

Las nuevas responsabilidades de la alta dirección de la CNMV en ESMA —de la que, además de pertenecer a la Junta de Supervisores (BoS), es miembro del Comité de dirección y presidente (en la persona de su vicepresidenta) de uno de los comités permanentes (CSRC, Corporate Reporting Standing Committee)—, su impulso a la actividad de IOSCO sobre finanzas sostenibles y *fintech* y la vicepresidencia de la Asociación de Reguladores del Mediterráneo han supuesto una intensa actividad para la CNMV en 2018. Más de 104 personas de la institución han participado en 400 reuniones internacionales —frente a las 360 reuniones del pasado año—, aparte de la asistencia del personal a 27 cursos y seminarios de formación. En este capítulo se revisan las actuaciones más relevantes de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), la Junta Europea de Riesgo Sistemático (ESRB) y el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) —relativas las dos últimas a su responsabilidad de promover la estabilidad financiera—. También se describen las principales actividades del Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores —cuya fundación preside la CNMV—, de la Asociación de Reguladores del Mediterráneo y del Mercado Ibérico de Electricidad.

9.1 Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA)

La actividad de ESMA durante 2018 ha estado marcada por el inicio de la aplicación de dos normas que constituyen pilares fundamentales de los mercados de instrumentos financieros europeos —la Directiva MiFID II y el Reglamento MiFIR—, la preparación de la retirada del Reino Unido de la Unión Europea —*brexit*, en particular si esta tiene lugar sin acuerdo— y su contribución al Plan de acción de la Comisión Europea relativo a la Unión de los Mercados de Capitales.

Durante el primer año de aplicación de MiFID II/MiFIR, ESMA ha continuado dedicando una parte importante de su actividad y recursos a garantizar que su implementación fuese coherente y eficaz en todos los Estados miembros.

En cuanto a las novedades introducidas por esta normativa en el área de la protección al inversor, uno de los aspectos más relevantes ha consistido en el ejercicio, por primera vez y a nivel de la Unión Europea, de los poderes de intervención por parte de ESMA. Las medidas adoptadas implicaron la prohibición desde el 2 de julio de 2018 de la comercialización, distribución o venta de opciones binarias a inversores minoristas e impusieron restricciones a partir del 1 de agosto de 2018 a la comercialización, distribución y venta de contratos financieros por diferencias (CFD), también cuando estos se dirijan a inversores minoristas. Por otro lado, las mayores exigencias en la información aportada a los clientes minoristas sobre los costes de los productos en los que invierten, como consecuencia de la aplicación no solo de estas dos normas sino también del Reglamento PRIIPS, tienen como objetivo aumentar la confianza en los mercados de capitales. Igualmente un

ejemplo de novedad relevante es la prohibición de los incentivos de terceros en la gestión de carteras y el asesoramiento independiente, que debe facilitar la gestión de conflictos de interés.

El impacto de MiFID II/MiFIR ha sido particularmente relevante en el ámbito de los mercados secundarios. Uno de los principales objetivos perseguidos por ambas normas es asegurar la correcta formación de precios en la negociación de los instrumentos financieros. Para ello se fomenta que las operaciones tengan lugar en centros organizados y regulados, estando sujetas a diversas obligaciones de transparencia tanto la prenegociación como la posnegociación de acciones e instrumentos financieros asimilados (*equity-like financial instruments*), así como de productos estructurados, derivados, renta fija y derechos de emisión (*non-equity financial instruments*).

La Unión de los Mercados de Capitales

RECUADRO 19

Próximo a concluir el mandato de la «Comisión Juncker» la Comisión Europea ha acometido las medidas anunciadas en 2015 sobre su plan de acción para alcanzar una Unión de los Mercados de Capitales en 2019, así como las nueve acciones prioritarias identificadas en la revisión que se realizó de este plan en junio de 2017.

Se mencionan, a continuación, cuáles han sido las principales medidas adoptadas por la Comisión Europea en el ámbito de los mercados de capitales durante 2018 en relación con los siguientes objetivos:

- i) **Facilitar a las sociedades no cotizadas el acceso a la financiación.**
 - **Programa de fondos de fondos paneuropeo de capital riesgo (VentureEU)**, lanzado por la Comisión Europea conjuntamente con el Fondo de Inversiones Europeo. Se espera que gracias al ahorro público y privado que se llegue a captar mediante este programa se puedan destinar hasta 6.500 millones de euros a financiar proyectos de 1.500 empresas emergentes.
 - **Propuesta de modificación normativa para facilitar que las empresas de tamaño medio puedan financiarse mediante colocaciones privadas de deuda.** Tras el estudio realizado sobre este tema, la Comisión Europea ha propuesto eximir del régimen aplicable a las prospecciones de mercado a las colocaciones privadas de bonos entre inversores cualificados en su propuesta normativa relativa al fomento de los mercados de pymes en expansión.
 - **Plan de acción sobre *fintech***, en el que se recogen 19 medidas sobre el uso de las nuevas tecnologías en el sector financiero. Entre los asuntos que serán objeto de una actuación coordinada a nivel de la Unión Europea destacan la creación de un laboratorio de tecnología financiera y un observatorio sobre la tecnología de cadena de bloques (*blockchain*), la ciberseguridad o los facilitadores de la innovación.

- **Propuesta normativa sobre proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas (*crowdfunding*).** Esta iniciativa pretende establecer un marco que permitirá a las plataformas que cumplan con una serie de requisitos acceder a una etiqueta europea y así poder ofrecer sus servicios en toda la Unión Europea.
- ii) **Facilitar el acceso de las compañías europeas a los centros de negociación.**
- **Propuesta normativa relativa al fomento del uso de los mercados de pymes en expansión.** Esta iniciativa comprende una propuesta de modificación de los Reglamentos de folletos y de abuso de mercado, así como una propuesta de acto delegado que modifica ciertos requisitos de MiFID II. Su objetivo es reducir los trámites burocráticos para aquellas pymes que soliciten la admisión a negociación en «mercados de pymes en expansión» de los instrumentos financieros que emitan, así como promover la liquidez de sus acciones cuando coticen en estos mercados.
- iii) **Facilitar la inversión a largo plazo en infraestructuras y finanzas sostenibles.**
- **Plan de acción sobre finanzas sostenibles** con propuestas normativas concretas (véase recuadro 21).
- iv) **Facilitar que los bancos financien la economía europea.**
- **Propuesta normativa sobre bonos garantizados (*covered bonds*).** Esta iniciativa comprende una propuesta de directiva y de reglamento. La primera tiene por objeto regular cuáles son los requisitos para emitir estos instrumentos así como sus elementos estructurales, la supervisión a la que están sujetos, los requisitos para poder utilizar la denominación «Bono Garantizado Europeo» y las obligaciones de divulgación que corresponden a las autoridades competentes. Estas últimas consistirán en la publicación de información sobre la normativa y orientaciones generales aplicables, las entidades de crédito a las que se permite emitir bonos garantizados y la lista de bonos que pueden utilizar la denominación de Bono Garantizado Europeo en la página web de las autoridades competentes designadas. También deberán publicar las sanciones administrativas y medidas correctoras que impongan en esta materia. La segunda propuesta tiene por objeto reforzar las condiciones que deben satisfacerse para que estos instrumentos gocen de tratamiento preferente en cuanto a requisitos de capital.
- v) **Facilitar la inversión transfronteriza.**
- **Propuesta normativa para suprimir barreras en la distribución transfronteriza de fondos.** Esta iniciativa comprende una propuesta de reglamento y de directiva. La segunda modifica la Directiva

