

Posición del Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre la consulta de la Comisión Europea sobre la integración de los mercados de capitales en la Unión Europea

22-5-2025

1. Introducción

La Comisión Europea ha abierto una consulta pública sobre simplificación e integración de los mercados de capitales de la Unión Europea (UE) («Targeted Consultation on Integration of EU Capital Markets»). El objetivo de esta consulta es recabar las opiniones de las partes interesadas sobre los obstáculos a la integración de los mercados financieros en la UE, que constituye una parte fundamental de la implantación de la estrategia de la Unión de Ahorros e Inversiones (UAI o SIU, en siglas inglesas), adoptada el 19 de marzo de 2025. El plazo límite para enviar comentarios es el 10 de junio de 2025.

El Comité Consultivo de la CNMV apoya plenamente el objetivo de la Comisión y coincide en que es necesario eliminar las barreras regulatorias y supervisoras que dificultan el crecimiento de infraestructuras de mercado paneuropeas, el aumento del tamaño de los fondos y la distribución transfronteriza. El Comité también valora positivamente la intención de reforzar la convergencia supervisora y racionalizar los marcos jurídicos actuales para mejorar la eficiencia y la competitividad del sector financiero europeo.

El Comité subraya la importancia de que las reformas propuestas se aborden con un enfoque proporcional y basado en el riesgo, que evite duplicidades regulatorias, costes innecesarios en la transición y preserven la diversidad del ecosistema financiero europeo.

2. Consideraciones preliminares sobre la convergencia normativa y supervisora

Antes de relacionar las propuestas concretas que el Comité Consultivo formula, es preciso exponer una serie de consideraciones preliminares:

- El diagnóstico general es que hay excesiva regulación y muy prescriptiva. El grueso de la regulación se encuentra en el nivel 2 y en el nivel 3 de *soft law*, normativa blanda que *de facto* no es tal, sino que a la fecha hace las veces de norma dura y obligatoria.
- Otro de los problemas estructurales identificados es que en el nivel 3 de guías y recomendaciones se producen innumerables supuestos de *goldplating* nacional. Es decir, sobre una larga lista de materias existen directrices de la ESMA y de la CNMV. Hay que sumar, además, los documentos de expectativas supervisoras nacionales.
- La estructura de mercado y de supervisión en los países de la UE es hoy muy diferente.
- Pese a la carga normativa existente, hay materias claves, como MiFID, que cuentan con un nivel 1 recogido en una directiva y que, por lo tanto, encontramos divergencias muy relevantes en la normativa de servicios de inversión entre un Estado miembro y otro, y sin entrar en el asunto fiscal ni concursal.

Partiendo de esta situación, expresamos algunas consideraciones generales en los puntos siguientes:

- a) Se propone avanzar en los asuntos que sea posible (por ejemplo, en materia de innovación, pero también en otros como mercados multilaterales) hacia normas menos prescriptivas y más basadas en principios.
- b) Se sugiere, en línea con el informe Letta, adoptar reglamentos frente a directivas. En el actual contexto de simplificación normativa en la UE, el reglamento se presenta como el instrumento normativo más adecuado para evitar fenómenos de *goldplating* en los Estados miembros y, con ello, la consiguiente fragmentación del mercado europeo. A diferencia de las directivas, los reglamentos son directamente aplicables y no requieren transposición, lo que contribuye a una mayor armonización y mitiga las disparidades regulatorias entre distintas jurisdicciones.

Sobre los reglamentos conviene además hacer una consideración adicional. Aunque los reglamentos de la UE tienen carácter directamente aplicable y están concebidos para garantizar la armonización normativa, en la práctica muchos reglamentos del ámbito financiero —como el CRR, CSDR o incluso MiFIR— incluyen opciones nacionales o márgenes de discrecionalidad supervisora que permiten a los Estados miembros o a sus autoridades competentes adaptar aspectos técnicos, operativos o prudenciales a nivel nacional. Esta práctica, debilita el objetivo de integración del mercado único. Si el propósito de un reglamento es precisamente evitar divergencias en la aplicación, no resulta coherente que incorpore cláusulas que permiten a cada Estado miembro adoptar criterios distintos. La existencia de opciones nacionales debería ser excepcional, limitada en el tiempo y siempre con una justificación técnica.

- c) En ámbitos como MiFID, como decíamos, en el que el nivel 1 lo compone una directiva, resulta erróneo centrar el esfuerzo exclusivamente en la convergencia supervisora, cuando los marcos regulatorios y las estructuras de mercado y de entidades siguen siendo distintos entre Estados miembros. Lograr una visión completa del grado de convergencia supervisora requiere analizar estos marcos estructurales y regulatorios previamente.
- d) Las normas técnicas de regulación (RTS) y de implementación (ITS, ambas siglas inglesas), que constituyen el **nivel 2**, han de acotarse y limitarse. El nivel 2 no puede convertirse, sistemáticamente, en una fuente adicional de cantidad y complejidad de la regulación, sino que debería contribuir a una aplicación clara, coherente y operativa del marco normativo. Parece que esta es la posición de la Comisión en los últimos meses, toda vez que nos hemos encontrado con numerosos casos de rechazos (borrador de la ESMA de las RTS sobre FILPE, varias RTS de MiCA, etc.) en los que la autoridad europea iba más allá del mandato del legislador.
- e) Varias cuestiones sobre el **nivel 3**:
 - Para que los reglamentos de los niveles 1 y 2 cumplan efectivamente su función armonizadora, es imprescindible que su aplicación sea uniforme y coherente en toda la Unión. La existencia de interpretaciones nacionales divergentes o prácticas supervisoras diferenciadas desvirtúan los objetivos de simplificación y armonización, perpetuando —incluso cuando se promulgan reglamentos sin opciones nacionales— los mismos problemas de fragmentación que se busca superar. Han de limitarse las guías, recomendaciones y expectativas supervisoras nacionales y valorar la posibilidad de *non-action letters* de la ESMA.
 - Sería deseable que, no solo en el desarrollo de las RTS e ITS, sino también en las directrices y guías de nivel 3, se reforzara la consideración del *feedback*

recibido en las consultas públicas, de forma que se logre mayor alineación con la realidad del mercado y las preocupaciones de los actores implicados.

- Sería también muy recomendable delimitar y limitar en la práctica los efectos del nivel 3 al no ser normas imperativas sino recomendaciones o normas blandas.

f) Otro punto es el enfoque de la proporcionalidad:

- La normativa horizontal, como el SFDR o el reglamento DORA, requiere un enfoque más proporcional, que tenga en cuenta las diferencias entre las entidades participantes en el mercado, especialmente en términos de tamaño, líneas de negocio y nivel de exposición al riesgo.
- El crecimiento uniforme y continuado de la presión regulatoria sobre todos los participantes en el mercado provoca cargas desproporcionadas para los actores de menor tamaño, con efectos adversos sobre la competencia, la innovación y, en última instancia, sobre los propios inversores.

Por ilustrar esta desproporción, en DORA, a diferencia de las empresas de servicios de inversión (ESI) pequeñas y no interconectadas, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y otras entidades financieras no disponen de un régimen simplificado y quedan todas sujetas al régimen general sin distinción. Esta asimetría regulatoria injustificada carece de una base sólida, dado que muchas gestoras presentan estructuras operativas sencillas y una exposición al riesgo tecnológico más limitada.

