

IEAF | FEF
INSTITUTO ESPAÑOL DE
ANALISTAS FINANCIEROS
FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

OBSERVATORIO SOBRE LA REFORMA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EUROPEOS (2016)

Directores

Ramiro Martínez-Pardo
Francisco Javier Zapata Cirugeda

Coordinadores

Gloria Hernández Aler
Alfredo Jiménez Fernández

ISBN: 978-84-617-5965-1
Depósito Legal: M. 37681 - 2016
Edita: Fundación de Estudios Financieros



ÍNDICE

EQUIPO DE TRABAJO	5
PRESENTACIÓN	7
INFORME DE CONCLUSIONES DEL OBSERVATORIO. Valoración sobre la evolución de la integración del mercado financiero europeo y del grado de fragmentación	9
RELACIÓN DE TRABAJOS APORTADOS AL OBSERVATORIO	
A) SERVICIOS BANCARIOS	
1. 2016: La consolidación paulatina de la Unión Bancaria <i>(Francisco Uría, KPMG)</i>	49
2. La propuesta europea de reforma estructural <i>(Gloria Hervás, BANCO SANTANDER)</i>	59
3. Mercado integrado de servicios financieros minoristas. Green Paper sobre Retail Financial Services <i>(Ignacio Santillán, FOGAIN)</i>	71
4. Banca digital en Europa <i>(Vanesa Casadas Puertas y Álvaro Martín Enríquez, BBVA)</i>	81
5. Banca en la Sombra e industria de gestión de activos: La propuesta de clasificación por actividades del FSB <i>(Guillem Morey, Banco Popular)</i>	95
B) MERCADOS Y SERVICIOS FINANCIEROS	
6. La reforma de la post-contratación de valores en España <i>(Jesús Benito, Iberclear e Ignacio Solloa, BME Clearing)</i>	115
7. Propuestas para la Recuperación y Resolución de las ECC y el EMIR. Nuevos retos <i>(Miguel Angel Herrero, CNMV)</i>	127
8. Financial Technology (FINTECH). Marco operativo y regulatorio. Regulación del sector FINTECH en la UE: CMU Action Plan <i>(Pablo Rivera, Evercapital Investments SV)</i>	139
9. Iniciativas europeas sobre Covered Bonds y Titulizaciones <i>(Gregorio Arranz)</i>	149
10. Impacto de MiFID II sobre los modelos de atención a clientes: ¿Introduce MiFID II un riesgo de expulsión del cliente minorista de los servicios de gestión y asesoramiento? <i>(Sara Gutiérrez Campiña, finReg360)</i>	161
11. Impuesto sobre transacciones financieras	171
➤ Impacto sobre los mercados y sobre la negociación <i>(Beatriz Alonso-Majagranzas, BME)</i>	171
➤ Dificultades técnico-fiscales para su implantación <i>(Adolfo Zunzunegui, EY)</i>	183
PAPELES DE LA FUNDACIÓN	193
ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS	195



EQUIPO DE TRABAJO

DIRECTORES

Ramiro Martínez-Pardo del Valle

Presidente de Solventis SGIIC, Vicepresidente del IEAF

Francisco Javier Zapata Cirugeda

Compliance Officer y Director de Regulación, Banco Popular

COORDINADORES

Gloria Hernández Aler

Abogada

Alfredo Jiménez Fernández

Director de Análisis y Estudios de la FEF

COLABORADORES

Beatriz Alonso-Majagranzas

Subdirectora de Renta Variable, BME

Gregorio Arranz

Consultor

Jesús Benito

Consejero Delegado, Iberclear

Vanesa Casadas Puertas

Economista del equipo de regulación digital, BBVA Research

Sara Gutiérrez Campiña

Senior Manager Regulatorio Financiero, finReg360

Miguel Ángel Herrero

Coordinador Departamento de Mercados Secundarios, CNMV

Gloria Hervás

Public Policy Senior Manager, Banco Santander

Alvaro Martín Enríquez

Economista Jefe de Regulación Digital, BBVA Research

Guillen Morey Calderón

Director Área de Gestión de Activos, Gestión Discrecional de Carteras, Banco Popular

Pablo Rivera

Vicepresidente de Evercapital Investments SV

Ignacio Santillán

Director General, FOGAIN

Ignacio Solloa

Consejero Director General, BME Clearing

Francisco Uría

Socio responsable del sector financiero y del área legal, Kpmg

Adolfo Zunzunegui

Socio, EY



GRUPO DE CONSULTA

Sebastián Albella Amigo
Socio LINKLATERS

Juan Basurto Solaguren-Beascoa
Asesor Financiero ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE BANCA

Enrique Carretero Gil de Biedma
Socio Internacional BAKER & MCKENZIE

Carlota de Vera Toquero
BANCO POPULAR

Mario Delgado Alfaro
Partner EY

Emilio Díaz Ruiz
Socio URÍA MENÉNDEZ

Eduardo García
Socio Mercado de Capitales, CLIFFORD CHANCE

Gonzalo Jiménez-Blanco
Socio Director Servicios Financieros, ASHURTS

Manuel López Martínez
Parther, ASHURTS

Pablo Malumbres
Director de Comunicación Corporativa, BME

Ofelia Marín-Lozano Montón
Consejera Delegada, 1962 CAPITAL SICAV S.A.

Manuel Martín Martín
Instituto Español de Analistas Financieros

Antonio Mas Sirvent
Director Departamento Relaciones Internacionales, CNMV

José María Méndez Álvarez-Cedrón
Director General, CECA

Javier Méndez Llera
Director General, FEF

Alberto Placencia Porrero
Socio Directo Servicios Financieros, EY

Juan Carlos Ureta Domingo
Presidente, Renta4

Sebastián Velasco Meseguer
Managing Director Spain & Portugal, FIDELITY INTERNATIONAL

Juan Carlos Villanueva
BME

Jorge Yzaguirre
Presidente IEAF-FEF



PRESENTACIÓN

Presentamos una vez más el trabajo realizado por el «Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos» de la Fundación de Estudios Financieros (FEF). El estudio tiene su origen en la decisión de la Fundación adoptada hace varios años de realizar, con carácter periódico, un seguimiento y valoración de la reforma encaminada hacia la integración de los servicios financieros en Europa. Su objetivo es efectuar un seguimiento de la evolución de las reformas normativas en la Unión Europea en el ámbito financiero y analizar su impacto sobre el crecimiento y sobre la construcción del mercado financiero único.