sobre organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios y la Directiva de gestores de fondos de inversión alternativa. Con ella la Comisión pretende mejorar la transparencia en la comercialización de estos productos mediante la armonización de los requisitos nacionales y de las tasas. También armoniza el procedimiento y los requisitos para la verificación de las comunicaciones publicitarias destinadas a la comercialización de fondos a clientes minoristas por parte de las autoridades nacionales competentes. El objetivo de la segunda propuesta es armonizar las condiciones por las que un fondo pueda dejar un mercado nacional y permitir a los gestores conocer cuál es el apetito de los inversores profesionales por nuevas estrategias de inversión a través de la actividad de precomercialización.

Con relación a estas nuevas obligaciones de transparencia, ESMA ha asumido a partir de este año la función de calibrar el nivel de liquidez de los instrumentos negociados, así como los umbrales para la aplicación de exenciones a las exigencias de cumplimiento—como en el caso de órdenes de gran volumen o superiores al tamaño medio o estándar del instrumento—. Para realizar estos cálculos ESMA se ha valido de la información aportada por los centros de negociación, los internalizadores sistemáticos, los agentes de publicación autorizados o las autoridades nacionales competentes, que ha sido tratada en diferentes bases de datos como las relativas a los instrumentos financieros de referencia (Financial Instruments Reference Database, FIRDS), el sistema para la transparencia de instrumentos financieros (Financial Instruments Transparency System, FIRTS) o el mecanismo de la doble limitación del volumen máximo (*double volume cap*, DVC).

Cabe señalar que, a pesar del esfuerzo hecho por ESMA para realizar estos cálculos, finalmente han sido pocos los instrumentos financieros distintos de las acciones e instrumentos financieros asimilados que han quedado sujetos al régimen de transparencia. Por otro lado, el mecanismo de doble limitación del volumen máximo—concebido para restringir la exención a la obligación de pretransparencia de órdenes negociadas fuera de los centros de negociación u órdenes a precios referenciados a otros mercados europeos en relación con acciones e instrumentos financieros asimilados líquidos— ha favorecido una formación de precios más correcta, al someter estas operaciones al régimen general de transparencia cuando la negociación supere determinados límites. No obstante, ESMA está estudiando si, para evitar la limitación que implica la aplicación de este mecanismo, una parte de esta negociación está migrando a los sistemas de negociación de subastas periódicas e internalizadores sistemáticos.

Otras consecuencias destacables de la aplicación de la nueva normativa han sido la aparición de una nueva categoría de centros de negociación: los sistemas organizados de contratación (*organised trading facilities*), así como un aumento del número de internalizadores sistemáticos registrados (*systematic internalisers*).

En cuanto a la contribución de ESMA al Plan de acción de la Unión de los Mercados de Capitales durante 2018, cabe resaltar sus propuestas en relación con los desarrollos normativos que precisa la aplicación del nuevo Reglamento de folletos y el Reglamento de titulización. También merece la pena mencionar el primer informe

estadístico anual sobre costes y rendimiento relativos a productos de inversión dirigidos a clientes minoristas, publicado en enero de 2019. El estudio realizado por ESMA abarcó organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS, por sus siglas en inglés), fondos de inversión alternativos y productos estructurados en el marco de un mandato de la Comisión Europea más amplio (también se dirigió a EBA y EIOPA). En relación con este último, la CNMV, así como otras autoridades nacionales, han expresado ciertas reservas fundamentadas en la calidad y limitaciones de los datos utilizados, y ha expresado su intención de realizar un estudio equivalente para las entidades bajo su jurisdicción.

Por último, una parte importante de la actividad de ESMA ha estado centrada este año en el *brexít*. Aparte del seguimiento del proceso de negociación, esta autoridad se ha dedicado a la identificación de los riesgos y las consecuencias que podrían derivarse de una salida del Reino Unido de la Unión Europea sin acuerdo el 29 de marzo de 2019. Además, ESMA ha adoptado durante 2018 diversas medidas en previsión de que la salida sin acuerdo pudiese llegar a ser el escenario final. Así, se han publicado diversos mensajes en los que solicitaba a los participantes de los mercados financieros británicos y del resto de la Unión Europea la adopción de las medidas necesarias para limitar en lo posible las consecuencias de la pérdida del pasaporte europeo tras la salida, o la coordinación de los criterios aplicables por las ANC en la tramitación de las solicitudes de autorización presentadas por aquellas entidades británicas que hayan decidido relocalizar total o parcialmente su negocio en la Unión Europea de los 27. Asimismo esta autoridad ha analizado el régimen de terceros países en la normativa financiera europea, lo que le ha permitido detectar ciertos vacíos legales o condiciones de desventaja para el sector financiero en Europa, los cuales ha puesto en conocimiento de la Comisión Europea. Otras medidas importantes en las que ha trabajado a lo largo del año en preparación de la salida del Reino Unido han sido los acuerdos de cooperación necesarios con las autoridades competentes británicas, la modificación de ciertas normas técnicas para facilitar la continuidad de los contratos de derivados después del *brexít* cuando una de las contrapartes sea británica, o iniciar la tramitación para el reconocimiento de las entidades de contrapartida central del Reino Unido.

A continuación se detallan brevemente algunos de los principales trabajos desarrollados por ESMA a lo largo de este año (incluidos algunos ya mencionados en la introducción previa).