3. Propuestas de simplificación específicas

A. BARRERAS Y PROPUESTAS RELATIVAS A LAS INFRAESTRUCTURAS DE NEGOCIACIÓN

A.1. Integración de *pools* de liquidez

Existe un consenso general sobre que la integración de los mercados de capitales de la UE sigue siendo limitada, especialmente por la fragmentación existente y las barreras estructurales y regulatorias:

La proliferación de plataformas alternativas (*dark pools*, SI, OTC) ha desplazado liquidez de los mercados regulados y debilitado la formación de precios.

Las diferencias normativas nacionales (fiscales, societarias, de insolvencia) y el *goldplating* siguen generando inseguridad jurídica y desincentivan la inversión transfronteriza.

Las prácticas supervisoras divergentes dificultan una aplicación coherente de las normas en toda la UE.

La falta de homogeneidad regulatoria y supervisora se generan los siguientes efectos:

- Un desplazamiento de la negociación hacia los centros que tengan ventajas comparativas frente a los demás.
- Pérdida de competitividad para los centros con regulación supervisión más exigente lo que probablemente conllevará una desaparición de centros de negociación.
- En la medida que haya menos centros, se generarán prácticas oligopolistas que irán en detrimento del inversor.
- Disminución de seguridad para los inversores en la prestación de los servicios.

A.2. Tecnología y conectividad

La infraestructura tecnológica actual permite un acceso eficiente a los mercados, tanto directo como indirecto.

Pese a que técnicamente es posible, los costes de membresía hacen inviable tener un acceso directo a todos los centros pudiendo redundar en un mayor coste para

los clientes, aunque generalmente son internalizados por el intermediario lo que va en detrimento de su rentabilidad.

Por otro lado, las tecnologías actuales permiten la transmisión de las órdenes a través de terceros intermediarios a los centros de negociación con una velocidad que podríamos calificar de óptima, lo que permite una eficiencia en la gestión de las órdenes que apenas supone diferencia entre el acceso directo e indirecto.

Los intermediarios ya utilizan soluciones de conectividad sofisticadas, por lo que no se considera necesario imponer la adopción de tecnologías como SOR (*smart order routing*). Su uso debe responder a las necesidades concretas de cada entidad y a la demanda de sus clientes.

A.3. Consolidated tape (CT) y mejor ejecución

Se rechaza el uso del CT como referencia para decisiones de ejecución en tiempo real por problemas de latencia, precisión y dispersión geográfica de centros de datos en la UE.

También se considera que la eliminación de las RTS 27 y 28 ha restado capacidad a los inversores para evaluar adecuadamente la calidad de ejecución.

Se reclama una mejora en la transparencia de los datos pre y posnegociación.

A.4. Subastas de cierre

En este punto se apuntan dos posiciones diferentes entre los miembros del Comité Consultivo.

Un sector entiende que el sistema actual de subastas funciona correctamente y no hay necesidad de nuevas medidas regulatorias.

Otro por el contrario entiende que hay una falta de competencia real y sugiere que el CT podría aportar valor como elemento armonizador de precios de cierre. Para este sector el nivel de competencia en las subastas de cierre es prácticamente nulo; no obstante, entendemos que tener más de una referencia de precios de cierre sería complicado para gestionar una correcta valoración de activos.

Por ello, este sector entiende que un registro consolidado permitiría una competencia entre los centros a la hora de establecer o convocar subastas de cierre y se eliminaría la problemática de contar con varios precios de referencia, bien porque se permita que confluyan e interactúen todos los centros en el registro consolidado o bien porque, aun cuando no puedan interactuar, solo se establecería un único precio de referencia.

A.5. Exenciones y negociación opaca

La negociación en *dark pools* y SI ha crecido a costa de los centros multilaterales, lo que ha reducido la transparencia y la calidad de la formación de precios.

Se pide:

- revisar el uso de exenciones (RPW, NTW),
- limitar su aplicación a órdenes de gran tamaño, y
- asegurar la igualdad de condiciones entre sistemas multilateral y bilateral.

A.6. ETF y CCP

Se considera que la interoperabilidad limitada entre CCP y ciertas asimetrías operativas y regulatorias están afectando la integración del mercado de ETF.

La falta de transparencia y el modelo OTC son limitaciones estructurales:

- Los ETF necesitan mucha más transparencia y los centros de negociación deberían tomar la iniciativa en lo que respecta a los datos agregados de los ETF, lo que también requeriría la interoperabilidad entre las entidades de contrapartida central.
- Los ETF de gestión pasiva, como funcionan actualmente con el modelo operativo OTC (cliente final frente a creador), están destruyendo valor en el mercado. Más ETF canalizados de la misma manera no revertirían la tendencia.

A.7. Operativa bilateral versus multilateral

La competencia entre ambos modelos ha generado innovación, pero también:

- fragmentación de la liquidez,
- mayores costes de ejecución, y
- una pérdida de transparencia.

Se defiende que las órdenes minoristas deberían dirigirse preferentemente a centros multilaterales, por razones de protección del inversor y calidad de formación de precios.

B. PROPUESTAS RELATIVAS A LAS INFRAESTRUCTURAS POST-NEGOCIACIÓN

B.1. Barreras a los servicios CSD transfronterizos

Existen barreras fiscales, legales y operativas para el acceso transfronterizo a servicios de depósito central de valores. Se denuncian restricciones como:

- Requisitos de representación fiscal local (Francia, Italia, Portugal).
- Limitaciones para liquidar valores en divisa distinta al euro fuera de T2S.

Para la desaparición de estas restricciones, se propone:

- Desagregación obligatoria de servicios y acceso transparente a servicios nacionales por parte de CSDs inversores.
- Eliminar obstáculos a la liquidación multimonedada.

B.2. Enlaces entre CSDs

Se destacan barreras fiscales y operativas para establecer y mantener enlaces funcionales.

Las prácticas de CCP que limitan la liquidación solo a CSD nacionales obstaculizan la consolidación en T2S.

Se defiende a estos efectos:

- Que los CCP ofrezcan opciones de localización de liquidación.
- La desaparición progresiva del modelo CCBM en favor de T2S.
- Mantenimiento de enlaces formales entre CSD como soporte contractual y de supervisión.

B.3. Estandarización y armonización

Se pide acelerar la incorporación de todos los activos y CSD a T2S.

Se detectan incumplimientos persistentes en estándares como SCoRE y se sugiere reforzar la presión sobre los mercados no conformes.

B. 4. Tecnología DLT

La normativa debe ser tecnológicamente neutra, es decir, no deben preverse regímenes distintos para actividades coincidentes, aunque se lleven en tecnologías diferentes.

Se identifican barreras por falta de wCBDC, fragmentación, escasa adopción e inseguridad jurídica en sistemas sin ubicación clara.

Se propone:

- Revisar el factor de conexión legal para definir la ley aplicable en DLT (PROPA, lex societatis, etc.).
- No expandir funciones de T2S a emisión o custodia (por riesgo de concentración en el BCE).

B. 5. CSDR / SFD / FCD

Se pide una revisión profunda del marco normativo, en concreto se sugiere:

- Redefinir servicios auxiliares bancarios que no impliquen riesgo crediticio (para permitir más liquidación en divisas).

- Armonizar conceptos como "posesión" y "control" en FCD para el uso de garantías, también en criptoactivos.
- Ampliar el elenco de activos elegibles como colateral (commodities, derechos de emisión).
- Incluir protección reforzada a CCP ante incumplimientos o resolución.