En esta edición -la novena- el Observatorio se ha centrado en analizar los avances en el proceso de integración financiera europea en un contexto en el que nuevos obstáculos se interponen en este largo y complejo proceso. En concreto, el aumento de los nacionalismos dentro de la Unión y un mayor sentimiento proteccionista frente a otros países pertenecientes o no a la UE, el resultado del referéndum en el Reino Unido a favor de su salida o la amenaza a la seguridad europea, son acontecimientos extraordinarios que están teniendo lugar en estos momentos y que afectan negativamente al proceso de construcción europea.

En este panorama, que plantea problemas políticos y sociales e incertidumbres económicas en Europa, la regulación financiera no ha aportado muchas soluciones. La excesiva reacción regulatoria a los fallos que se detectaron durante la crisis está ocasionando una notable carga para las entidades. Además, es un proceso que no ter-

mina, que está en permanente movimiento. Aún quedan reglas en fase de definición cuya forma final es difícil de vaticinar; no se han implementado parte de las ya publicadas, otras se modifican antes de que hayan entrado en vigor o aquellas que sí han sido aprobadas y ya están en vigor, se encuentran en desarrollo o requieren un largo proceso de implantación. Tal como han señalado ya numerosos analistas, es esencial estabilizar la regulación financiera y alcanzar la certidumbre regulatoria lo antes posible. Mientras perdure esta indeterminación, la actividad de las entidades se podría obstaculizar al dificultar la toma de decisiones.

En este escenario se presenta esta edición del Observatorio, atento siempre a las iniciativas de reforma de los mercados financieros europeos. Pretendemos que esta obra de carácter periódico sirva para los agentes y usuarios de los mercados financieros de orientación y crítica constructiva a esta compleja reforma que alcanza ya una dimensión extraordinaria. Y lo hacemos convencidos de que una regulación clara, ponderada y ajustada a los objetivos juega un papel relevante para restablecer la confianza y culminar la construcción de un mercado financiero único.

Como en ediciones anteriores, el trabajo que se presenta consta de dos partes: una primera que contiene el «Informe y Conclusiones del Observatorio» y una segunda con diversos artículos en los que los distintos colaboradores, protagonistas relevantes en el mercado financiero español, ofrecen una visión completa de las materias anteriormente citadas. A todos los que han participado de alguna manera en la elaboración de este estudio y



especialmente a sus directores D. Ramiro Martínez-Pardo del Valle y D. Javier Zapata Cirugeda, quiero agradecerles su dedicación, esfuerzo y apoyo a esta iniciativa de la FEF.

Un año más, desde la Fundación de Estudios Financieros esperamos que este estudio aporte

sus reflexiones y conclusiones al debate sobre la integración de los mercados financieros europeos y contribuya, de esta manera, a su desarrollo.

Jorge Yzaguirre
Presidente de la Fundación de Estudios Financieros



INFORME Y CONCLUSIONES DEL OBSERVATORIO

Ramiro Martínez-Pardo del Valle.

Presidente de Solventis SGIIC, Vicepresidente del IEAF

Francisco Javier Zapata Cirugeda.

Compliance Officer y Director de Regulación, Banco Popular

Gloria Hernández Aler.

Abogada

Sara Gutiérrez Campiña.

Socia de finReg360

Alfredo Jiménez Fernández.

Director de Análisis y Estudios, Fundación de Estudios Financieros

1. EL OBSERVATORIO

El Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos («el Observatorio») nació en 2006, por iniciativa de la Fundación de Estudios Financieros («FEF») para seguir la evolución de las reformas normativas en la Unión Europea («UE») y su impacto sobre la construcción del mercado financiero único. Este es, por tanto, el noveno año consecutivo en que se acomete el trabajo.

Las ediciones anteriores han tratado tanto el entorno de crisis como la tímida recuperación posterior que se ha iniciado en la UE. En esta ocasión, nos enfrentamos no sólo a nuevos hitos en la reforma del sector financiero europeo sino también a sucesos extraordinarios que, aunque trascienden a los mercados financieros tienen importantes efectos en ellos.

Son circunstancias variadas que por uno u otro camino están impactando en el proceso de integración europea y produciendo reacciones negativas en la población.

Nos referimos, entre otras resistencias al proyecto europeo, (i) a la exacerbación de los nacionalismos (que ha acentuado las reticencias hacia

la cesión de soberanía y cuyo culmen ha sido el referéndum por el que el Reino Unido ha votado a favor de su salida de la UE «Brexit»); (ii) al incremento del sentimiento proteccionista tanto intra Unión como hacia terceros países (con un rechazo, por ejemplo, al Tratado Transatlántico de Comercio e Inversiones con Estados Unidos («TTIP») o a las propuestas de mutualización de riesgos entre Estados miembros); (iii) a la acentuación de los procesos migratorios hacia Europa (que ha hecho renacer, con virulencia, movimientos contrarios a algunos de los principios conductores del proyecto europeo y han originado dificultades para sus dirigentes) y (iv) a la amenaza a la seguridad europea con graves sucesos acaecidos en los últimos meses.

Son, todas ellas, situaciones de amplio calado social y político que han propiciado la aparición de procesos de radicalización en numerosos países de la Unión y el nacimiento de movimientos extremos contrarios a ella. Y todo ello, en un panorama de elecciones, en el medio plazo, en los dos mayores Estados miembros de la UE que aporta incertidumbres adicionales al proceso mismo de integración europea y por ende a los mercados.



