considerado en normativas (códigos y cuotas).

El último informe sobre la presencia de mujeres a nivel internacional de Deloitte (2024) muestra que las mujeres ocupan solo el 23.3% de los asientos en los consejos de administración a nivel mundial, lo que refleja un aumento de 3.6 puntos porcentuales desde 2022. Al ritmo actual, la paridad de género en los consejos de administración no se lograría antes de 2038. Existen además grandes diferencias por áreas geográficas y economías. Mientras, por ejemplo, en África, Australia y Nueva Zelanda o Europa el porcentaje es superior al 33%, en Oriente Medio y Norte de África es tan sólo de un 11,6%. El porcentaje de mujeres consejeras es también reducido en Latinoamérica, ocupando las mujeres tan sólo un 15,1% de los asientos de los consejos (ver Cuadro 9). De hecho, algunos países latinoamericanos figuran entre los países -de los considerados en el estudio- con menor proporción de mujeres consejeras: Argentina (con un 7,5%), México (con un 12,3%) o Brasil (con un 15,9%).

Cuadro 9: Porcentaje de mujeres en consejos de administración en 2023

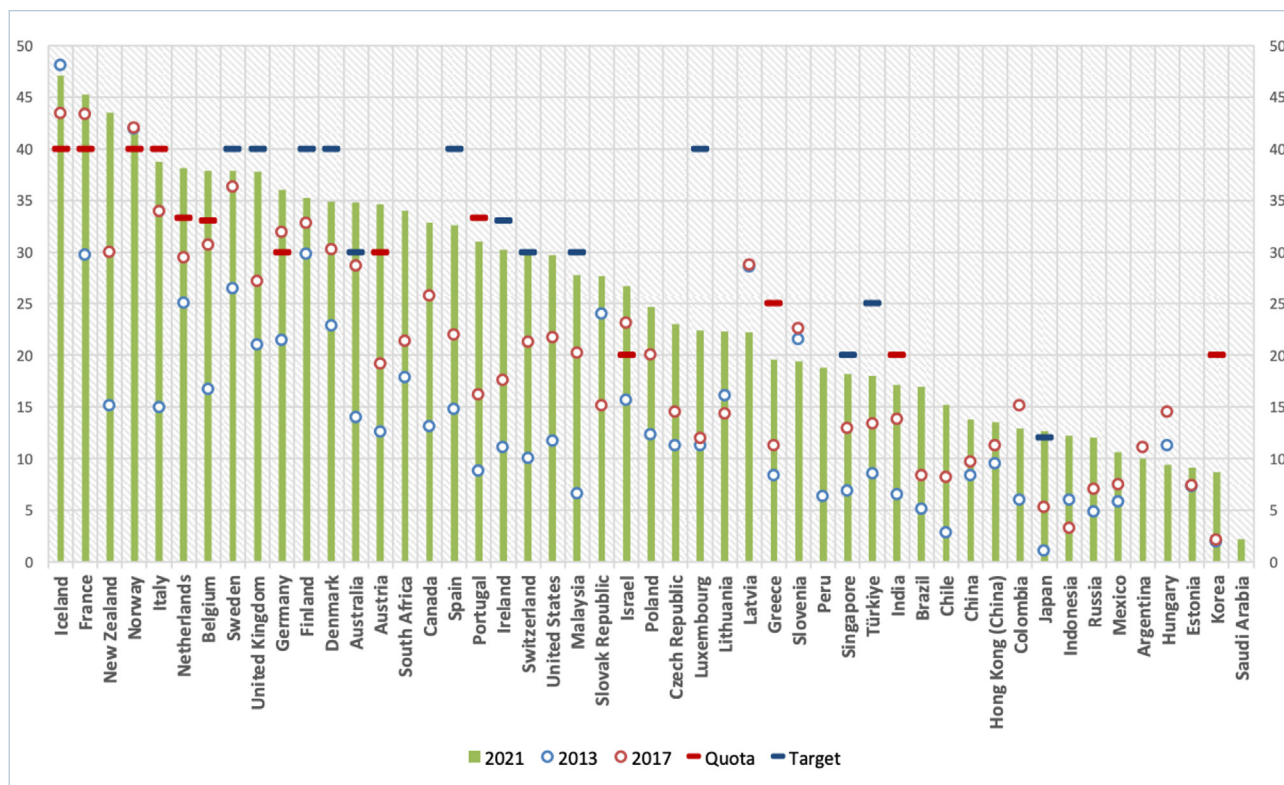


Fuente: Elaboración propia a partir de Deloitte (2024)