B.6. Costes y transparencia

Se pide exigir a los intermediarios:

- Mayor transparencia de costes de liquidación y custodia.
- Desglose específico de servicios asociados a operaciones transfronterizas.

B.7. Evaluación crítica del Refit

Aunque valora la intención de simplificación del CSDR Refit, se advierte que los nuevos RTS e ITS añaden obligaciones de reporte más complejas (16 nuevos datos bajo artículo 41) y que esto puede contradecir el objetivo de simplificación.

C. BARRERAS HORIZONTALES A LA NEGOCIACIÓN Y POST NEGOCIACIÓN

C. 1. Barreras horizontales según el informe EPTF

Se mencionan las 12 barreras del EPTF y otras añadidas (watchlist) con esta valoración.

Persisten barreras clave:

- Fragmentación de acciones corporativas, normas de segregación de activos, identificación de accionistas, procedimientos fiscales (especialmente de retención en origen).
- Obstáculos a la liquidación DvP en divisas extranjeras.

Barreras resueltas o en resolución:

- Estándares de mensajería (gracias a ISO20022), datos de referencia (EPTF 7).
- Se subraya que la Directiva FASTER (prevista para 2030) podría mitigar barreras fiscales, pero no lo resuelve todo.

C.2. Sinergias operativas intra-grupo

El régimen actual de externalización no ha de por tratar igual a terceros y a entidades del mismo grupo como hasta la fecha. Se propone en su lugar:

- Régimen diferenciado para outsourcing intra-grupo.

- En el caso del cloud outsourcing, armonización regulatoria europea (más allá de directrices de ESMA).
- Barreras regulatorias específicas (CSDR, DORA) impiden que los CSD europeos ofrezcan servicios equivalentes a los ICSDs.

C. 3. Barreras jurídicas y fiscales

Se señalan como barreras la prohibición a CSD europeos de anticipar fondos limita su competitividad frente a ICSD y la obligación de usar intermediarios fiscales nacionales en países como Francia, Italia o Portugal impide el acceso directo a servicios por parte de CSD inversores.

C. 4. Barreras técnicas y de mercado

Las CCPs suelen restringir la liquidación al CSD nacional, lo que impide consolidar la liquidez en T2S, y frena la eficiencia.

Como soluciones podrían explorarse:

- Permitir a las CCP ofrecer elección de ubicación de liquidación.
- Priorizar este cambio en los mercados de repos.

C. 5. Otras barreras estructurales

El mantenimiento del modelo CCBM compite con T2S. Se sugiere su eliminación progresiva cuando existan enlaces viables entre CSDs y bancos centrales nacionales.

C. 7. Tokenización y DLT (DLT Pilot Regime)

En relación con el Régimen Piloto sería oportuno:

- Ampliar límites de volumen y tipo de instrumentos bajo el Régimen Piloto.
- Regular rutas claras para “graduar” del régimen piloto al régimen estándar tradicional.
- Continuar con un enfoque flexible y basado en principios.
- Aclaraciones sobre el uso de wCBDCs como clave para el éxito.

C. 8. Interoperabilidad e infraestructuras mixtas

Se pide intervención pública para garantizar:

- Interoperabilidad entre sistemas tradicionales y DLT.
- Estándares comunes (de activos, contratos, puentes entre blockchains).

Los CSDs regulados que operen en múltiples redes son un modelo a considerar para asegurar interoperabilidad práctica.

D. PROPUESTAS SOBRE EL RÉGIMEN DE EMISIÓN Y EMISORES QUE OPERAN EN LOS MERCADOS

D.1. Mejoras en el régimen de los folletos

Si bien la Listing Act tuvo como finalidad reducir la carga asociada a la elaboración de folletos, se considera que aún son necesarias medidas adicionales de alivio de la carga. En términos generales, se sugiere lo siguiente:

- a) Aprobación más ágil y económica: se propone establecer plazos más breves y definidos para la revisión por las autoridades competentes de los folletos dirigidos al mercado de crecimiento para pymes, así como introducir la figura de la “aprobación tácita” o silencio positivo en caso de ausencia de respuesta dentro del plazo establecido.
- b) En cuanto a la duplicidad de información: las sociedades emisoras pueden verse obligadas a reproducir información financiera y sobre riesgos en distintos documentos regulatorios, tales como el folleto, los informes anuales y los informes financieros intermedios. Asimismo, existen solapamientos entre los requisitos establecidos por la normativa sobre folletos y los relativos a la transparencia (por ejemplo, la reiteración de resultados financieros previos). Algunas disposiciones de transposición nacional (conocidas como *goldplating*) imponen cargas adicionales —por ejemplo, tasas de presentación— pese a que el reglamento sobre folletos está ampliamente armonizado en la UE. Estas divergencias generan incertidumbre jurídica para las pymes o las disuaden de recurrir a determinadas vías de financiación.

Se sugieren las siguientes propuestas concretas sobre los folletos:

- a) Factores de riesgo: los requisitos actuales relativos a la jerarquización y presentación de los factores de riesgo (limitación a un número determinado de categorías) resultan excesivamente onerosos y no se ajustan a las prácticas internacionales, donde los inversores esperan la divulgación de factores de riesgo considerados “estándar”.
- b) Umbral de exención: se propone elevar el umbral actual de 150 personas físicas o jurídicas a 500 personas, a efectos de exención de la obligación de publicar folleto.
- c) Exclusiones del ámbito de aplicación: las operaciones de oferta y admisión a negociación de valores emitidos en el contexto de ofertas públicas de adquisición mediante canje de valores, así como en procesos de fusión o escisión, deberían quedar excluidas del ámbito de aplicación del Reglamento sobre folletos, en tanto ya se encuentran reguladas por otros instrumentos jurídicos de la Unión Europea.

- d) Documentos incorporables por referencia: se propone ampliar el ámbito de documentos que pueden incorporarse por referencia en un folleto, incluyendo todos aquellos que hayan sido puestos a disposición con anterioridad o simultáneamente a través del Mecanismo Oficial de Almacenamiento (Officially Appointed Mechanism, OAM).

D.2. Propuestas para el reglamento sobre abuso de mercado

Aunque la Listing Act tuvo como objetivo reducir la carga regulatoria asociada a procedimientos prolongados, se considera que aún son necesarias medidas adicionales de alivio.

El Reglamento (UE) n.º 596/2014 sobre Abuso de Mercado (MAR, en siglas inglesas) tiene como finalidad prevenir el uso de información privilegiada y garantizar la divulgación oportuna de información sensible al mercado. No obstante, las obligaciones de tipo “único para todos”, impuestas por el MAR, afectan de manera especialmente gravosa a las pymes, debido a los requerimientos burocráticos de cumplimiento. Para este tipo de emisores de menor tamaño, la obligación de mantener listas detalladas de personas con información privilegiada y la complejidad de las normas sobre *market sounding* suponen cargas significativas considerando que, a menudo, no cuentan con departamentos específicos de cumplimiento normativo.

Se sugieren las siguientes propuestas concretas:

- a) Listas de personas con información privilegiada: La gestión de estas listas resulta excesivamente onerosa debido a la cantidad de datos que el emisor debe recabar e incluir. Es dudoso si se ha logrado un equilibrio adecuado entre la utilidad potencial de dichas listas y la importante carga administrativa que representan para las empresas.