Y qué decir de la situación económica y financiera. Aunque en algunos momentos recientes se ha llegado a pensar que la crisis había llegado a su fin, que la calma había regresado a los mercados y que los inversores se mostraban más optimistas y con menor aversión al riesgo, la realidad es que en el conjunto de la UE el crecimiento económico sigue siendo exiguo y las desigualdades aumentan, continua la presión deflacionaria –con unos precios del crudo en niveles mínimos–, el desempleo se mantiene persistentemente alto, los tipos de interés son próximos a cero, el endeudamiento sigue en cotas elevadas y la solvencia de la banca sigue generando dudas –a pesar de las nuevas normas de solvencia y del nuevo modelo de supervisión europea– e incluso se suscita la necesidad de nuevos rescates al sector en algunos Estados miembros.

Como consecuencia de ello, el Banco Central Europeo («BCE») ha debido actuar, apuntalando los mercados y las economías de la eurozona con medidas monetarias heterodoxas durante un periodo que va resultando ya excesivamente largo y genera dudas sobre cuánto tiempo se podrá mantener y sobre qué sucederá cuando se retiren los estímulos. Y a pesar de esta política expansiva, ni el crédito ni la inversión terminan de arrancar y el crecimiento no se activa.

Y la banca, en este escenario de tipos cero, ve cómo se deprimen sus márgenes de rentabilidad, sufre un incremento de la competencia con empresas que prestan sus servicios por medio de tecnologías digitales, y se ve abocada a afrontar programas dirigidos a reducir su capacidad o a plantearse integraciones con otras entidades nacionales o internacionales, como se viene propugnando, cuando no requiriendo, desde el BCE.

En este escenario, el dilema entre la adopción de políticas de austeridad o de reactivación del crecimiento –como reacción a la crisis–, sigue siendo motivo de controversia, e introduce un motivo adicional de disputa entre los países del norte y del sur de la UE. Incluso desde el BCE se reclama más gasto público en aquellos Estados que tienen margen para hacerlo y políticas fisca-

les y reformas que acompañen sus medidas monetarias.

Ante este panorama, que suma a los problemas políticos y sociales las incertidumbres económicas y financieras que de forma generalizada afectan a todo el territorio europeo, la regulación no ha aportado muchas luces. La excesiva reacción regulatoria a los fallos que se detectaron durante la crisis está ocasionando una notable carga para las entidades como consecuencia, entre otras razones, (i) de las nuevas reglas de solvencia –dirigidas a reforzar la base de capital de las entidades crediticias y su liquidez o el consumo de recursos por las operaciones de activo– y (ii) de los costes de adaptación al nuevo entorno, por citar solo algunas de las reglas que han endurecido las condiciones en las que se desarrolla la actividad financiera.

Y además, es un proceso regulatorio que no termina. Antes, al contrario, está en un permanente movimiento creativo. Aún quedan reglas en fase de definición cuya forma final es difícil de vaticinar, no se han implementado parte de las ya publicadas, otras se modifican antes de que hayan entrado en vigor o aquellas que sí han sido aprobadas y ya están en vigor, se encuentran en desarrollo en los niveles 2 y 3 o requieren un largo proceso de implantación. Tal como se ha señalado por numerosos analistas, incluso desde el Comité de Basilea o el *Financial Stability Board* («FSB»), es esencial estabilizar la regulación financiera y alcanzar la certidumbre regulatoria. No hacerlo introduce en el sistema financiero nuevas fuentes de inseguridad y dificulta la actividad de las entidades.

Cualquiera que sea el punto de vista sobre esta cuestión, ya se trate de aquellos analistas que defienden que el proceso de hiper regulación era inevitable para prevenir que crisis similares volviesen a repetirse o de aquellos que creen que la carga de la regulación resulta excesiva e inasumible, lo que sí parece incuestionable es que el mercado se encuentra inmerso en una incertidumbre sobre hasta dónde llegará el proceso y cuándo terminará, que obstaculiza la toma de decisiones.



Es conveniente, y desde este Observatorio así lo reclamamos, que los reguladores otorguen seguridad al entorno regulatorio concediendo una pausa, por un plazo razonable, que permita la completa adaptación de las entidades al medio y obtener una visión clara de hacia dónde se debe avanzar. Una reflexión o mora regulatoria que sirva para (i) valorar las necesidades del sector financiero con una visión estratégica de largo plazo, (ii) revisar el camino andado y el que queda por andar y (iii), adoptar decisiones sobre las normas que deben ser implantadas sobre la base de un análisis previo y real del coste que cada nueva norma conlleva frente a los beneficios que proporciona a la eficiencia del sistema y a los inversores.

Al final del camino, el incremento de los costes de transacción que la nueva regulación y la adaptación de las entidades al nuevo escenario requieren, será repercutido a los clientes y consumidores de servicios bancarios y de inversión, mermando la rentabilidad de sus inversiones. Y todo ello, en aras a una mayor protección del inversor cuyos beneficios y costes deben ser cuidadosamente medidos para no defraudar el objetivo.

Esta es la coyuntura en la que se presenta esta nueva edición del Observatorio: llena de dificultades, enfrentamientos y opiniones divergentes sobre cómo resolver los problemas europeos en el corto plazo. Pero creemos que el objetivo final no debe ser otro que continuar por la senda iniciada hace ya 30 años, con la aprobación, en 1986, del Acta Única Europea, con el fin de completar la construcción europea y la consecución de un auténtico mercado interior.

Sin embargo, este objetivo resultará insuficiente si no se acometen simultáneamente proyectos dirigidos a alcanzar cotas más altas de eficiencia y competitividad. La eliminación de trabas administrativas, la innovación, el fomento de la inversión, la promoción de nuevas vías de financiación a largo plazo, la atracción de emisores a nuestros mercados para incrementar su liquidez o el incremento de la seguridad de las transacciones y de su compensación y liquidación, por ejemplo, son algunos de los factores que pueden contribuir a ello.

En esta línea, queremos desde este Observatorio expresar nuestro voto de confianza en el programa *Capital Markets Union* de la Comisión Europea, cuyo alcance y objetivos se analizan más adelante y a lo largo de los trabajos de esta edición del Observatorio. Igualmente, creemos que la iniciativa en curso del Plan de inversiones para la Comisión Europea iniciado en 2014 -con el fin de reforzar la competitividad de Europa y estimular la inversión de cara a crear empleo- debe impulsarse para ampliar la oferta de vías de financiación de proyectos y empresas.