Medidas de intervención de productos

Las medidas sobre opciones binarias y CFD, mencionadas anteriormente, se adoptaron por un periodo inicial de tres meses. En concreto, las restricciones aplicables a los CFD consisten en la fijación de límites al apalancamiento de las posiciones abiertas, la imposición de una obligación de cierre de posiciones en la cuenta del cliente por consumo de garantías, el establecimiento de un mecanismo de protección frente a saldos negativos en la cuenta del cliente, una prohibición a la provisión de incentivos a la contratación de estos productos por parte de los proveedores de CFD y el establecimiento de una advertencia estandarizada sobre el riesgo asociado a estos productos.

A su vencimiento, y considerando que aún existía una preocupación significativa en materia de protección al inversor, ESMA renovó durante 2018 ambas medidas

ampliándolas por un periodo de tres meses —a partir del 2 de octubre para las opciones binarias y del 1 de noviembre para los CFD—. No obstante, en la primera renovación de la prohibición de las opciones binarias, ESMA ha modificado su alcance, excluyendo de la misma aquellas en las que el cliente no pueda perder más de lo ya pagado o cuyo plazo de emisión hasta el vencimiento sea igual o superior a 90 días.

Mercados secundarios e integridad del mercado

Durante el año 2018, ESMA ha trabajado en la modificación de dos reglamentos delegados de la Comisión Europea en relación con el régimen de variación mínima de cotización: el Reglamento Delegado (UE) 2017/587 de la Comisión (RTS1) y el Reglamento Delegado (UE) 2017/588 de la Comisión (RTS11).

La modificación propuesta de la norma técnica RTS1 tiene como objetivo, entre otras cuestiones, evitar que los internalizadores sistemáticos dispongan de una ventaja competitiva con respecto a los centros de negociación en lo que respecta a la variación mínima permitida en los precios de las acciones y certificados de depósitos de acciones negociados en ambos, obligando a los primeros a cumplir con esta exigencia.

Los cambios propuestos a la norma técnica RTS11 pretenden garantizar que el régimen de variación mínima de precios se aplica a instrumentos financieros de terceros países en las mismas condiciones que a los de la Unión Europea. En concreto, permitirá a las autoridades nacionales competentes decidir, caso por caso, si es necesario ajustar el número medio diario de operaciones que sirve para el cálculo de las variaciones mínimas de cotización, con el fin de tener en cuenta la liquidez disponible en los centros de negociación de terceros países.

En el ámbito de los derivados, cabe destacar que, a partir del 3 de enero de 2018, se hizo efectiva la obligación de negociar en centros de negociación ciertos contratos de permuta de tipos de interés y de crédito. Asimismo, a lo largo de 2018 ESMA ha emitido opiniones favorables sobre los límites propuestos por las autoridades nacionales competentes al volumen de la posición neta que puede mantener una persona en cualquier momento en derivados sobre materias primas negociados en centros de negociación y contratos extrabursátiles (OTC) equivalentes económicamente. En concreto, las opiniones de ESMA se refirieron a contratos de derivados sobre gasóleo, electricidad y gas natural.

Por otro lado, MiFID II prevé la obligación de registrarse como empresa de servicios de inversión para las empresas no financieras cuya actividad por cuenta propia en derivados sobre materias primas se pueda considerar una actividad principal. Tras discutirse la cuestión, la Comisión Europea estableció que se determinara el carácter de la actividad como principal o accesorio teniendo en cuenta la ratio que las operaciones en derivados de materias primas realizadas por cada entidad suponen en comparación con el balance global agregado a nivel de grupo empresarial. Como resultado de esta decisión, ninguna empresa no financiera ha tenido que registrarse como empresa de servicios de inversión.

Asimismo, en diciembre ESMA aprobó el informe anual a la Comisión Europea sobre las prácticas de mercado aceptadas (PMA), que la normativa europea sobre abuso de mercado considera que no constituyen manipulación de mercado. El informe,

que contiene el dictamen no vinculante de ESMA sobre la aplicación de las PMA, así como recomendaciones dirigidas a las autoridades nacionales competentes, incluye el dictamen favorable sobre la práctica aprobada por la CNMV en 2017 sobre contratos de liquidez.

En cuanto a la revisión del Reglamento sobre ventas en corto, ESMA remitió en marzo su asesoramiento técnico en relación con las actividades de creación de mercado, el procedimiento para imponer restricciones de corta duración a las ventas en corto en caso de una bajada significativa de los precios y la transparencia de las posiciones cortas junto a su notificación y difusión pública. La CNMV, por su parte, considera que debería incrementarse el nivel de transparencia de dichas posiciones rebajando los umbrales de comunicación y estableciendo distintos niveles en función del tamaño de las empresas afectadas medido por su capitalización.

Por último, destacar que la CNMV comunicó a ESMA su intención de no cumplir con parte de las directrices sobre la exención para las actividades de creación de mercado y las operaciones en los mercados primarios en el marco del Reglamento sobre ventas en corto. En concreto, no se cumplirá con el requisito de ser miembro de una plataforma de negociación para aplicar la exención mencionada respecto a la gama de instrumentos financieros señalados en los apartados 30 y 32 del documento. Esto se debe, principalmente, a que se ha observado una desigualdad en las condiciones de competencia, debido al incumplimiento de estos requisitos por parte de algunas jurisdicciones europeas clave.

Estado de la revisión del Sistema Europeo de Supervisión Financiera

RECUADRO 20

La revisión del Sistema Europeo de Supervisión Financiera ha continuado su tramitación por parte de los colegisladores europeos (Comisión Europea, Consejo y Parlamento Europeo) a lo largo de 2018, aunque no se ha alcanzado un acuerdo final durante este año.

Mientras que la posición del Parlamento Europeo —siguiendo en buena parte la propuesta de la Comisión Europea— es favorable a atribuir más competencias a las autoridades europeas de supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados —ESMA—, Autoridad Europea Bancaria y Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación), la postura del Consejo —que refleja la voluntad de los Estados miembros— es, en general, más reticente a nuevas cesiones de competencias.

Entre los objetivos de las distintas propuestas normativas que integran el paquete de la revisión del Sistema Europeo de Supervisión Financiera destacan los que se refieren a las Autoridades Europeas de Supervisión, en particular los relativos a fomentar una mayor convergencia supervisora, alcanzar una mayor independencia de sus órganos de decisión o la atribución de nuevas competencias.