Con independencia del número de personas incluidas en dichas listas, es fundamental reducir el volumen de datos exigidos a cada persona, en especial los de carácter personal (como direcciones de correo electrónico privadas, números de teléfono, segundas residencias, etc.). En caso de investigación, las autoridades nacionales cuentan con los medios necesarios para obtener dichos datos directamente.

- b) Listas y proveedores externos: En similar línea a la indicada en el punto previo, anterior, el informe final de la ESMA sobre la revisión del MAR propone modificar el reglamento para permitir que el emisor incluya únicamente los datos de una persona física por cada persona jurídica que actúe en su nombre o por su cuenta y tenga acceso a información privilegiada. A su vez, cada persona jurídica debería mantener su propia lista de personas con información privilegiada, incluyendo una persona física de contacto por proveedor externo.

- c) Operaciones de los directivos: El artículo 19.8 del MAR, relativo al método de cálculo del umbral para las operaciones de los directivos, debería modificarse a fin de fijar que, una vez alcanzado el umbral (por ejemplo, 20.000 euros), el cálculo se reinicie desde cero hasta alcanzarse nuevamente el umbral.

Deberían excluirse de la obligación de notificación las operaciones que consistan en donaciones, herencias y regalos, ya que no estaban incluidas en las operaciones sujetas a notificación bajo la directiva MAD, al tratarse de operaciones completamente pasivas desde el punto de vista de la persona con responsabilidad directiva (PDMR). Estas operaciones no tienen un valor de señal para el mercado, dado que el campo correspondiente al precio debe indicarse como “0” en los formularios de notificación.

Asimismo, existen dificultades prácticas para calcular el valor de una donación, regalo o herencia. Además, estas operaciones han sido excluidas del ámbito de aplicación de los períodos cerrados conforme al nuevo artículo 19.12-bis, ya que no implican “decisiones activas de inversión por parte de las personas con responsabilidad directiva” (véase el considerando 76 de la Listing Act).

También debería aclararse que, en los casos en que se asignen acciones de rendimiento a los PDMR como parte de su paquete retributivo, la obligación de notificación solo surge en el momento de la venta de las acciones, dado que es entonces cuando existe un auténtico valor de señal para el mercado.

- d) Personas estrechamente vinculadas: La exigencia de mantener un listado de personas estrechamente vinculadas conforme al artículo 19(5) debería ser suprimida, ya que representa un coste desproporcionado.

La inclusión de dichas personas en las obligaciones de notificación resulta excesivamente gravosa y plantea además problemas relacionados con la protección de datos personales.

- e) *Market soundings*: Se propone ampliar la exención introducida para las colocaciones privadas de bonos dirigidas a inversores cualificados (art. 11, 1a) a las colocaciones de acciones, e incluir en ambos casos a los inversores que adquieran valores por una contraprestación total de al menos 100.000 euros, o que sean considerados inversores sofisticados en el sentido del reglamento de financiación participativa (crowdfunding) de la UE.

Se recomienda también simplificar el procedimiento para que las pymes puedan llevar a cabo los *market soundings* (comunicaciones previas de información sensible a inversores potenciales bajo confidencialidad), mediante la reducción de formalidades documentales (guiones estándares, obligación de conservar registros). Por ejemplo, las pymes podrían utilizar un acuerdo de confidencialidad estándar con los inversores y así considerarse conformes al MAR sin

necesidad de aplicar el procedimiento completo. Esto fomentaría que las pymes exploren el interés del mercado en nuevas emisiones sin enfrentar complejidades jurídicas excesivas.

- f) Sanciones: Las sanciones potenciales por el incumplimiento de obligaciones técnicas (como la notificación de operaciones de directivos o la elaboración de listas de personas con información privilegiada) resultan desproporcionadas.

El temor por incurrir en infracciones involuntarias —y ser objeto de sanciones severas— puede disuadir a los directivos de pymes de acceder a mercados cotizados. Las sanciones por retraso o errores en el registro de listas deberían suprimirse o reducirse considerablemente.

Asimismo, se requiere un régimen de sanciones y supervisión más proporcional. Se debería instar a las autoridades nacionales a aplicar sanciones administrativas más bajas o advertencias en los casos de incumplimientos leves o por primera vez por parte de las pymes, priorizando la formación y mejora del cumplimiento sobre el castigo.

D.3. Digitalización

La implementación del ‘formato electrónico único europeo’ (ESEF, en siglas inglesas) ha incrementado la carga administrativa y ha generado costes adicionales para los emisores, sin que se hayan demostrado beneficios concretos. Las observaciones recibidas de los inversores respecto de dicho formato indican que no lo utilizan ni tienen expectativas al respecto.

En este contexto, resulta pertinente cuestionar la utilidad del formato XBRL (así como de otros formatos XML), especialmente cuando los agentes del mercado emplean herramientas basadas en inteligencia artificial para la recopilación y análisis de datos de forma más eficiente.

D.4. Derecho de sociedades y gobierno corporativo

En este apartado, apuntamos:

- a) El régimen legal 28^o (*28th legal regime*) para todas las empresas que operan en el Mercado Único representaría un avance significativo en la dirección correcta.
- b) Acciones con voto múltiple y acciones de fidelidad: Se propone promulgar la propuesta de directiva sobre acciones con voto múltiple para permitir acciones de doble clase para las pymes cotizadas en mercados regulados de todos los Estados miembros.

Esto permitirá a las pymes de alto crecimiento conservar el control (por ejemplo, mediante derechos de voto de 10x por acción), al tiempo que acceden al capital social. Se prevén salvaguardias (cláusulas de extinción de aproximadamente 5

años, ratios máximas de voto como 10:1 y protección reforzada para los accionistas minoritarios) para evitar que se comprometa el buen gobierno corporativo.

- c) Facilitación de reuniones digitales de accionistas: Se propone profundizar y clarificar el marco de los derechos de los accionistas (y las legislaciones nacionales) para permitir por defecto juntas generales totalmente virtuales o híbridas, así como notificaciones electrónicas a los accionistas.

Esto reduciría el coste de organizar juntas físicas, una carga recurrente señalada por las pymes. Durante la pandemia de la COVID-19, las reuniones virtuales se generalizaron; hacer esta medida permanente, con salvaguardias para la participación efectiva, es una simplificación lógica. Algunos países aún exigen notificación mediante anuncios en prensa, una carga obsoleta. Además, normativas como la SRD II exigen votaciones sobre remuneraciones y transparencia, pero algunos Estados miembros las han sobre regulado: por ejemplo, Italia exige dos votaciones anuales separadas (política y reporte) sobre remuneraciones, lo que es innecesario y costoso para un emisor pequeño.

- d) Simplificación de normas sobre operaciones con partes vinculadas (RPT, en siglas inglesas): El proceso de aprobación de RPT (conforme a la SRD II y su transposición nacional es demasiado exigente en algunos extremos (por ejemplo, en algunos casos se exige una opinión independiente sobre la equidad financiera incluso para transacciones de tamaño moderado).

Se propone elevar los umbrales de aprobación por parte de accionistas para este tipo de operaciones, de forma que solo las más significativas requieran procesos complejos, y permitir una divulgación simplificada en la memoria anual para RPT de menor entidad. Las pymes podrían beneficiarse de umbrales de materialidad más altos o procedimientos de aprobación simplificados cuando la operación se realice a valor de mercado.

- e) Movilidad societaria transfronteriza: Se propone simplificar los procedimientos, para que las pymes puedan trasladar su domicilio social o fusionarse transfronterizamente. Aunque el Paquete de Derecho de Sociedades de la UE (2019) introdujo normas armonizadas para conversiones y fusiones transfronterizas, el proceso sigue siendo complejo.