El estudio de Dennis (2022) sugiere similares conclusiones. (ver Cuadro 10). Nuevamente se observa que el porcentaje de mujeres consejeras es sensiblemente inferior a la media mundial en países latinoamericanos, en países como México o Argentina; y también en Colombia, Chile, Brasil o Perú.

El informe Deloitte (2024) también señala que tan sólo el 8,4% de las presidencias de los consejos y el 6% de los CEO a nivel mundial son mujeres. Estas reducidas proporciones de mujeres en puestos directivos del consejo y ejecutivos y su lenta evolución, sugieren que la paridad en las presidencias de juntas podría alcanzarse en 2073, mientras que la paridad en puestos de CEO no se espera antes de 2111, casi 90 años a partir de ahora. Nuevamente, las proporciones de mujeres presidentas de consejo y CEO son inferiores en el caso de Latinoamérica, con tan sólo 5,3% de las presidencias de consejos de administración ocupadas por mujeres, y tan sólo un 2,9% de los CEOs.

Cuadro 10: Evolución de la participación de mujeres en consejos de administración de sociedades cotizadas

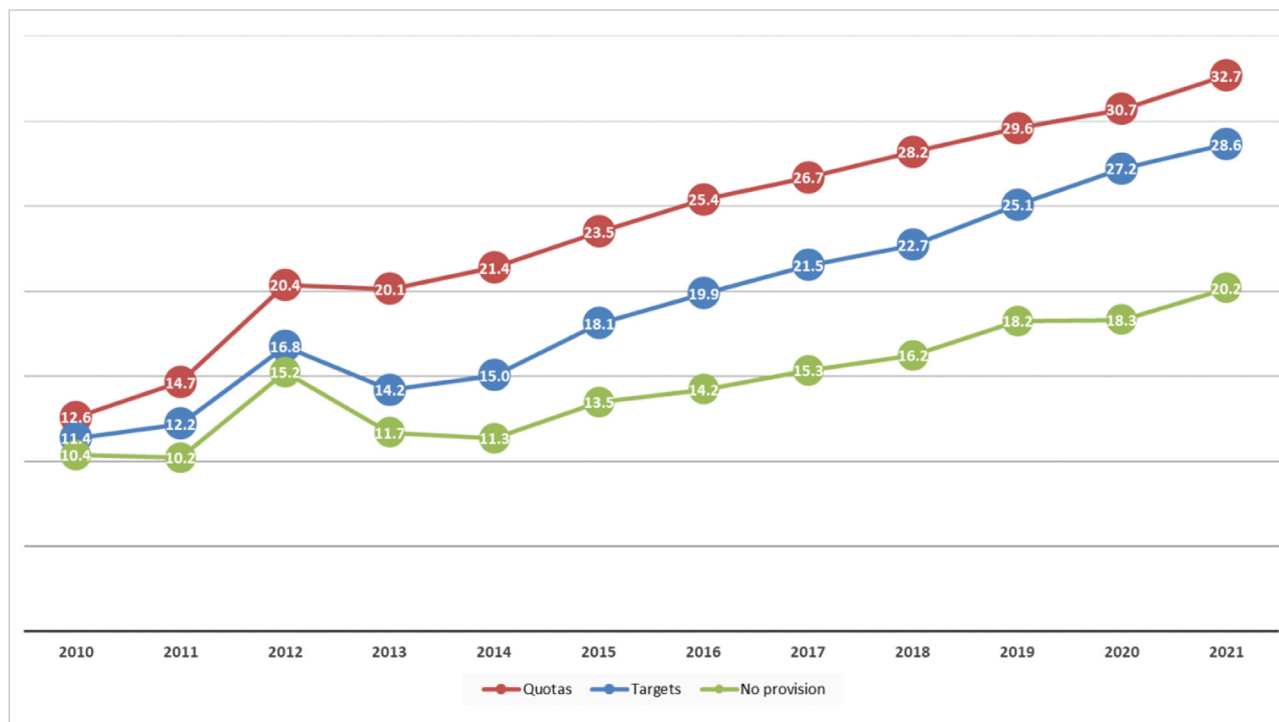


Fuente: Denis (2022:8)

Para promover la diversidad de género, los países han puesto en marcha diversas iniciativas que persiguen que aumente la representación femenina en los consejos de administración y puestos directivos, fortalecer el talento femenino y también ampliar el grupo de posibles candidatas cualificadas. Entre estas estrategias se cuentan requisitos de divulgación de información y las cuotas (con y sin sanción). Por ejemplo, un número creciente de jurisdicciones exige o recomienda que las empresas cotizadas divulguen la composición de género de los consejos de administración y de la alta dirección. A finales de 2020, para un estudio de la OCDE (2021), un 60% de los países (49 en el estudio) tenían disposiciones de este tipo para los consejos. Sin embargo, nuevamente, la divulgación de la composición de la alta dirección era mucho menos común y solo el 28% de los países requerían o recomendaban este tipo de divulgación en 2020.

Distintos países han establecido cuotas, muchos de ellos con sanciones en caso de incumplimiento; otros países han establecido metas en sus códigos, normas de cotización etc.; (ver cuadro 11), habiéndose producido los mayores cambios en la presencia de las mujeres en los consejos, en aquellos países que han establecido alguna política (ver cuadro 11). Al mismo tiempo, la evidencia sugiere que las políticas activas pueden no ser suficiente pues en algunos casos estas iniciativas, al menos inicialmente llevaron a un efecto “golden skirts” con un reducido grupo de