Los aspectos más destacados de la negociación que están manteniendo los colegisladores respecto a la propuesta normativa que afecta a ESMA son los siguientes:

- **Intensificación de la convergencia supervisora.** Algunas de las medidas propuestas para avanzar en la convergencia supervisora, tales como la preparación por parte de ESMA de planes estratégicos de supervisión y manuales de supervisión a nivel de la Unión Europea o el seguimiento por parte de esta autoridad de las decisiones de equivalencia de terceros países, están reflejadas en las posiciones finales tanto del Parlamento Europeo como del Consejo. Sin embargo, el Consejo no es partidario de que se atribuyan a ESMA funciones de coordinación con respecto a los acuerdos de delegación y externalización en terceros países de entidades establecidas en la Unión Europea, como tampoco en materia de abuso de mercado en caso de operaciones sospechosas con efectos transfronterizos significativos.
- **Nuevas competencias de supervisión directa.** Tanto la posición final del Parlamento Europeo como la del Consejo son favorables a atribuir a ESMA competencias directas sobre los proveedores de información consolidada, pero el Consejo —a diferencia del Parlamento— no quiere encomendar también a esta autoridad competencias sobre agentes de publicación y sistemas de información autorizados. En cuanto a los índices de referencia, el Parlamento Europeo apoya atribuir a ESMA competencias sobre los índices críticos y de terceros países, en contra de la posición del Consejo, que solo pretende asignarle competencias sobre índices críticos no nacionales. Por otro lado, el Parlamento Europeo apoya, en línea con la propuesta de la Comisión Europea, otorgar a ESMA competencias para autorizar ciertos folletos —básicamente valores de renta fija dirigidos a inversores mayoristas, titulaciones y sobre emisores de terceros países— frente al Consejo, que no quiere atribuirle competencia alguna en esta materia. Sin embargo, la posición final del Parlamento Europeo y del Consejo no contemplan, a diferencia de la propuesta inicial de la Comisión, otorgar competencias a esta autoridad en relación con los fondos de inversión colectiva armonizados (EuVECA, EuSEF y ELTIF).
- **Gobernanza y financiación.** En cuanto a los órganos de gobierno, la propuesta del Parlamento Europeo contempla un consejo ejecutivo que sustituiría al actual consejo de administración y que estaría compuesto únicamente por miembros independientes a tiempo completo. Sin embargo, la posición del Consejo es mantener el consejo de administración, aunque propone que una parte de los miembros sean independientes y a tiempo completo. En cuanto a la financiación, el Parlamento contempla, junto con las contribuciones de la Comisión Europea y de las autoridades nacionales competentes, contribuciones anuales de instituciones financieras, mientras que el Consejo en su posición final ha excluido las contribuciones de la industria.

La posición de la CNMV en relación con esta importante reforma, que se compartió en todo momento con el Ministerio de Economía, fue de apoyo al reforzamiento de ESMA como entidad de coordinación y encargada de promover una efectiva convergencia supervisora, pero a la vez favorable a hacer compatible una mayor integración del sistema de supervisión en Europa con organismos de supervisión a nivel local con un papel y funciones relevantes que contribuyan a que siga habiendo en Europa una pluralidad de mercados

y plazas financieras con masa crítica, algo imprescindible para lograr un mercado de capitales europeo con mayor penetración y que ayude de verdad a mejorar la financiación de las empresas —no solo de las grandes— y a reducir su nivel de dependencia de la financiación bancaria, uno de los principales objetivos de la Unión del Mercado de Capitales. Esta posición, en particular, fue defendida por el presidente de la CNMV en una audiencia a la que fue convocado ante la Comisión de Economía del Parlamento Europeo en febrero de 2018.

Informes financieros

ESMA contribuyó en 2018 a la consulta pública realizada por la Comisión Europea sobre la adecuación del marco de las obligaciones de comunicación de las compañías admitidas a negociación recogiendo la posición de todos sus miembros. Asimismo, al igual que en años anteriores, esta autoridad trabajó en la identificación de las prioridades de supervisión (*enforcement*) en esta área en las que se centrarán las autoridades nacionales competentes respecto al ejercicio 2018 —como la aplicación de la NIIF 15, sobre ingresos de los contratos con clientes, o de la NIIF 9 sobre instrumentos financieros—. También publicó un informe sobre la evaluación del cumplimiento de las prioridades identificadas para 2016, así como sobre la coordinación de los temas que se discutieron en relación con las prioridades identificadas en 2017.

Instituciones de inversión colectiva

En lo que respecta a la inversión colectiva, ESMA centró una parte importante de su trabajo en los desarrollos que precisa el Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre fondos del mercado monetario (FMM), aplicable en su totalidad desde julio de 2018.

Asimismo, se realizó una evaluación inter pares (*peer review*), en la que se analizó la supervisión que las autoridades competentes realizan del uso de técnicas de gestión eficiente (EPM, por sus siglas en inglés) por parte de los gestores de UCITS. La evaluación se centró en las autoridades de Estonia, Francia, Alemania, Irlanda, Luxemburgo y el Reino Unido, y se detectaron deficiencias en las prácticas supervisoras relativas a aspectos operativos de costes, comisiones y beneficios relacionados con el uso de EPM y sobre la gestión de garantías asociadas a ellas. También se señaló la necesidad de mejorar la información a los inversores cuando se emplean estas técnicas.

En último lugar, cabe destacar algunas de las conclusiones del primer informe estadístico anual sobre costes y rendimiento de productos de inversión destinados a clientes minoristas en relación con UCITS. Del análisis realizado se desprende que el coste total de estos fondos representa un detrimento significativo en su rendimiento, siendo las comisiones para los clientes minoristas como media el doble que para los inversores institucionales —en particular, las comisiones de gestión suponen más del 80% de los costes totales—. Además, en términos generales, el rendimiento neto de los fondos pasivos es mayor que el de los fondos activos, debido a que los costes de estos últimos son significativamente más elevados.

Folletos

ESMA publicó en abril su asesoramiento técnico a la Comisión Europea sobre el contenido y el formato del folleto (incluido el folleto base o las condiciones finales), el formato y contenido del folleto de empresas en crecimiento de la Unión Europea (*EU Growth prospectus*) y, por último, el examen y la aprobación de los folletos (incluido el documento de registro universal).

Titulización

ESMA ha trabajado intensamente a lo largo de 2018, en estrecha colaboración con la Autoridad Bancaria Europea y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones, para poder remitir en plazo a la Comisión Europea las propuestas de los desarrollos normativos previstos por el nuevo Reglamento de titulización, aplicable desde el 1 de enero de 2019, así como el asesoramiento técnico solicitado por esta institución.

De las normas técnicas propuestas por ESMA, y pendientes del refrendo de la Comisión Europea, destacan: i) la información y el formato que las originadoras y las patrocinadoras de titulaciones deben utilizar para notificar a ESMA que una titulización cumple con los criterios para poder ser considerada simple, transparente y normalizada (STS, por sus siglas en inglés) y ii) la información que debe facilitarse a las autoridades competentes en la solicitud de autorización de un tercero como verificador de la denominación STS.