Facilitar la operativa transfronteriza permitiría reducir cargas indirectas y elegir jurisdicciones con legislaciones societarias más favorables, garantizando al mismo tiempo la protección de trabajadores y acreedores.

- f) Directiva de derechos de los accionistas II (SRD II): En lugar de una armonización exhaustiva, que seguramente sería larga y compleja, se propone una opción más simple, mediante una definición funcional y ad hoc aplicable únicamente

al capítulo de la directiva, basada en una definición explícita del "inversor final", actualmente implícita.

El umbral opcional para la identificación de accionistas en la SRD II (0 % a 0,5 % del capital social), fijado por los Estados miembros, ha actuado como un desincentivo. Se sugiere eliminar dicho umbral, permitiendo que sea el emisor quien lo determine.

La comunicación con el accionista real sigue siendo difícil, ya que los intermediarios no comparten los datos del contacto clave, obstaculizando la comunicación. Aunque los actos de ejecución permiten dejar en blanco los campos de información si no están disponibles, en la práctica muchos intermediarios no proporcionan dichos datos, incluso cuando los posee. Para inversores institucionales, los emisores necesitan conocer el contacto directo; debería exigirse a los intermediarios que faciliten esta información.

Una SRD II revisada debería reforzar la transparencia, la proporcionalidad y la no discriminación de las tarifas de los intermediarios. La directiva de servicios de pago puede servir de referencia para garantizar el cumplimiento.

Asimismo, existen solapamientos, pues las obligaciones de la SRD II se superponen con otros informes. Por ejemplo, la divulgación de remuneraciones ya figura en los estados financieros y declaraciones de gobierno corporativo.

Se propone permitir referencias cruzadas para evitar duplicidades. Además, diversas directivas (Transparencia, SRD II, CSRD) exigen informes en el mismo paquete anual. Para una pyme, cumplir con especificaciones distintas es una carga significativa.

g) Normas sobre ofertas públicas de adquisición (OPA): Se propone lo siguiente:

- Umbrales obligatorios más altos o flexibles: permitir a los Estados miembros fijar umbrales más altos para OPA obligatorias en pymes (por ejemplo, 50 % en vez de 30 %). Alternativamente, permitir a las pymes (mediante aprobación estatutaria) optar por un umbral más alto dentro de un rango fijado por la UE. Italia ya permite hasta 40 % para este fin.
- Proceso simplificado de OPA para pymes: establecer un documento tipo "oferta resumida" para pymes (menos páginas que un folleto completo) y acortar plazos donde proceda. Los reguladores podrían aprobar más rápidamente ofertas cuando el objetivo es una pyme y la operación es simple.
- Umbrales armonizados de *squeeze-out* y *sell-out*: armonizar y reducir el umbral de exclusión forzosa en el contexto de pymes a, por ejemplo, 90 % o incluso 85 %, para incentivar ofertas y reducir riesgos para los propietarios mayoritarios. Garantizar también el derecho de venta forzosa para minoritarios.

- Exenciones para reestructuraciones intragrupo: permitir, con autorización del regulador, que cambios de control internos (como reestructuraciones familiares) no desencadenen OPA obligatoria.
 - Solapamientos: si la contraprestación en una OPA incluye valores, podrían requerirse múltiples documentos (folleto, documento de OPA). Se propone fusionar estos requisitos. Las reglas nacionales difieren mucho (neutralidad del consejo, divulgación de impactos laborales, etc.), lo que genera confusión en operaciones transfronterizas. Italia, con su sistema de umbral dual (25 % y 30 %), es un ejemplo de complejidad que se debería armonizar.
- h) Transparencia y obligación de información continua. Se propone lo siguiente:
- Flexibilidad en el ‘formato electrónico único europeo’ (ESEF): eximir temporalmente a pymes cotizadas de la obligación de etiquetar en XBRL. Permitir solo PDF/HTML durante los primeros años tras la salida a bolsa. Ese requisito ha supuesto costes elevados (hasta 20.000 € en Italia).
 - Coordinación de regímenes de información: garantizar que las exigencias de la CSRD para pymes no contradigan las simplificaciones propuestas. Posiblemente combinar los informes financieros y ESG en un solo documento.
 - Solapamientos: los informes trimestrales se superponen entre la directiva de transparencia y el MAR. También hay conflictos entre la notificación de participaciones significativas (directiva) y las de personas con responsabilidad (reglamento). Un sistema unificado para estas notificaciones ayudaría.
- i) Normas contables y auditoría.
- “IFRS simplificado” para pymes: promover en la UE y en resto de jurisdicciones el uso de los IFRS para pymes en mercados cotizados. Actualmente no se permite, pero podría autorizarse en mercados de crecimiento para pymes o por debajo de un determinado umbral de capitalización bursátil.
 - Requisitos de auditoría proporcionales: fomentar la competencia en el mercado de auditoría y alinear el informe de auditoría según el tamaño de la empresa.
 - Solapamientos: las pymes cotizadas se sienten presionadas para aplicar marcos de control interno similares a los de grandes empresas (como la Ley Sarbanes-Oxley en EE.UU.), aunque no sean obligatorios. Debe aclararse que no es necesario implementar sistemas costosos si la ley no lo exige.
- j) Directiva (UE) 2015/849 – Titularidad real (UBO): Las empresas cotizadas están exentas de declarar el titular real, dado que ya están sujetas a obligaciones de transparencia conforme al reglamento de folletos 3. Esta exención está prevista

en una directiva, por tanto, sin efecto directo. Esto ha provocado divergencias en las normativas nacionales y en las prácticas de los Estados miembros.

Para las multinacionales, esto conlleva dificultades para cumplir múltiples requisitos y mantener la coherencia entre declaraciones, debido a diferencias en los criterios. Esto genera cargas administrativas e inseguridad jurídica, a pesar de que los objetivos de identificación y prevención del fraude ya están cubiertos por el marco de folletos.

E. MEDIDAS RELATIVAS A LA GESTIÓN DE ACTIVOS

En el ámbito de gestión de activos, la búsqueda de una mayor proporcionalidad o simplificación normativa, así como la eliminación de barreras a la operativa transfronteriza, no debe implicar una alteración radical de pilares regulatorios consolidados, como los marcos UCITS o AIFMD. Estos han demostrado ser eficaces, ampliamente reconocidos por los participantes del mercado y por los inversores, y constituyen una referencia internacional en la regulación de productos y entidades del sector financiero.

Alterar los elementos definitorios de marcos normativos como UCITS o AIFMD podría generar efectos disruptivos significativos en el funcionamiento actual del mercado europeo de fondos, y afectar a la seguridad jurídica, a la comparabilidad transfronteriza de productos y a la confianza del inversor. Estas etiquetas cumplen una función comercial y reputacional, facilitando la comercialización de fondos y sirviendo como garantía de cumplimiento de estándares. Es más, estos marcos normativos han demostrado su resiliencia en entornos financieros complicados, como los de la COVID-19, el Brexit o la guerra de Ucrania.

Sin perjuicio de lo anterior, se reconoce, y resulta necesario, avanzar en la reducción de cargas administrativas y requisitos redundantes que no aportan un verdadero valor añadido en términos de protección al inversor o estabilidad financiera, así como en la eliminación de las barreras aún existentes a la operativa transfronteriza a pesar de las últimas modificaciones realizadas por la Directiva (UE) 2019/1160 (DDTF) y el Reglamento (UE) 2019/1156 (RDTF) que se facilita la distribución transfronteriza de organismos de inversión colectiva.