mujeres sentadas en múltiples consejos, o un incremento de los nombramientos de consejeras familiares. Además, no parece que exista una relación significativa entre la presencia de mujeres en los consejos y en puestos de gestión. Esta evidencia ha puesto el foco en la necesidad de desarrollar iniciativas complementarias, por ejemplo, relacionadas con la transparencia, dentro del marco de la transparencia ASG. También se están planteando medidas complementarias para apoyar la participación de la mujer en el ámbito laboral y el desarrollo del talento femenino (Denis, 2022).

Cuadro 11: Evolución de la participación de mujeres en consejos de administración de sociedades cotizadas en función de la política adoptada



Fuente: Denis (2022:9)

En Latinoamérica ha habido iniciativas legislativas que han tratado de establecer cuotas de género en los consejos de administración (en Chile o en Perú). En algunos países como Chile y Colombia existen cuotas de género para determinadas empresas en las que el máximo accionista es el Estado (Chile y Colombia), pero no existen regulaciones de cuotas de género en los consejos de administración de las empresas cotizadas (Martínez, 2023).

No podemos terminar de referirnos a la diversidad en los consejos sin contemplar que la diversidad en los consejos va más allá de la diversidad de género. Normativas e iniciativas recientes en algunos países de otros entornos institucionales así lo hacen. Así, por ejemplo, la normativa de diversidad de NASDAQ establece que las empresas que coticen en este mercado deberán tener al menos dos miembros diversos en sus consejos, o sino explicar públicamente por qué no cumplen con este requisito. El requisito establece que las empresas con más de cinco miembros en sus consejos tengan al menos dos integrantes que pertenezcan a un grupo subrepresentado, incluyendo al menos una mujer y una persona que se identifique como negra, hispana, asiática, nativa americana, nativa de Alaska, nativa hawaiana, isleña del Pacífico, birracial o LGBTQ+. La normativa del NASDAQ ha generado debate, y ha recibido críticas y apoyos, es considerada como un paso significativo hacia la inclusión y la equidad en los niveles de liderazgo corporativo. En el Reino Unido, el Informe Parker se centra en la diversidad étnica estableciendo como objetivo principal garantizar al menos un miembro de origen étnico diverso en cada consejo de las empresas del FTSE 100 para 2021 y del FTSE 250 para 2024. En 2023, la mayoría de las empresas del FTSE 100 ya cumplían este objetivo, aunque aún queda trabajo por hacer en las empresas del FTSE 250 (Parker Review Committee, 2024).