Teniendo en consideración todos estos antecedentes y circunstancias, el Observatorio acomete este nuevo trabajo con el fin de actualizar el estado de gestación o implantación de las diversas normas en curso o ya aprobadas y valorar el grado de consecución de los objetivos perseguidos. Entre los proyectos ya implantados, destaca por su relevancia e impacto sobre los mercados, la Unión Bancaria de la que ya se han instaurado el primer pilar –supervisión única– y el segundo –resolución única-. En el primer caso, la implantación se ha producido con notable rapidez y éxito. En el segundo, la Junta Única de Resolución lleva ya más de un año operativa y tiene ya plenos poderes de resolución. Asimismo, se ha creado el Fondo Único de Resolución aunque se le ha concedido un amplio periodo de transición para su dotación y mutualización plena que demorará el final del proceso.

Respecto al tercer pilar básico de la Unión Bancaria, la falta de consenso sobre los criterios de solidaridad que deben regir la aprobación de un Fondo de Garantía Europeo hacen que el futuro de esta iniciativa sea aún incierto, si bien, resulta imprescindible para afrontar posibles nuevas crisis severas y evitar la reactivación del círculo vicioso entre banca y riesgo soberano.

La culminación con éxito de la Unión Bancaria, y de su necesario complemento, el programa *Capital Markets Union*, es clave para avanzar en el proyecto de construcción europea y lograr en algún momento, además de la unificación de la política monetaria ya conseguida, más altos grados de armonización. Y como consecuencia de



ello, alcanzar una completa integración de los mercados europeos, que favorezca un sistema financiero más diverso, competitivo, flexible y resistente. Pero ello no será posible mientras no se hayan instaurado los tres pilares sobre los que se basa la Unión Bancaria y, como complemento necesario, hasta que no se acometa una verdadera Unión fiscal y económica en la UE.

El Observatorio presenta, una vez más, esta novena edición con el convencimiento de que las normas y reglas que rigen los mercados son el elemento esencial para su funcionamiento ordenado y para la consecución del objetivo que no es otro que hacer del territorio europeo un espacio común de convivencia, competitivo, próspero e integrado. Desarrollar un marco común regulatorio y de supervisión que favorezca el proceso es el reto.

2. CONTENIDO DE LA PRESENTE EDICIÓN

En este capítulo introductorio –que hemos denominado «Informe y Conclusiones del Observatorio»–, se resumen las posiciones sostenidas por los colaboradores de esta edición y se analizan otras iniciativas normativas en curso con la finalidad de ofrecer una visión completa del estado actual de la agenda regulatoria europea. Además, se exponen las principales conclusiones alcanzadas sobre los análisis realizados y los trabajos aportados y se hacen valoraciones sobre la oportunidad, impacto o conveniencia de las diversas propuestas normativas. Es, en todo caso, un resumen limitado por lo que, para una mejor comprensión de las conclusiones, se recomienda la lectura completa del conjunto de los trabajos que se acompañan.

El examen que se expone en este capítulo se estructura, para facilitar su lectura, en varios bloques que agrupan temas sobre materias homogéneas por razón de su objeto o por los sujetos a los que afectan.

A modo de preámbulo, antes de iniciar el repaso de los abundantes temas que se han tratado en el trabajo de este año, en el punto siguien-

te se hace una valoración del estado de la integración financiera en la UE. Esta ha sido la razón de ser de este Observatorio y no queríamos dejar de hacer, tras más de ocho años de crisis, algunos comentarios sobre cómo ha evolucionado el proceso de integración.

A continuación, se analizan los dos sucesos distorsionadores que anunciábamos en el apartado anterior: el impacto del Brexit y el nuevo escenario de inseguridad e incertidumbre en la UE.

En tercer lugar, se abordan las iniciativas relacionadas con los servicios bancarios; en particular, se analiza la consolidación paulatina de la Unión Bancaria, la importancia que, en el ámbito de las entidades de crédito, y en su supervisión, está adquiriendo el buen gobierno corporativo y la propuesta europea de reforma estructural de la banca.

El cuarto conjunto de trabajos considerados se dedica a los servicios financieros minoristas (de banca, valores y seguros). Para ello se analiza el mercado integrado de servicios financieros minoristas propuesto en el «*Green Paper on Retail Financial Services*», así como el impacto de MiFID II y otra normativa financiera sobre los modelos de atención a clientes minoristas.

Un quinto bloque se dedica a la digitalización de los servicios financieros, analizando tanto la evolución de la banca digital en Europa como el marco regulatorio del sector *FinTech*.

En sexto lugar, en el ámbito de los mercados de instrumentos financieros se valoran diversos procesos en curso: (i) la iniciativa contra el abuso de mercado, (ii) la reforma de la post-contratación de valores en España, (iii) las propuestas para la Recuperación y Resolución de las Entidades de Contrapartida Central («ECC») y el Reglamento *European Market Infrastructure* («EMIR»), así como (iv) las iniciativas europeas sobre *Covered Bonds* y Titulizaciones y (v) la Banca en la Sombra.

En séptimo lugar, se analizan los últimos avances en el sector asegurador que han sido numerosos en los últimos meses.

Por último, se aborda la iniciativa del impuesto sobre transacciones financieras.



Este Observatorio nació como consecuencia del convencimiento –que todos los participantes a lo largo de estos años compartimos– de que una regulación adecuada es un elemento primordial para conseguir impulsar los mercados, incrementar su eficiencia y facilitar el crecimiento y consecuentemente la creación de empleo. Y en esa línea seguimos. Creemos que es hora de realizar una reflexión atenta sobre el estado de la cuestión, valorar el impacto que las normas están teniendo sobre los objetivos perseguidos, la evolución de su implementación y los efectos imprevistos que pudieran acarrear, y si es necesario, introducir medidas correctoras. Es una tarea que corresponde a los legisladores que desde este Observatorio les reclamamos.

3. VALORACIÓN DEL ESTADO DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA EN LA UNIÓN EUROPEA

La razón originaria de este Observatorio fue la de hacer un seguimiento del grado de integración de los mercados financieros en la UE y valorar sus efectos sobre el crecimiento y desarrollo de la economía europea.