Esta simplificación es clave para incrementar la competitividad del mercado europeo, facilitar la innovación y permitir que los actores de la gestión de activos operen de manera más eficiente en un entorno regulatorio exigente pero equilibrado.

Por tanto, los esfuerzos deben centrarse en optimizar los mecanismos de aplicación, reducir las cargas administrativas y armonizar los regímenes de supervisión, especialmente teniendo en cuenta el tamaño, la naturaleza y el perfil de riesgo de las entidades. No se trata de redefinir los marcos regulatorios básicos que

sustentan la arquitectura del mercado europeo de fondos, sino de garantizar que dicho mercado funcione como un espacio único, eficiente y competitivo, capaz de movilizar el capital necesario para afrontar los desafíos de la economía europea.

Se proponen las siguientes medidas:

E.1. Solapamiento entre normativa específica del producto fondo (UCITS/AIFMD) y la normativa MiFID

Una interacción más eficaz entre MiFID II —centrada en las normas de conducta y distribución— y la normativa sectorial de gestión de activos —como UCITS o AIFMD— exige una aplicación más coordinada y uniforme, que reconozca las diferencias funcionales entre ambos marcos sin generar solapamientos regulatorios.

Mientras MiFID regula la relación entre el distribuidor y el cliente, los marcos específicos de gestión de activos ya imponen requisitos exigentes sobre la estructura, liquidez y transparencia de los productos (en especial, las obligaciones de información pre y poscontractuales a los partícipes). La superposición de obligaciones puede derivar en cargas normativas innecesarias y desproporcionadas, que afectan tanto a la eficiencia operativa como a la claridad regulatoria.

En este sentido, resulta particularmente relevante clarificar el tratamiento de la comercialización de IIC realizada directamente por las gestoras bajo el régimen de las directivas UCIT y DGFIA. Actualmente, algunos Estados miembros —como España— aplican MiFID también en estos supuestos, lo que genera fragmentación regulatoria y diferencias de trato injustificadas entre jurisdicciones. Esta cuestión se debería clarificar y armonizar en la UE.

A este respecto, la reciente modificación de ambas directivas por la Directiva 2024/927 ha optado por no modificar esta cuestión, por lo que, mientras no se modifiquen ambas directivas para extender la aplicación de MiFID a la comercialización de IIC, sería conveniente que dicha extensión no se realizase en la normativa nacional.

E.2. Simplificación y racionalización de la información precontractual en IIC: reglamento PRIIP

Actualmente, la elaboración de los KID conforme al reglamento PRIIP presenta una complejidad considerable. Pese a los esfuerzos por facilitar la comprensión mediante avisos y elementos gráficos, la correcta interpretación de la información por el inversor sigue siendo muy limitada. Esto se debe, fundamentalmente, a dos razones:

- el inversor medio desconoce la naturaleza de los indicadores estadísticos incluidos, especialmente en el caso de fondos de inversión, y

- resulta prácticamente imposible para el inversor verificar la veracidad y calidad de los datos presentados.

Si bien es cierto que simplificar puede implicar una cierta pérdida de precisión, también lo es que una información técnicamente rigurosa pero difícil de interpretar puede convertirse en una fuente de desinformación, más que de protección. En una posible revisión de PRIIP podría valorarse tomar como referencia el nuevo régimen británico (Consumer Composite Investments).

Por otro lado, la preparación de los KID requiere herramientas específicas y personal muy cualificado para calcular índices, costes y rentabilidades conforme al formato exigido. En este contexto, cualquier simplificación supondría un ahorro significativo en costes operativos que, si no se trasladan al inversor, redundarían en su beneficio.

Se proponen en concreto las siguientes medidas:

- a) Mantener la extensión máxima del DFI: Con el objetivo de mantener la finalidad del DFI de recoger de forma clara y resumida información relevante del producto para facilitar al inversor minorista su comprensión y comparación con otros productos de inversión, se considera necesario mantener la longitud máxima de 3 páginas evitando cargas innecesarias e información repetitiva.
- b) Excluir de la elaboración y revisión del DFI a los PRIIP que no están a disposición de los inversores minoristas: Imponer requisitos de revisión sobre productos que ya no están disponibles para inversores minoristas genera cargas innecesarias y puede tener efectos disuasorios en la comercialización transfronteriza al establecer una carga regulatoria excesiva.
- c) Suscripciones periódicas: Sería útil aclarar que el concepto de “operación sucesiva” incluye tanto suscripciones periódicas como adicionales sobre la misma IIC, de manera que permita entregar el DFI solo en la primera operación y tras su revisión. Esto evitaría entregas repetitivas sin valor añadido para el inversor.
- d) Se propone excluir los derivados estandarizados (ETD) del ámbito del PRIIP-KID o permitir al menos agrupar instrumentos por subyacente para evitar la publicación de decenas de documentos inútiles para el inversor.

E.3. Operativa transfronteriza en la gestión y distribución de IIC

A pesar de los avances hacia una mayor homogenización en la distribución transfronteriza de fondos derivados de la aprobación de la DDTF y el RDTF, todavía existen aspectos a mejorar tanto derivados de la propia normativa europea, como de la normativa nacional. Se trata de aspectos que obstaculizan la distribución transfronteriza, especialmente cuando un fondo se comercializa en múltiples

jurisdicciones, lo que retrasa la capacidad de los gestores para responder con agilidad a las demandas de inversión y encarece significativamente esta operativa.

Asimismo, es importante tener en consideración que las barreras no derivan únicamente de la normativa financiera. Así, la normativa fiscal puede actuar como una barrera en la operativa transfronteriza mediante el establecimiento de requisitos administrativos y obligaciones de información a las administraciones tributarias nacionales que desincentivan la operativa transfronteriza.

Por ejemplo, en el caso de España, el actual régimen de responsabilidad de las SGIIC frente a la Administración Tributaria en la comercialización transfronteriza de fondos por los incumplimientos del comercializador (recogida en el reglamento del impuesto sobre la renta de no residentes) o la exigencia del NIF a los inversores no residentes que no disponen de NIE en IIC españolas comercializadas directamente por la SGIIC (recogida en el reglamento general de las actuaciones y los procedimientos de gestión e inspección tributaria y de desarrollo de las normas comunes de los procedimientos de aplicación de los tributos).

A continuación, se resumen las principales barreras que se derivan tanto de la normativa europea, como de las diferentes normas nacionales:

a) Barreras derivadas del marco normativo europeo de distribución de fondos:

- Comercialización de nuevas clases de acciones/participaciones y notificación de modificaciones en la documentación de los fondos: El plazo de un mes de antelación para comunicar al EM de origen y al EM de destino para comercializar nuevas acciones/participaciones o modificaciones en la documentación de los fondos supone una barrera relevante en la comercialización transfronteriza.

En el caso de las nuevas acciones/participaciones, retrasa el tiempo de respuesta del gestor a los intereses de los inversores, la incorporación (vía inversión de las suscripciones) de activos al fondo, y afecta en el horizonte temporal de ingresos para los gestores (supone una demora de un mes para poder cobrar comisiones de gestión).