Fintech

ESMA, al igual que otras autoridades supranacionales y nacionales, ha continuado analizando durante 2018 en profundidad el fenómeno de las *initial coin offerings* (ICO) y los criptoactivos.

En febrero las autoridades europeas de supervisión publicaron conjuntamente una advertencia dirigida a los inversores sobre el elevado riesgo de adquirir monedas virtuales, al no haber sido emitidas por un banco central o una autoridad pública ni estar generalmente respaldadas por activos tangibles o reguladas a nivel de la Unión Europea ni ofrecer protección legal a los inversores.

Asimismo, ESMA ha trabajado intensamente durante el segundo semestre de 2018 en un asesoramiento, publicado en enero de 2019, dirigido a las instituciones de la Unión Europea (Comisión Europea, Consejo y Parlamento Europeo) sobre las ICO y los criptoactivos, la naturaleza jurídica de estos últimos y su encaje en la normativa aplicable. ESMA aclara en este documento las circunstancias en las que los criptoactivos deberán recibir la consideración de instrumentos financieros, afirma que en tales casos resultará aplicable la normativa que la Unión Europea haya dictado al respecto, e informa sobre cuál es su posición en relación con los vacíos y problemas que presenta el actual marco. Respecto a los criptoactivos que no tienen la consideración de instrumentos financieros, ESMA propone un régimen a medida (*bespoke regime*) limitado a establecer unos requisitos mínimos que, en todo caso, incluirían aspectos relacionados con la prevención del blanqueo de capitales y con la obligación de informar adecuadamente a los inversores sobre los riesgos y la falta de protección o la protección limitada que conlleva esta clase de inversiones.

Por último, cabe destacar que una parte importante de la actividad de ESMA durante 2018, en cumplimiento de su orientación estratégica para el periodo 2016-2020, ha consistido en profundizar en la convergencia supervisora en los distintos ámbitos objeto de su competencia. Para ello, ha hecho uso de las distintas herramientas que tiene a su alcance como directrices, dictámenes, preguntas y respuestas, declaraciones o evaluaciones inter pares.

9.2 Junta Europea de Riesgo Sistémico

La Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB) ha continuado su labor de supervisión en el ámbito macroprudencial con el objetivo de prevenir y mitigar, en su caso, el impacto del riesgo sistémico. El ámbito de actuación del ESRB cubre todo el sistema financiero, incluidas las entidades bancarias, las aseguradoras y los fondos de pensiones, los gestores de activos, las entidades y actividades relacionadas con la intermediación financiera no bancaria (anteriormente conocida como *shadow banking*) y otras instituciones financieras y mercados.

Como miembro del ESRB, la CNMV participa en el Comité de Asesoramiento Técnico y en los grupos de expertos que analizan la formación de riesgo sistémico en ámbitos relacionados con los mercados de valores. La CNMV también participa en la Junta General del ESRB, a través de un consejero que ostenta representación con voz pero sin voto.

En 2018, las cuestiones más relevantes que se trataron en las áreas relativas a la CNMV fueron: i) el análisis de los riesgos y las vulnerabilidades más relevantes para la estabilidad financiera, ii) la posible formación de riesgo sistémico asociada a la interconexión en los mercados de derivados y iii) el riesgo inherente a las actividades y entidades relacionadas con la intermediación financiera no bancaria. También se analizó en profundidad el riesgo asociado al segmento no residencial del mercado inmobiliario (*commercial real estate*), realizando evaluaciones horizontales en todos los Estados miembros de la Unión Europea; se empezaron a examinar las vulnerabilidades relacionadas con el riesgo cibernético (*cyber risk*); y se llevó a cabo la actualización de un informe de periodicidad anual que describe la política macroprudencial de la Unión Europea, considerando de forma holística las medidas macroprudenciales empleadas tanto por los Estados miembros como por los organismos supranacionales.

Además de su participación en el Comité de Asesoramiento Técnico, la CNMV participó activamente en el grupo de expertos en *shadow banking*. Este grupo se encargó de analizar el crecimiento y los riesgos asociados a los diferentes tipos de entidades y actividades que conforman el sector de la intermediación financiera no bancaria. Durante 2018, una de sus actuaciones fue la elaboración del informe *Shadow Banking Monitor* (SBM), en el que se destacan como posibles vulnerabilidades: los riesgos relacionados con el apalancamiento excesivo en algunas tipologías de fondos de inversión; el riesgo de contagio e interconexión entre diferentes sectores financieros; el riesgo procíclico, la liquidez y el apalancamiento asociado a los instrumentos derivados y las operaciones respaldadas por colateral; y la ausencia de información detallada en la categoría de «Otros intermediarios financieros». Asimismo, este grupo también analizó el riesgo de contagio entre las entidades pertenecientes al *shadow banking* y las entidades bancarias, e inició un estudio temático sobre el riesgo sistémico en el sector de los ETF. Finalmente, en línea con otros organismos internacionales, en 2019 este grupo modificará su

denominación para llamarse «Grupo de Expertos en Intermediación Financiera No Bancaria», para evitar así las connotaciones negativas asociadas al término *shadow banking*.

9.3 Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)

Un aspecto relevante a destacar en 2018, en el ámbito de la gobernanza y estructura de la organización, ha sido el establecimiento de un marco para la determinación de las jurisdicciones que supervisan los mercados financieros más desarrollados que formarán parte del Consejo de IOSCO por periodos de cuatro años.

La importancia de este trabajo radica en que, a partir de los resultados obtenidos mediante los criterios para el cálculo de determinados datos de cada mercado, se establecerá la composición del Consejo de IOSCO. Desde la unificación en 2013 de los anteriores Comité Técnico, Comité Ejecutivo y los miembros del Consejo Asesor del Comité de Mercados Emergentes, este órgano se compone de: i) 18 miembros de las 16 jurisdicciones representativas de las economías de los países con los mercados financieros más desarrollados; ii) 12 miembros electos, provenientes de jurisdicciones de las 4 regiones en las que se divide la organización; iii) 4 miembros elegidos entre los supervisores de mercados emergentes; y iv) 2 miembros observadores, 1 representante de los miembros afiliados, representantes de la industria y ESMA.