III. Conclusiones

Una vez revisados algunos rasgos particulares del gobierno corporativo en los países latinoamericanos, nos referimos a algunas conclusiones.

Latinoamérica aglutina una variedad de economías con características diferentes a nivel institucional, economías que evidencian un diferente grado de desarrollo de los mercados financieros, en general, no elevados niveles de protección a los accionistas minoritarios, y diferentes niveles de concentración de la propiedad. La identidad más predominante de accionista difiere por países, destacando el importante papel de los accionistas controladores, de los grupos de empresas y de la propiedad familiar y de la propiedad estatal en algunos países. Ello hace que, en general, exista una mayor preferencia a la financiación a través de deuda frente a acciones y que las empresas se vean controladas por sus propietarios mayoritarios en detrimento de los minoritarios, lo que se ve reforzado por la composición y estructura de los consejos de administración. Destaca también la existencia de grupos de empresas. A nivel del consejo se evidencia un menor tamaño, y un control del mismo por los accionistas controladores (consejeros de tipo dominical) lo que reduce su potencial controlador. En relación con la diversidad de género y el papel o tratamiento de la sostenibilidad, también hay diferencias importantes entre países y economías. En lo que se refiere a diversidad de género en los consejos de administración, la región se sitúa entre las zonas económicas con menor diversidad de género en los consejos de administración.

Estas características lo que evidencian es que, si bien se han hecho avances, queda camino pendiente por recorrer. No hay dos economías iguales y que no es fácil la comparación, pero, en general, los consejos de administración deben ganar en independencia y mejorar su funcionamiento, permitiendo la mejora de la toma de decisiones y ejercer su papel controlador. En este sentido, el papel de los consejeros independientes en la defensa y protección de los accionistas minoritarios es crucial para equilibrar el peso que poseen los dominicales legítimamente por su propiedad. Se necesitan también avances en la diversidad de género en los consejos. Por otra parte, el uso de comisiones especializadas, puede mejorar el funcionamiento del consejo, su especialización en funciones y sobre todo, puede permitir al consejo estar gobernado de una forma más independiente, dado que las mismas deben estar presididas por consejeros independientes. Como señala el reciente informe de la OCDE también es necesario en Latinoamérica, mejorar la transparencia e información en torno a materias de sostenibilidad, o la adopción de estándares de reporte de sostenibilidad (por ejemplo, en países como Argentina, Brasil, Chile, Costa Rica, México y Perú).

Estos avances en materias de gobierno corporativo deberían hacerse en conexión con los organismos internacionales. Y todo ello porque las mejoras en GC, fomentan la transparencia e independencia en la toma de decisiones, lo que permitirá atraer más capital extranjero y un mayor desarrollo de los mercados, y harán a las empresas de la región más competitivas.

Bibliografía

- Aguilera, R. & Jackson, G. (2010). Comparative and International Corporate Governance. *The Academy of Management Annals*, 4, 1, 2010, 485–556
- Aguilera, R. (2009): A comparative analysis of corporate governance systems in Latin America: Argentina, Brazil, Chile, Colombia and Venezuela, in McGee, R. (Ed.). (2009). *Corporate governance in developing countries. Country studies of Africa, Asia and Latin America*. New York: Springer. https://doi.org/10.1007/978-0-387-84833-4_17