En el caso de las modificaciones a la documentación, sobre todo cuando un fondo se comercializa en múltiples jurisdicciones, supone un retraso en la fecha de efectos de las mismas y genera una burocracia excesiva derivada de las múltiples notificaciones a realizar (en los Estados miembros de origen y una por Estado miembro de destino).

- Acuse de recibo de notificaciones por parte de los supervisores: Sería deseable que los supervisores emitieran acuse de recibo de las anteriores

notificaciones de manera que los Gestores tengan certeza de que se han recibido correctamente.

- Procedimientos de autorización de gestores y fondos: Sería deseable una mayor armonización de los requisitos y homogeneidad en los procedimientos de autorización de gestores y fondos en las distintas jurisdicciones (por ejemplo, formularios de notificación de modificaciones).
- Cese de la comercialización de acciones/participaciones en el Estado miembro de destino: El actual requisito de realizar una oferta global de recompra o reembolso sin costes a todos los inversores del Estado miembro en el que se desea cesar la comercialización, supone una carga desproporcionada.

En la práctica, obliga a los fondos a mantenerse registrados y asumir costes operativos y de supervisión en jurisdicciones donde ya no existe comercialización activa. Además, la obligación de publicar dicha intención en un medio accesible al público también resulta innecesario cuando no hay inversores en ese E-m, generándose nuevamente cargas administrativas injustificadas.

- Disponibilidad de información sobre requisitos de comercialización y tasas en la web de los supervisores nacionales: Sería deseable una mayor facilidad de acceso a los requisitos de comercialización y tasas de supervisión en las páginas web de los supervisores nacionales. Una mayor homogeneidad en la forma en que se presenta esta información por los distintos supervisores, así como en el acceso a la misma dentro de la web sería muy bienvenida.
- Mayor armonización de costes: El artículo 22 de La Directiva Delegada 2010/43/UE recoge el principio de actuar en interés del partícipe que en materia de costes se concreta en disponer de modelos de fijación de precios y en no cargar costes indebidos al UCITS ni a los partícipes, pero permite a los Estados miembros establecer requisitos adicionales.

En el caso de España lo anterior se traduce en que la legislación nacional recoge límites máximos de comisiones (tanto de gestión, como de depósito) creando una particularidad respecto de otras jurisdicciones. Sería conveniente que la normativa europea no permitiese estas particularidades en las normativas nacionales.

b) Barreras derivadas de las divergencias en las normativas nacionales.

- Obligaciones de información: Las normativas nacionales siguen manteniendo obligaciones de información adicionales a las recogidas en las directivas en el caso de comercialización transfronteriza de fondos, que dificultan la existencia de un mercado único de distribución. Por ejemplo, en el caso de España, se exige una memoria de comercialización y ciertas obligaciones de información no requeridas en la Directiva (ej: hechos relevantes).

Respecto de las cuentas ómnibus en España, hay que señalar que las gestoras continúan siendo los sujetos obligados a canalizar la información sobre partícipes que reciben de los comercializadores, lo que genera una carga administrativa obligatoria innecesaria. Dado que es el comercializador quién mantiene la relación directa con el cliente, sería más eficiente permitir que, previo acuerdo, sea él el que remita directamente la información.

- Normativa sobre marketing: Existen divergencias entre las distintas jurisdicciones sobre si son necesarios y, en su caso, cuáles, los documentos de *marketing* (comunicaciones, *fact sheets*, etc.) que han de sujetarse a una autorización previa del supervisor (no es el caso de España), que impiden que se pueda elaborar una única comunicación de *marketing* que sirva para publicarse en todos los Estados miembros.
- Requisitos derivados de la legislación nacional: La exigencia de un número mínimo de partícipes para el establecimiento de una IIC. En España, la normativa de IIC exige 100 partícipes para el establecimiento de un fondo o 20 partícipes, en el caso de compartimentos.
- Comercialización de FIA a minoristas: La DGFIa permite a los Estados miembros fijar requisitos adicionales a la comercialización de FIA a minoristas en su territorio (si bien, dichos requisitos no pueden ser más estrictos que los que se establecen para la comercialización de FIA nacionales). Esto ha dado lugar a una fragmentación regulatoria en cuanto a la posibilidad de comercialización transfronteriza de FIA a minoristas en distintos países.

Por último, si bien no se trata de una barrera, sería aconsejable aprovechar la revisión en curso de la **Directiva de activos aptos** para la modernización del régimen de inversiones de UCITS y mejorar algunas cuestiones concretas o *fine-tuning* del marco de inversión de la directiva UCITS, como la exposición a otras IIC, dentro del porcentaje conjunto del 10 % del artículo 50.2.a) de la directiva UCITS, así como la supresión de la regla de diversificación en seis emisiones cuando se invierte más del 35 % en deuda pública de un mismo emisor.

E.4. Actividad de depositaria

La creación de un pasaporte europeo para los depositarios no se estima necesaria ni conveniente en el actual marco de la UE. Como ya se ha venido mencionando aún existen importantes divergencias en la regulación financiera, concursal y fiscal, así como en las prácticas de mercado en los distintos países con lo que un pasaporte del depositario en esta coyuntura podría incrementar la complejidad y los riesgos en la actividad de gestión colectiva. Además, este asunto ya fue analizado recientemente en el marco de la revisión de la Directiva AIFMD, donde no se consideró oportuno introducir un pasaporte, y la normativa prevé una nueva evaluación

para 2027. Por tanto, no resulta aconsejable reabrir este debate de forma anticipada, sin antes contar con los resultados de la revisión prevista.

4. Convergencia en la supervisión de infraestructuras de mercados

En el momento actual, en opinión de un sector del Comité Consultivo no es aconsejable crear un supervisor único para las infraestructuras de mercados de la UE, independientemente de su tamaño y presencia transfronteriza.

Según este sector, la centralización de la supervisión en la ESMA es una tarea que absorbería los recursos durante años y deberían priorizarse los recursos en terminar de construir la armonización regulatoria a la que nos referíamos al inicio de esta ponencia.

Se considera que avanzar hacia la centralización de la supervisión en este ámbito supondría:

- duplicar estructuras y cargas,
- perder eficiencia y conocimiento local,
- asumir mayores retrasos y costes de cumplimiento.

Se propone, en su lugar:

- reforzar y coordinar mejor las autoridades nacionales competentes (ANC),
- aumentar sus recursos en lo que se refiere a la supervisión de infraestructuras de mercado,
- Promover la convergencia sin centralizar.

Otro sector entiende que podría explorarse una mayor integración supervisora, siempre que esté bien diseñada y mantenga la proporcionalidad para las infraestructuras de mayor tamaño trasfronterizas. El posible umbral para una supervisión centralizada podría ser el 20 % del volumen total negociado en la UE en una clase de instrumento financiero (por ejemplo, renta variable, derivados, renta fija, etc.). Este criterio se alinearía con una visión selectiva y basada en el impacto sistémico, sin proponer una supervisión europea generalizada ni automática, aspecto en el que coinciden todos los miembros del Comité.

En este punto existe también un sector del Comité que entiende que si se atendiera a criterios sistémicos y de presencia u operativa transfronteriza para analizar la posibilidad de supervisión centralizada, este análisis debería realizarse no solo respecto de las infraestructuras de mercado, sino también sobre intermediarios que ofrezcan productos de inversión con carácter transfronterizo como pueden ser determinadas entidades de crédito, empresas de inversión o proveedores de servicios de criptoactivos.