Con este marco —acordado en mayo y octubre de 2018— se establece a partir de ahora un procedimiento más claro y transparente respecto a la selección de las fuentes específicas y los datos utilizados para determinar cuáles son los mercados más desarrollados, así como respecto a su ponderación. El procedimiento prevé que IOSCO identifique primero las 50 jurisdicciones más desarrolladas según su producto interior bruto —utilizando como fuente los datos que publica el Banco Mundial— y que después se realicen los cálculos sobre la base de: i) la media de la capitalización bursátil de los cinco últimos años, excluyendo los ETF; ii) la media de los últimos cinco años de la deuda emitida, excluyendo la deuda pública y la emitida por organismos supranacionales; iii) los activos bajo gestión de instituciones de inversión colectiva, excluyendo los fondos de pensiones por considerar que están mayoritariamente fuera del ámbito de los supervisores de los mercados de valores; iv) los derivados negociados en los mercados organizados (ETD), a partir de datos semestrales en periodos bianuales; y v) los derivados OTC, basados en el volumen negociado por jurisdicción con los datos más recientes disponibles. Con estos criterios y su nueva ponderación, la CNMV estaría representada en el Consejo de IOSCO.

Otro aspecto novedoso en el ámbito de los trabajos desarrollados por IOSCO en 2018 ha sido el establecimiento de redes de intercambio de información (*information sharing networks*) en tres áreas de actuación: la red *fintech*, la red sobre financiación sostenible, y un marco de consulta y soporte relativo a las ofertas públicas de criptoactivos (ICO).

Estas redes de intercambio de información, constituidas por el Consejo de IOSCO y regidas por un grupo directivo (Steering Committee), permiten la incorporación de cualquier miembro de la organización interesado en la materia.

El enfoque de estas redes de intercambio es, principalmente, el de compartir conocimientos específicos y experiencias regulatorias o proyectos normativos en desarrollo entre los miembros. Estas redes tienen, además, un carácter educacional basado

en las experiencias de algunos miembros respecto a desarrollos normativos ya realizados. Por último, también tienen el objetivo de presentar asuntos de importancia que requieran 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 que el trabajo a desarrollar en el futuro inmediato se centrara en cuatro áreas prioritarias: i) tecnología de libro mayor distribuido (DLT, conocida como *blockchain*), 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 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 puedan dar respuesta al creciente papel de los factores ambientales, sociales y de gobernabilidad en los mercados financieros. Se pretende que en esta iniciativa se incorpore también la difusión de información no financiera —dada su relevancia en la toma de decisiones de inversión— y el seguimiento de las diferentes propuestas e iniciativas sobre financiación sostenible que lleven a cabo los distintos gobiernos, organismos e instituciones a nivel local, regional o global, así como su implantación por parte de la industria.

Sostenibilidad financiera

RECUADRO 21

En marzo de 2018, la Comisión Europea publicó su Plan de Acción para una economía más sostenible y limpia, que ha sentado las bases para integrar los objetivos de la Unión Europea sobre cambio climático y sostenibilidad en el sistema financiero.

En los últimos años se está asistiendo a la incorporación de elementos relativos al cambio climático y el desarrollo sostenible en la agenda financiera de diversos organismos internacionales, como el grupo de trabajo auspiciado por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) sobre información financiera relativa al cambio climático (Task Force on Climate-Related Financial Disclosures, TCFD)¹, la OCDE o la Global Reporting Initiative (GRI). Este interés se ha reflejado en la publicación de directrices, estándares y principios que ya informan de la actuación de muchas empresas y organismos del sector público y privado.

España no se ha quedado atrás en esta tarea. Así, la 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, viene a reforzar las obligaciones relativas a la publicación de este tipo de información, que la CNMV debe supervisar.

Esta norma incorpora al derecho español la 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 grupos. La nueva ley tiene como objetivo identificar riesgos que puedan afectar a la sostenibilidad y aumentar la confianza de los inversores, los consumidores y la sociedad en general, y para ello incrementa la divulgación de información no financiera —como los factores sociales y medioambientales.

Por otro lado, la Directiva 2014/95/UE amplía el contenido exigido en el informe anual de gobierno corporativo que deben publicar las sociedades anónimas cotizadas, para mejorar la transparencia al facilitar la comprensión de la organización empresarial y de los negocios de la empresa de los que se trate. De este modo, algunas grandes empresas quedan obligadas a divulgar las políticas de diversidad que aplican a sus órganos de administración, dirección y supervisión con respecto a cuestiones como, por ejemplo, la edad, el género, o la formación y experiencia profesional. La divulgación de la política de diversidad debe formar parte de la declaración sobre gobernanza empresarial y, en caso de no contar con una política de diversidad, dicha declaración ha de explicar claramente el motivo por el que no se aplica.

La CNMV ha contribuido a la validación de proyectos sostenibles —particularmente en el ámbito de sus tareas de autorización y registro de entidades—, pero además ha promovido la creación de un grupo informal de reguladores y supervisores nacionales en el que se integran el Banco de España, la Dirección General del Tesoro, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y la Oficina de Cambio Climático. Este grupo tiene como objetivo cooperar e intercambiar conocimientos y experiencias sobre las iniciativas financieras relacionadas con la sostenibilidad.

Asimismo, la CNMV está participando activamente —junto con los organismos mencionados— en la redacción de aquellos preceptos legales del Proyecto de Ley de Transición Energética y Cambio Climático que afectarán a sus tareas de supervisión. Estos preceptos incluyen obligaciones de divulgación del impacto financiero de los riesgos vinculados al cambio climático y a la transición energética sobre la actividad de las entidades financieras, de seguros y entidades cotizadas de cierto tamaño.

En el plano europeo, la CNMV acompaña al Ministerio de Economía en los grupos de trabajo del Consejo de la Unión Europea para desarrollar el Plan de Acción de la Comisión y de los comités de ESMA que dan cumplimiento al mandato de la Comisión para introducir factores de sostenibilidad en diversas áreas de MiFID II, UCIT, AIFMD y del Reglamento de Agencias de Calificación Crediticia. Es de especial relevancia el papel de la CNMV en el Comité permanente de ESMA sobre informes corporativos, presidido por la vicepresidenta de la CNMV, en el que se trata como una prioridad el cumplimiento de la obligación de divulgación de información no financiera.

En relación con IOSCO, es de destacar el relevante papel que juega la CNMV en el recientemente creado Foro de Finanzas Sostenibles, que actúa como un foro de intercambio de conocimiento y experiencia. Uno de sus grupos de

trabajo —el dedicado a estudiar las iniciativas llevadas a cabo en este ámbito por reguladores y supervisores nacionales— está también presidido y dirigido por la vicepresidenta de la CNMV.