- Céspedes, J., González, M., & Molina, C. A. (2010). Ownership and capital structure in Latin America. *Journal of Business Research*, 63 (3), 248–254.
- Chong, A. & Lopez-de-Silanes, F. (2007). *Corporate Governance in Latin America*. IDB Working Paper 494. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1820067> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1820067>
- De La Cruz, A., A. Medina & Y. Tang (2019). *Owners of the World's Listed Companies*, OECD Capital Market Series, Paris, <http://www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm>.
- Deloitte Insights (2024). *Women in the boardroom, eight edition*. Extraído de: <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/topics/leadership/women-in-the-boardroom.html>
- Denis, E. (2022). *Enhancing gender diversity on boards and in senior management of listed companies*. OECD Corporate Governance Working Papers, No. 28, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/4f7ca695-en>.
- Domínguez, A. P.; Rodríguez, S. & Vives, F. (2015). *Recomendaciones de Buen Gobierno versus Regulación en Iberoamérica*, en Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV) (2015). *El gobierno corporativo en Latinoamérica*. Extraído de: https://www.iimv.org/wp-content/uploads/2015/04/gobierno-corporativo_web.pdf
- Federo, R. & Coutinho Parente, T. (2023). Understanding board designs in Latin American firms: Insights from Brazil. *Journal of Business Research* 166, 114102
- Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV) (2015). *El gobierno corporativo en Latinoamérica*. Extraído de: https://www.iimv.org/wp-content/uploads/2015/04/gobierno-corporativo_web.pdf
- IFC (2010). *Guía Práctica de Gobierno Corporativo Experiencias del Círculo de Empresas de la Mesa Redonda Latinoamericana*. Extraído de: <https://www.ifc.org/content/dam/ifc/doc/mgrt/spanish-cg-guide-chapter00.pdf>
- Fondo Monetario Internacional (2024). *World Economic Outlook— Steady but Slow: Resilience amid Divergence*. Washington, DC.
- JPMorgan Chase & Co. (2023). *2023 Annual Report*. <https://www.jpmorganchase.com/ir/annual-report/2023>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54, 471–517.
- Martínez-García, I. & Gómez-Ansón, S. (2023). Women on Corporate Boards in Europe: milestones and challenges. In D.M. Mueller (Ed) *Gender Diversity: Past, Present and Future Perspectives*, (1-38) Nova Science Publishers Retrieved from: <https://hdl.handle.net/10651/71236>.
- Medina, A.; De la Cruz, A. & Tang, Y. (2022). *Corporate ownership and concentration*. OECD Corporate Governance Working Papers, 27. <https://dx.doi.org/10.1787/bc3adca3>
- OECD (2024), *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20 2023*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/fb38c737-es>.

- OECD (2023). *Sustainability Policies and Practices for Corporate Governance in Latin America*, Corporate Governance, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/76df2285-en>.
- OECD (2020), *Duties and Responsibilities of Boards in Company Groups*, Corporate Governance, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/859ec8fe-en>.
- Oliveira, M.C.; Rivero, C.; Nabil, M. (2015). *15 años de Gobierno Corporativo en Iberoamérica. líneas generales de su nacimiento y evolución*. En, IIMV. El gobierno corporativo en Latinoamérica. Extraído de: https://www.iimv.org/wp-content/uploads/2015/04/gobierno-corporativo_web.pdf
- Parker Review Committee (2024). *Improving the ethnic diversity of UK business*. Extraído de: <https://parkerreview.co.uk/wp-content/uploads/2024/03/The-Parker-Review-March-2024.pdf>
- Santos, A. A., Crispim, S. F., Oliva, E. C., & Dornelles, M. (2020). Codes of corporate governance of Latin American countries: Analysis of UN practices. *Revista de Administração Mackenzie*, 21(6), 1–28. doi:10.1590/1678-6971/eRAMD200061
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997). A survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, LII, 2, 737-782.
- Superintendencia Financiera (2014), *Code of Corporate Best Practices - Código País*, Instituto Colombiano de Gobierno Corporativo, <https://www.icgc.com.co/wp-content/uploads/2018/01/Co%CC%81digo-Pai%CC%81s-2014.pdf>
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (2006). *Guidance on good practices in corporate governance disclosure*. New York, Geneva: Unctad. Retrieved from https://unctad.org/en/docs/iteteb20063_en.pdf?user=46