A lo largo de las ediciones anteriores se ha ido realizando un exhaustivo análisis de los datos contenidos en las series históricas relativas a un número extenso de indicadores y se han obtenido conclusiones sobre el grado de integración de los mercados financieros europeos.

Pero ¿qué se entiende por integración financiera? ¿Qué beneficios reporta? Según diversos autores y el propio BCE, se define la integración financiera como aquella situación en la que no se aprecian, por razones de localización, discriminaciones entre agentes económicos en su acceso al capital y en sus posibilidades de inversión. En esta situación, empresas homogéneas en términos de riesgo, tendrían acceso a tipos de interés y plazos semejantes cuando pretendan cubrir sus necesidades de financiación, con independencia de su país de origen. Además, en un escenario de integración financiera predominan las transacciones de carácter transfronterizo sobre las pura-

mente domésticas y los inversores no muestran preferencia por invertir en activos emitidos en el propio país frente a los emitidos en otros países terceros.

Una integración financiera completa es deseable en sí misma, en la medida que contribuye a (i) aumentar el desarrollo del mercado financiero –ya que amplía las posibilidades de diversificación de las carteras y de las fuentes de financiación– y a (ii) mejorar la eficiencia del sistema económico –impulsando la convergencia entre las economías nacionales– y, en definitiva, el bienestar de los ciudadanos.

Adicionalmente, una amplia integración financiera facilita el buen funcionamiento del proceso de transmisión de la política monetaria, herramienta básica de estabilización. Por contra, introduce una mayor complejidad en las relaciones financieras e incrementa el contagio transfronterizo.

Con todo, la consecución de un elevado grado de integración financiera se ha situado en el núcleo mismo de la construcción europea. La Comisión, en su propósito de fomentar la consecución del objetivo, fijó en 1990 una hoja de ruta que, empezando por la implantación del euro, seguía con los mercados financieros, para poder abordar finalmente objetivos económicos, sociales y políticos.

Durante la primera década, tras el plan de la Comisión, los dos principales pilares del programa de integración fueron el Mercado Único (que permitía la libertad de establecimiento y circulación), y la creación del euro (con la eliminación del riesgo cambiario, que impulsaría los intercambios entre Estados miembros). A continuación, en una estrategia proactiva de mejora de la eficiencia y competitividad del mercado europeo, se inició el Plan de Acción de Servicios Financieros y se acometió el proceso de armonización de la regulación y supervisión bancaria.

El euro arrancó en 1999 y el Plan de Acción de Servicios Financieros se extendió hasta 2005. Durante estos años se produjeron avances notables en la integración de los mercados financieros. Tal como hemos puesto de manifiesto en edi-



ciones anteriores de este Observatorio, en este periodo se produjo una rápida convergencia de los mercados de acciones y bonos, del mercado interbancario y de los de financiación mayorista, aunque la integración fue menor en el ámbito de la banca minorista.

La crisis financiera iniciada en 2008 reversionó la situación, produciendo un incremento importante de la fragmentación y en consecuencia, (i) la ruptura del mecanismo de transmisión de la política monetaria, (ii) la aparición de una Europa a dos velocidades y (iii) la enorme dependencia de los tipos de interés bancarios de la prima de riesgo de la deuda soberana. Una situación que produjo una persistente crisis, que afectó de forma desigual a los Estados miembros, y una controvertida respuesta por parte de las instituciones europeas que en ocasiones agravó la fragmentación.

En los últimos años, gracias al proceso de Unión Bancaria y al firme apoyo del BCE, con sus programas de compras de deuda soberana y otras medidas para la provisión de liquidez, se ha recuperado una parte del terreno perdido, si bien no se han alcanzado aún las cotas de integración que se habían logrado antes de la crisis.

El BCE en su informe sobre el grado de integración financiera en Europa publicado en abril de 2016¹, confirma las conclusiones de este Observatorio en el sentido de que, a pesar de que el grado de integración ha ido recuperándose desde los niveles mínimos de 2012, todavía queda camino por recorrer y Europa sigue contando con unos mercados financieros relativamente fragmentados. En particular, señala la nota de prensa difundida por la Comisión con ocasión de la publicación del Informe que aunque *«los tipos de interés de los préstamos y créditos aplicados por las entidades de crédito a su clientela, continuaron convergiendo en los distintos países, la tendencia se ha ralentizado desde la primavera/verano de 2015, debido, en cierta medida, a una evolución dispar de diferentes segmentos de mercado. Parte de la*

¹ European Central Bank: Financial integration in Europe. Abril 2016.

divergencia observada en los rendimientos de los bonos puede explicarse por la creciente aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales y por las variables fundamentales de los países».

Según el Informe, la mejora de los últimos años se ha apoyado en el proceso de Unión Bancaria, así como en las distintas medidas expansivas de política monetaria del BCE.

Respecto al proceso de integración bancaria, el Informe incide en la necesidad de armonizar el marco normativo aplicable en los distintos países miembros para reducir al mínimo las discrecionalidades nacionales, y en la importancia de avanzar en el establecimiento de un esquema de garantía de depósitos único en Europa, que cuente con un respaldo de financiación pública. Asimismo, la puesta en marcha del Fondo Único de Resolución servirá para apuntalar la tendencia hacia una mayor integración, señala en Informe.

Pero donde el Informe del BCE se muestra más optimista en cuanto a su impacto sobre el proceso de integración es en el desarrollo e integración de los mercados de capitales europeos, especialmente en el área de la renta variable, con el objetivo de aumentar la capacidad de resistencia del sistema, mejorar la distribución de riesgos entre países y las condiciones de financiación de las empresas y hogares.

En la misma línea, la Comisión Europea ha puesto de manifiesto en un comunicado dirigido a las instituciones europeas de fecha 14 de septiembre de 2016², su impulso decidido al proceso de *Capital Markets Union* («CMU»), como parte del tercer pilar del Plan de Inversiones para Europa.

El Plan de acción de la Comisión de septiembre 2015³ sentó las bases de un programa, a desarrollar en distintas fases, con el horizonte del 2019. Ahora la Comisión, a través del comu-

² Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Capital Markets Union – Accelerating Reform. COM (2016) 601 final.