El año 2019 se presenta como crucial para la sostenibilidad financiera, ya que es una de las prioridades de la presidencia japonesa del G20 —como ya lo era de la anterior presidencia argentina— y, por tanto, una oportunidad para lograr una mayor implicación de los reguladores y la industria financiera en este ámbito.

1 El Grupo de Trabajo sobre Divulgación de Información Financiera relacionada con el Clima nace en diciembre de 2015. Está presidido por Michael Bloomberg y en 2017 publicó un informe con recomendaciones para la divulgación de información financiera sobre los riesgos y oportunidades planteados por el cambio climático.

Sobre el marco de consulta y soporte relativo a las ICO, la red se estableció en septiembre de 2017 para facilitar el intercambio de experiencias entre los miembros sobre las incidencias en este ámbito y analizar las respuestas normativas o los criterios que estaban desarrollando con el fin de dar respuesta a las nuevas iniciativas sobre activos digitales. Estas reuniones se desarrollaron de manera regular con carácter mensual, mediante conferencias telefónicas.

Esta red de consultas dio lugar, en mayo de 2018, a la creación del actual marco de consulta y soporte relativo a las ofertas públicas de criptodivisas —o de criptoactivos, de manera genérica— como un recurso interno de carácter educativo, destinado a ayudar a los miembros a considerar los problemas domésticos o transfronterizos relacionados con las ICO. Como soporte, en este tipo de operaciones se estableció un marco de evaluación del riesgo regulatorio que establece un conjunto común de conceptos al respecto, tales como las características de una ICO o el papel de los reguladores y supervisores de valores ante un producto distinto a los valores negociables tradicionales, considerados en muchas jurisdicciones fuera del ámbito de la supervisión y regulación de los mercados de valores.

Además de este nuevo enfoque para el intercambio de conocimientos entre los miembros, destacan varios trabajos sobre mercados, intermediarios y titulización. En concreto, en abril se publicó un *Informe sobre información obligatoria y transparencia pública en los mercados secundarios de bonos corporativos*, que examina la situación de varias jurisdicciones y analiza la relación entre transparencia y liquidez. El informe ofrece a los reguladores la oportunidad de estudiar los requisitos de información existentes para estos mercados, así como la recogida de información que es comparable y utilizable transfronterizamente, en particular para evaluar la liquidez.

Respecto a los intermediarios, en septiembre se publicó un *Informe sobre productos de apalancamiento extrabursátiles comercializados a minoristas* —entre ellos los contratos de cambio de divisas al contado, CFD y opciones binarias—. El informe, coordinado por varios comités, ofrece 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 ilegal.

Finalmente, en el ámbito de la titulización, IOSCO y el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria publicaron en mayo los *Criterios para la identificación de titulizaciones a corto plazo sencillas, transparentes y comparables*, basados en los criterios ya emitidos por IOSCO en julio de 2015 y que desarrollan 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 la economía.

9.4 Consejo de Estabilidad Financiera (FSB)

El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) se estructura en torno al Plenario, el Comité Ejecutivo (Steering Committee) y cuatro comités permanentes o *standing committees*: Standing Committee on Assessment of Vulnerabilities (SCAV), Standing Committee on Supervisory and Regulatory Cooperation (SRC), Standing Committee on Standards Implementation (SCSI) y Standing Committee on Budget and Resources (SCBR). El FSB ha establecido también grupos de trabajo específicos sobre materias de actuación prioritaria como intermediación financiera no bancaria, resolución o derivados *over the counter* (OTC). Finalmente, existen en la actualidad seis grupos regionales consultivos del FSB.

La CNMV articula su participación en los trabajos del FSB a través de los siguientes comités y grupos de trabajo:

- Miembro de pleno derecho del SCSI, en el que participa su presidente.
- Miembro de los siguientes grupos de trabajo:
 - i) Non Bank Financial Intermediation (NBFI), sobre intermediación financiera no bancaria.
 - ii) OTC Derivatives Working Group (ODWG), sobre derivados OTC.
 - iii) Gestión de crisis transfronteriza de infraestructuras de mercados financieros (fmiCBCM), configurado como un subgrupo del Resolution Steering Group (ReSG), el Grupo Ejecutivo de Resolución.

En 2018, el FSB continuó desarrollando y aplicando las recomendaciones y requerimientos del G20 relativos al sector financiero, en particular en las áreas declaradas como prioritarias: reforzamiento de la resistencia del sector financiero, procedimientos para abordar las entidades globales sistémicas, intermediación financiera no bancaria y derivados OTC.

El FSB igualmente prestó atención a nuevos riesgos emergentes para el sistema financiero internacional, como las implicaciones para la estabilidad financiera de los denominados criptoactivos y continuó evaluando la aplicación y los efectos de las reformas financieras promovidas por el G20.

Las áreas de actuación del FSB más relevantes relacionadas con los mercados de valores en 2018 fueron las siguientes:

- La intermediación financiera no bancaria (anteriormente denominada banca paralela o *shadow banking*) como fuente de financiación alternativa para la economía real y que puede contribuir, al mismo tiempo, a la reducción de los riesgos sistémicos. En este sentido, y por octavo año consecutivo, el FSB publicó a comienzos de 2019 su informe Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018, en el que se realiza un seguimiento y una evaluación global de los riesgos asociados a esta actividad. El informe recoge datos de 29 jurisdicciones que representan más del 80% del PIB mundial. Cabe señalar la atención prestada a la actividad de entidades no bancarias que realizan préstamos directos (*direct lending*). La CNMV forma parte del grupo de trabajo que elabora dicho informe, aportando los datos estadísticos sobre las entidades financieras supervisadas y evaluando los eventuales riesgos para la estabilidad financiera.
- Implementación de las reformas de los mercados de derivados OTC. El FSB publicó en 2018 sendos informes en esta área: uno sobre las barreras legales existentes para la comunicación de transacciones de derivados OTC y otro sobre el acceso de los reguladores a la información almacenada en las centrales de datos (*trade repositories*).
- Importancia sistémica de las entidades de contrapartida central (CCP). La obligación de compensación centralizada en una CCP ha incrementado significativamente la importancia sistémica de estas entidades. El FSB, en este sentido, continuó su análisis de las CCP elaborando un documento consultivo sobre los recursos financieros y el tratamiento del capital en las CCP en resolución. El documento anterior fue elaborado por el fmiCBCM —subgrupo del ReSG—, en el que participa la CNMV. Adicionalmente, y al objeto de cumplir con las recomendaciones del FSB sobre CCP sistémicas, la CNMV liderará la creación de un Crisis Management Group para BME Clearing, la entidad de contrapartida central española.
- Continuación del análisis de los riesgos asociados a la gestión de activos, en particular aquellos provenientes de eventuales desfases de liquidez y de un alto apalancamiento.
- Desglose de información de los riesgos asociados al cambio climático. La Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) auspiciada por el FSB publicó su primer Status Report, en el que analiza el grado de implementación y seguimiento de sus recomendaciones de 2017. Este ejercicio tendrá su continuación a lo largo de 2019.
- Riesgos asociados a la «digitalización» del sector financiero y a la ciberseguridad. El FSB prosiguió en 2018 con la evaluación de los riesgos asociados a estas actividades. Su conclusión inicial es que, en la actualidad, los denominados criptoactivos no incorporan un riesgo significativo a la estabilidad financiera, aunque se recomienda su supervisión continuada dada su elevada tasa de crecimiento. Para ello, entre otras medidas, decidió establecer un directorio global de reguladores de criptoactivos¹, en el que está incluida la CNMV.