El ámbito de los proveedores de servicios de criptoactivos (CASP) es un ejemplo paradigmático de cómo una normativa basada en reglamentos europeos —como MiCA y los no pocos RTS e ITS que lo desarrollan— no garantizan por sí solos una aplicación uniforme en toda la UE. A pesar de que el régimen jurídico de los criptoactivos se recoge en reglamentos, en la práctica se están observando criterios supervisores divergentes entre Estados miembros, que generan desigualdades regulatorias y fragmentación. Algunos países han comenzado ya a conceder licencias bajo MiCA mientras que otros aún no han autorizado a ningún CASP. Mientras ciertas autoridades nacionales exigen auditorías técnicas detalladas como parte del procedimiento de autorización, otras no lo hacen. Esta disparidad se extiende incluso a aspectos interpretativos ya aclarados a nivel europeo, como el régimen de agentes bajo MiCA, donde algunas autoridades adoptan una posición restrictiva mientras otras aplican un enfoque más flexible.

En este contexto, podría valorarse una supervisión centralizada. No obstante, a juicio del Comité resultaría preferible avanzar primero en la convergencia efectiva de criterios supervisores entre autoridades nacionales, a fin de garantizar una aplicación coherente del marco MiCA sin necesidad de alterar de forma prematura su arquitectura institucional actual.

5. Convergencia supervisora en general (ESMA, EBA y EIOPA)

En este punto el Comité Consultivo entiende que, para converger en la supervisión más allá de las estructuras de mercado, primero hay que terminar de converger en la regulación (niveles 1 a 3) y en las propias estructuras de supervisión. Avanzar hacia un mercado único no implica ignorar que actualmente no lo es.

Hoy, el actual sistema europeo de supervisión financiera (ESFS), junto con el pasaporte comunitario para entidades y productos financieros —que atribuye la competencia supervisora a la autoridad del Estado miembro de origen y se basa en mecanismos de notificación entre supervisores para la operativa transfronteriza— siguen conformando, en esencia, el marco más adecuado.

Apostar por un rediseño estructural profundo del sistema de supervisión, como se ha apuntado, consumiría recursos y tiempo que convendría dedicar a otras iniciativas legislativas más urgentes y relevantes para sacar adelante la SIU.

No obstante, el sistema actual puede mejorarse para evolucionar hacia una supervisión más eficaz y coherente en la UE, que ayude a eliminar barreras.

Por ello, el Comité Consultivo aboga por avanzar hacia una supervisión unificada, sin necesidad de crear un supervisor único. Este modelo permitiría conservar el conocimiento contextual de las autoridades nacionales, a la vez que aumentaría la eficiencia operativa de los centros de supervisión existentes.

Para mejorar el sistema actual, a juicio del Comité Consultivo sería necesario:

- a) Institucionalizar el intercambio sistemático de criterios, interpretaciones y metodologías entre autoridades competentes.

Esta armonización ayudaría a reducir divergencias interpretativas, a evitar enfoques regulatorios dispares y a eliminar prácticas de *goldplating*, y favorecería así un nivel *level playing field* en los mercados con distribución transfronteriza de productos.

También sería deseable que las ANC —tanto dentro de una misma jurisdicción (por ejemplo, la CNMV y el Banco de España) como entre Estados miembros— reforzaran el intercambio de información sobre sus supervisados. Esto permitiría una aplicación más efectiva del enfoque basado en el riesgo, mejoraría la capacidad de análisis y evitaría duplicidades en las solicitudes de información a las entidades supervisadas.

- b) Las herramientas actuales de convergencia son suficientes, pero se podría trabajar en las siguientes líneas:

- Reforzar el papel de la ESMA como coordinador de las autoridades nacionales. Este refuerzo sería clave para asegurar una aplicación más coherente, eficaz y proporcionada de la normativa financiera europea.

Para ello, deberían potenciarse herramientas como las *joint supervisory actions* (JSA) y las *non-action letters*. Estas últimas permitirían a la ESMA suspender temporalmente —por ejemplo, durante seis meses— la aplicación de determinadas disposiciones de nivel 1 y 2 en contextos específicos.

- Hacer ajustes puntuales en algunas herramientas para hacerlas más eficientes y eficaces:
 - i) Guías (*guidelines*): deberían limitarse y simplificarse, alineándose con el objetivo de la Comisión de reducir cargas. También actuar como lo que son, guías toda vez que, como ya se ha señalado en esta ponencia, las directrices se interpretan, en muchos casos, como mandatorias y no como *soft law*, es decir, que se convierten en la única forma de cumplir.
 - ii) Advertencias (*warnings*): deberían valorarse caso por caso, y usarse con cautela para evitar efectos indeseados; podrían sustituirse en algunos casos por opiniones o recomendaciones.
 - iii) Preguntas y respuestas (*Q&A*): deben dotarse de mayor transparencia y no usarse como instrumento de regulación informal. Se propone permitir comentarios públicos sobre sus borradores.
 - iv) Manuales de supervisión (*supervisory handbook*): su contenido debería publicarse para mejorar la comprensión por las entidades supervisadas y facilitar la coherencia entre supervisores.
- Valorar iniciativas más avanzadas como la centralización de los datos europeos, para su disponibilidad para las distintas autoridades. Esta medida favorecería la convergencia supervisora. Pero tendrían que ser los supervisores los que trabajaran en esa centralización y se encargaran de los desarrollos. Las entidades ya invierten una ingente cantidad de recursos en desarrollos tecnológicos.
- Las autoridades europeas de supervisión (ESA, en siglas inglesas) podrían desarrollar bases de datos comunes e interactivas de legislación, con actualización diaria, para que las entidades tengan un lugar seguro de consulta.

En cuanto a la **gobernanza de la ESMA**, se considera que, mientras el Board of Supervisors (BoS) esté compuesto exclusivamente por representantes de las ANC no se podrá asegurar una independencia plena de la autoridad.

Respecto a su **financiación**, parece razonable que una parte, pero no la totalidad, provenga del propio sector, tal y como ocurre actualmente con las ANC en muchos Estados miembros —incluido España—.

Financiar a las ESA solo por el sector supondría trasladar los costes al cliente final y sería contrario a los objetivos de competitividad y reducción de cargas. Para que el esquema de financiación sea equilibrado, si parte se asume por las entidades, debería conllevar una reducción proporcional de las tasas abonadas en cada Estado.

Cualquier nuevo mandato a la **ESMA** debe ir acompañado de una evaluación presupuestaria previa.

Sería oportuno valorar mecanismos adicionales de control como auditorías de rendimiento periódicas, mayor transparencia en los costes y roles reforzados (aunque limitados) de la Comisión en asuntos presupuestarios.

En relación con la propuesta de crear **colegios de supervisores**, esta figura solo debería contemplarse para grandes entidades o grupos con actividad transfronteriza significativa, sujeta a la superación de determinados umbrales cuantitativos.

No obstante, esta opción plantea varios desafíos:

- La ESMA no parece contar en la actualidad con los recursos operativos ni con el conocimiento necesario de los marcos nacionales (fiscales, concursales, contractuales) para liderar eficazmente estos colegios. Por tanto, sería más adecuado que su presidencia recayera en una de las ANC participantes.
- La operativa de estos colegios podría ralentizar y complejizar los procesos de toma de decisiones, especialmente si involucran a un elevado número de autoridades.
- En todo caso, si se optara por instaurarlos, debería limitarse el número de entidades sujetas mediante umbrales claramente definidos.