³ Action Plan on building a Capital Markets Union, COM (2015) 468 final, 30.09.2015.



nicado citado, otorga preferencia al proceso, estableciendo un calendario de implantación de las reformas en tres fases, con alcances diferentes:

- Inicialmente, se trata de finalizar las primeras medidas acordadas en el Plan de acción referentes a (i) titulización de activos, (ii) simplificación de las reglas sobre folletos de emisión, principalmente para las pequeñas empresas, y (iii) desarrollo de los mercados de capital riesgo, especialmente para financiar proyectos de innovación en empresas de mediano tamaño.
- En la siguiente fase del Plan se incluyen propuestas dirigidas a (i) resolver ineficiencias y divergencias en los marcos normativos nacionales sobre insolvencias y reestructuración de empresas viables, (ii) armonizar los sistemas impositivos en lo referente, al menos, a recuperación de la retenciones sobre plusvalías o la mejora del trato fiscal a la inversión en capital, (iii) movilizar fondos para financiar el Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas (EFSE) en infraestructuras, educación, innovación...
- Por último, en una fase posterior se desarrollarán nuevos proyectos. Entre otros, (i) la creación de planes de pensiones europeos que permitan conectar ahorro de largo plazo con inversiones, asimismo, a largo plazo, (ii) el fomento de inversiones en proyectos sostenibles -energías no dependientes del carbón, o no perjudiciales para el clima-, (iii) potenciar la innovación y el uso de nuevas tecnologías en el sector financiero, (iv) propiciar cambios legislativos para reforzar el mercado de *covered bonds*, (v) la distribución transfronteriza de fondos de inversión, (vi) la remoción de barreras en el entorno de la post contratación, (vii) la convergencia de los modelos de supervisión nacionales de los mercados de capitales o (viii) la reducción de trabas administrativas y regulatorias y la simplificación de la legislación actual.

En conclusión, aún se observan en la UE altos niveles de fragmentación. A pesar de la reducción de las primas de riesgo soberanas y del acercamiento de las condiciones de financiación a las empresas, con independencia de su localización, aún queda mucho camino por andar para mejorar la integración de los mercados europeos.

Pero no se trata sólo de mejorar los datos que los indicadores seleccionados para su medición (basados en cantidades -volumen de saldos mantenidos por los residentes de un país de activos emitidos en otro país- o en precios -dispersión de los precios en los mercados entre distintos países europeos-), sino de mejorar su calidad. Así, habrá una integración más fuerte, que resistirá mejor nuevas crisis y permitirá compartir riesgos entre los países de la UE, si se fundamenta en flujos de capital e inversión extranjera directa mejor que indirecta, en saldos de deuda a largo plazo en manos de residentes en otros países de la UE mejor que en deuda a corto plazo y en préstamos bancarios minoristas mejor que en flujos interbancarios.

Este es el camino, y el plan de la Comisión para la potenciación del mercado europeo de capitales puede contribuir a conseguir un alto grado de integración y de mayor calidad.

3.1. *EL EFECTO DEL BREXIT EN EL MERCADO ÚNICO*

Brexit es una abreviatura de dos palabras en inglés, Britain (Gran Bretaña) y exit (salida), que hace referencia a la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Aunque sólo era una de las dos opciones del referéndum por el que se preguntaba a los ciudadanos si «¿Debería el Reino Unido seguir siendo miembro de la Unión Europea?», el Brexit se convirtió en la palabra más pronunciada al hablar de la consulta. La otra alternativa, el Bremain (la abreviatura de Britain y remain o permanecer) no obtuvo el mismo éxito ni mediático ni en la votación.

Como antecedentes debe recordarse que el Reino Unido entró a formar parte de la Comunidad Económica Europea en 1973 y, tras renegociar



las condiciones de su entrada, celebró un referendo en 1975 sobre la permanencia. Los británicos entonces votaron a favor de quedarse, pero cuando en 1985 se creó el espacio *Schengen*, formado por 26 países que abolieron sus fronteras internas, decidió mantenerse al margen. Asimismo, no se ha sumado a otras importantes iniciativas dirigidas a la integración europea como la Unión Monetaria o la Unión Bancaria, entre otras. El Reino Unido nunca ha sido un impulsor decidido de la integración y el resultado de la consulta es la consecuencia de un largo proceso de discrepancias.

Los efectos del Brexit son aún difícilmente previsible ya que a la fecha no se conoce cómo se va desarrollar el proceso de salida ni su fecha cierta. Pese a ello, hay consenso en que el mayor impacto de la salida incidiría sobre el Reino Unido, aunque sería también significativo sobre los demás Estados miembros y sobre la propia UE en su conjunto. Además, incluso han llegado a oírse voces que defienden la revisión de la decisión de salida (Bregret). No obstante, la Primera Ministra May anunció recientemente su decisión de invocar el artículo 50 (separación de un Estado miembro de la UE) no más tarde marzo de 2017.

Desde una perspectiva de política social, la UE, con la salida del Reino Unido, perdería un socio de primer nivel que representa una sociedad abierta y emprendedora. Desde una óptica empresarial, la UE se convertiría en un socio comercial menos atractivo a nivel internacional y perdería poder económico. En cuanto a la proyección exterior, la salida de un país con capacidad militar y diplomática de peso conllevaría una menor capacidad de actuar en los múltiples conflictos internacionales.

El Brexit es la consecuencia del resurgimiento en los últimos años de las dinámicas nacionalistas y proteccionistas surgidas como reacción a las variadas crisis que acumula el proyecto europeo. Y ante la falta de respuesta conjunta por parte de los Estados miembros, y de las propias instituciones de la UE, los movimientos tendentes a proteger los intereses nacionales frente a los generales de la Unión no se han mitigado, sino que se han multiplicado. Es un proceso que se retroalimenta. La falta de reacción aviva los sentimientos

proteccionistas, y éstos conforme van creciendo debilitan la UE y dificultan la respuesta política.