1 Este directorio se estableció finalmente en abril de 2019.

Finalmente, en lo relativo al Comité de Implementación de Estándares (SCSI), en el que participa la CNMV a través de su presidente, hay que señalar que sus principales líneas de actuación son las siguientes: i) asegurar la implementación de los estándares financieros internacionales acordados por el G20 y el FSB; ii) informar al plenario del FSB, e indirectamente al G20, sobre el grado de implementación de los estándares en cada una de las jurisdicciones miembros; iii) realizar las denominadas revisiones entre pares (*peer reviews*) temáticas o de país entre sus miembros; y iv) fomentar la adhesión global a los estándares de regulación prudencial y de supervisión convalidados por el FSB y elaborados por las organizaciones emisoras de estándares, como IOSCO o el Comité de Basilea.

A lo largo de 2018 el SCSI abordó, entre otros, los temas siguientes: i) la finalización y publicación de los ejercicios de *peer reviews* de Hong Kong y Singapur, con los que se ha concluido la primera ronda de análisis de jurisdicciones del FSB; ii) el inicio de los ejercicios de *peer review* temáticos sobre la implementación del LEI (*Legal Entity Identifier*) y los planes de resolución bancaria, que concluirán en el primer semestre de 2019; y iii) coordinación de la evaluación del impacto y los efectos de las reformas financieras en las áreas de financiación de infraestructuras y de incentivos a la compensación centralizada de derivados OTC. Estos ejercicios tendrán su continuación en 2019. Se prevé la finalización de la evaluación de las reformas en la financiación de las pequeñas y medianas empresas, mientras que continuará la evaluación de las entidades que se engloban en la categoría de «Too-big-to-fail», sobre la que se espera la publicación de un informe a finales de 2020.

Por último, hay que destacar que, en el marco de los ejercicios de *peer review* de países, un miembro del Consejo de la CNMV liderará el *peer review* de México, centrado en la aplicación de las reformas de los mercados de derivados OTC.

9.5 Otros foros internacionales

La **Asociación de Reguladores del Mediterráneo** presentó en su reunión anual de presidentes, celebrada en Atenas, las distintas propuestas legislativas e informó sobre el estado actual y las perspectivas de la evolución de las diferentes economías.

En las elecciones que tienen lugar con carácter bianual —en las que está prevista la rotación de la presidencia y vicepresidencia por los miembros del norte y sur del Mediterráneo— la presidencia la ostentará la Comisión de Valores de Egipto (FRA) y la vicepresidencia y la secretaría, la CNMV. En 2018 se ha incorporado Chipre como nuevo miembro de la asociación, con lo que ascienden a un total de 11.

Como es habitual en las reuniones de presidentes, se expusieron a modo ilustrativo las actividades realizadas como consecuencia de la reforma financiera global —auspiciada por el G20 y FSB—, así como las propuestas y planes de trabajo previstos para el año y otras recomendaciones provenientes de estos foros.

Se presentaron también las actividades realizadas por ESMA y la legislación adoptada por la Unión Europea sobre inversión colectiva, información financiera y cooperación e intercambio de información sobre operaciones de abuso de mercado.

El objetivo acordado para el próximo año —a propuesta de los países del sur— es la incorporación en los trabajos o seminarios previstos para 2019 de materias de

índole tecnológica, y la celebración de seminarios sobre ICO, plataformas de *crowdfunding*, ciberseguridad, *fintech* y *sandboxes*, entre otros. También se han propuesto seminarios sobre financiación de pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales, y sobre seguimiento de los programas e iniciativas en materia de sostenibilidad.

Además, se presentaron los trabajos, actividades y propuestas de IOSCO, con especial hincapié en aquellos sugeridos por los países del sur respecto a las materias tecnológicas —que serán objeto de los seminarios mencionados.

El **Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores (IIMV)** ha organizado 11 actividades presenciales formativas, de cooperación y divulgativas, en las que han participado funcionarios de los supervisores de los mercados de valores de los países iberoamericanos. Adicionalmente, ha desarrollado dos cursos *on line* sobre gobierno corporativo y normas internacionales de información financiera (NIFF) y una web sobre el acuerdo de entendimiento sobre *fintech* (iniciativa de la CNMV). Este instituto edita la *Revista Iberoamericana*, de periodicidad cuatrimestral, en la que se destacan los artículos sobre la normativa MiFID II y *fintech*, entre otras temáticas. A raíz de las conclusiones de la última reunión de su consejo en noviembre pasado, el IIMV va a promover una actualización de los estudios sobre limitaciones al desarrollo de los mercados de renta variable en la región.

9.6 Colaboración e intercambio de información con autoridades extranjeras

En 2018 se registró un nuevo incremento general de las actuaciones de colaboración e intercambio de información con autoridades extranjeras y, en particular, de aquellas remitidas por la CNMV.

Se registraron 158 solicitudes de asistencia procedentes de supervisores de otros países y 93 remitidas por la CNMV a instituciones análogas en el extranjero. La mayoría de las colaboraciones se concretaron, por una parte, en el envío de información relativa a actuaciones investigadoras sobre operaciones transfronterizas supuestamente constitutivas de abuso de mercado (34 solicitudes enviadas y 23 recibidas) y, por otra, en el intercambio de información destinada a verificar la idoneidad y honorabilidad de las entidades y los sujetos regulados en procesos de autorización (66 solicitudes recibidas y 28 enviadas).

A continuación se detalla la evolución de estas actuaciones de colaboración durante los últimos tres años.

Actuaciones de colaboración con autoridades extranjeras

CUADRO 9.6.1

Solicitudes de asistencia	2018	2017	2016
Enviadas	93	90	63
Recibidas	158	106	110
Total	251	196	173

Fuente: CNMV.