Por ello, una salida de Reino Unido de la UE tendría un marcado carácter simbólico, puesto que se trataría del primer país que, por voluntad propia, haría efectiva la separación. El efecto imitación que el propio referéndum implica (podrían aparecer más gobiernos en otros países que decidan recabar el apoyo del electorado para superar los retos europeos y locales) constituye un riesgo que debe ser gestionado por las instituciones europeas.

Toda vez que a la fecha no ha comenzado el proceso de desconexión, los efectos esperados son conjeturas y en ediciones posteriores del Observatorio tendremos la oportunidad de ir valorando su impacto.

3.2. *EL ESCENARIO DE INCERTIDUMBRE EN LA UE*

Los graves atentados acaecidos en los últimos meses en diversos países de la UE han producido un sentimiento generalizado de amenaza a la seguridad de los ciudadanos, y acentuado la incertidumbre en la UE. Y no sólo por lo que se refiere al bienestar de la población, sino que estos sucesos también producen un efecto importante sobre los mercados, en la medida en que han incrementado la incertidumbre, y hay pocas cosas peores que ésta para la adopción de decisiones económicas. Los agentes financieros - inversores, empresas y consumidores - se pueden adaptar al riesgo, pero no pueden actuar con la misma efectividad en un entorno incierto y más complejo.

Algunos de los efectos en la economía que se están detectado como consecuencia de la incertidumbre generada son los siguientes:

- Los inversores, en particular los de terceros países, tienden a reducir su exposición al riesgo en los países más amenazados y se observan caídas de las cotizaciones de sus bolsas, especialmente, entre otras, en las empresas relacionadas con el turismo, la hostelería, el ocio o los seguros.



- La percepción de una mayor vulnerabilidad europea, hace que se aumenten las inversiones denominadas en dólares, yenes -frente a las realizadas en euros- o en valores refugio como el oro. Por su parte, la libra también languidece como consecuencia del Brexit.
- Se incrementa la demanda de seguridad, para evitar que sucesos como los vividos vuelvan a ocurrir. Ello obliga a los gobiernos de los países afectados y a la propia UE, a aumentar su gasto en prevención y control y con ello el déficit. La Comisión Europea ha decidido en este contexto ser más flexible con la política fiscal comunitaria y permitir a Francia, país especialmente castigado en los últimos meses, incumplir sus objetivos de déficit para compensar el aumento del gasto en seguridad.

Y la regulación financiera no es ajena a estos acontecimientos. La amenaza a la seguridad europea desencadenará, muy probablemente, un nuevo enfoque político en Europa y regulación adicional sobre algunas materias.

Por una parte, se está trabajando desde las instituciones europeas en fortalecer el régimen de prevención de blanqueo de capitales. De hecho, la Cuarta Directiva de prevención de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo («Cuarta Directiva») publicada en mayo de 2015 incide especialmente en la prevención de este último. Es necesario que los bancos y agentes financieros coloquen el foco en la detección de actividades que puedan contribuir a financiar este tipo de actuaciones, desarrollando los controles precisos para ello.

Asimismo, en diciembre de 2015, la Comisión Europea ha propuesto una Directiva sobre la lucha contra el terrorismo que tipifica como delito la financiación del terrorismo y de la contratación, la formación y los viajes con fines de terrorismo. La Comisión plantea nuevas maneras de abordar el abuso del sistema financiero como vía para la financiación del terrorismo y ha instado a los Estados miembros a comprometerse con un plan de acción para finales de 2016 que suponga una mejora de la Cuarta Directiva.

Pero no sólo el riesgo físico es el que alimenta la incertidumbre. Existe también una sensación generalizada de prevención y alerta frente a los ataques cibernéticos que según los expertos serán la vía por la que se producirán los atentados del futuro. En este ámbito se ha aprobado la primera Directiva comunitaria relativa a las medidas destinadas a garantizar un elevado nivel común de seguridad de las redes y sistemas de información en la Unión (conocida como «Directiva de Ciberseguridad» o «Directiva NIS»), con la que busca que las empresas que provean servicios esenciales, entre los que se encuentran los financieros, mejoren su capacidad de defensa ante ataques informáticos.

Con la Directiva NIS se pretende establecer un nivel común de seguridad de información entre las empresas de la UE y mejorar la cooperación entre los Estados miembros, toda vez que los incidentes de ciberseguridad son, a menudo, transfronterizos. Las nuevas normas prevén, de hecho, un grupo de cooperación estratégica para el intercambio de información entre los países de la UE y establecen que cada Estado deberá adoptar una estrategia nacional de seguridad cibernética.

Esta iniciativa está íntimamente relacionada con otro proyecto de la UE: la del Mercado Único Digital. Lógicamente, el mercado único digital sólo puede crearse en un entorno *online* seguro para que los consumidores y las empresas confíen en los servicios digitales y en este terreno es en el que se está intentando avanzar.

4. EL SECTOR BANCARIO

4.1. LA CONSOLIDACIÓN DE LA UNIÓN BANCARIA⁴

EL MECANISMO ÚNICO DE SUPERVISIÓN

En 2016 se cumplen dos años desde el inicio de la aplicación efectiva del Mecanismo Único de

⁴ Ver colaboración de Francisco Uría, Socio responsable del sector financiero y del área legal en KPMG: «2016: La consolidación paulatina de la Unión Bancaria».



Supervisión en noviembre de 2014. Durante su primer año de funcionamiento, en 2015, las prioridades supervisoras se centraron en:

- Los niveles de capital y liquidez de las entidades.
- Su gobierno corporativo.
- La gestión de riesgos y calidad de datos.
- La liquidez.

Y otras cuestiones novedosas como el análisis del modelo de negocio de las entidades y su rentabilidad o la ciberseguridad.

En el año 2016, el BCE ha seguido una línea de continuidad en lo que respecta a sus prioridades de actuación, con el foco puesto en cuestiones tales como (i) el modelo de negocio y la rentabilidad, (ii) el riesgo de crédito, (iii) la adecuación del capital, (iv) la gobernanza de los riesgos y la calidad de los datos y (v) la liquidez. La ejecución de estas prioridades, es ambiciosa y por tanto, su completa ejecución requerirá su extensión a lo largo de los próximos años.

Adicionalmente, junto a las tareas de supervisión «ordinarias», el BCE ha iniciado un programa de «revisiones temáticas» (*thematic reviews*) y actuaciones de supervisión «on site» que se centra principalmente en el gobierno corporativo, en la gestión de riesgos, en el modelo de negocio y en la rentabilidad del negocio. Es un hecho que el BCE concede una importancia creciente a la vigilancia del funcionamiento interno de las entidades –en especial en los grupos con filiales situadas en distintos países– y a aspectos relacionados con los Consejos de Administración como, por ejemplo, la idoneidad y la dedicación de los consejeros y directivos o la efectividad de la aplicación de las políticas aprobadas por el Consejo.

Por otra parte, el BCE ha acometido la tarea de reducir la heterogeneidad de la regulación y de sus prácticas de aplicación, para lo que ha identificado más de cien áreas en que se producían diferencias relevantes entre Estados miembros («opciones y discrecionalidades nacionales»), que han quedado identificadas y sustancialmente encauzadas. Esta es una tarea importante que

debe enmarcarse en el proceso para conseguir una armonización que evite situaciones como, por ejemplo, la que se generó en los primeros meses del 2016 sobre la aplicación de las reglas sobre pago de dividendos que tuvo un efecto relevante en los mercados de valores provocando una situación de volatilidad que afectó especialmente a algunos grandes bancos europeos.

En cuanto a los *stress tests*, a diferencia del año 2014, en el que los bancos sujetos a la supervisión directa del BCE se sometieron a un análisis equivalente y a un test de estrés de la EBA bajo metodologías únicas (el «*comprehensive assessment*»), el ejercicio de 2016 será dual. Por un lado, alrededor de cincuenta grandes bancos europeos se someterán al test de estrés de la EBA, mientras que, por otro lado, los restantes bancos significativos de la eurozona (hasta los 129 totales) se someterán a un test del BCE con una metodología semejante, aunque, por lo que parece, en este caso los resultados no serán publicados (a diferencia de lo que, en principio, hará la EBA); únicamente se tendrán en cuenta como herramienta de supervisión a la hora de determinar los requerimientos de capital de las entidades bajo la metodología SREP (*Supervisory Review and Evaluation Process*).

El resultado de este proceso, a semejanza de lo que ha ocurrido en Estados Unidos, será el recurso permanente a los *stress tests* como una de las herramientas de la supervisión prudencial, completada por la exigencia a las entidades de que dispongan de capacidades propias en este ámbito.

EL MECANISMO ÚNICO DE RESOLUCIÓN

El pasado 1 de enero de 2016, el Mecanismo Único de Resolución (*Single Resolution Board –SRB–*) ha dado sus primeros pasos formales hacia lo que será el nuevo sistema de resolución europeo. La Junta Única de Resolución lleva ya más de un año operativa, tiene ya plenos poderes de resolución, incluido el de *bail-in* y ha comenzado a trabajar en los planes de resolución ex ante. Ello implica su plena involucración en los



procesos de elaboración y aprobación de los planes de recuperación y resolución de las entidades más importantes de la eurozona (actividad preventiva de resolución) así como la detección y remoción de los obstáculos a la resolubilidad de las entidades (lo que implica actuaciones muy relevantes en cuanto a la estructura, modelo de negocio, relaciones intragrupo, contratos con proveedores externos o análisis de las funciones críticas, entre otras cuestiones de gran importancia). Asimismo, ejercerá sus competencias en materia de resolución ejecutiva, en los casos en que sea necesario.

Por otra parte, se ha creado el Fondo Único de Resolución para el cual se ha concedido un amplio periodo de transición para su dotación y mutualización total.

El SRB ha comenzado a recopilar los datos necesarios para el adecuado ejercicio de sus funciones, tanto en la vertiente de la planificación de la resolución como de la determinación del Requerimiento Mínimo de recursos propios de instrumentos elegibles (*Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities* o –MREL–) donde el SRB habrá de operar en estrecha cooperación con la EBA.

Aunque la construcción del SRB ha representado un gran avance que permitirá al BCE ejercitar sus tareas como supervisor en un contexto más seguro que el del año 2015, no es menos cierto que todo el sistema de resolución bancaria se confía a soluciones fundamentalmente privadas y la historia demuestra que no siempre estas soluciones son factibles y que, al final, algún tipo de apoyo público puede resultar necesario. Y ello podría ser especialmente palpable en el largo período transitorio, de ocho años, que transcurrirán hasta la completa constitución del Fondo Único de Resolución europeo.

Por esta razón, creemos que hubiera tenido pleno sentido asumir la posibilidad de un *backstop* público que habría de ser utilizado en casos excepcionales. En este sentido, el recurso potencial al Mecanismo Europeo de Estabilidad parecería una opción lógica habida cuenta de la experiencia positiva de su utilización para la financia-

ción de algunas operaciones de reestructuración y recapitalización bancaria (el caso español es un ejemplo), del nivel de recursos de que dispone directamente y de su capacidad de apelar a los mercados en buenas condiciones en busca de financiación adicional.

FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS

En lo que se refiere al tercer pilar de la Unión Bancaria, el Fondo Único de Garantía de Depósitos sufrió, desde el comienzo de las negociaciones para aprobarlo, un amplio conjunto de dificultades derivadas de la falta de consenso político entre los Estados miembros.

A día de hoy la propuesta que la Comisión Europea, con el decidido apoyo del BCE, ha presentado establece un plan progresivo de construcción del sistema («EDIS», *European Deposit Insurance Scheme*) en el que se diferencian tres fases.

La primera se conoce como «fase de reaseguro», en la que se mantienen los esquemas nacionales de garantía de depósitos, aunque con un mecanismo de reaseguro entre ellos, de modo que podría accederse a los fondos del sistema europeo cuando se hayan agotado los recursos del esquema nacional de que se trate.

La segunda fase es la llamada «fase de coaseguro» y comenzará tres años después de la fase inicial (es decir, en el año 2020), en el que el Fondo Europeo de Garantía de Depósitos interviene sin necesidad de agotamiento previo de los recursos de los esquemas nacionales. Esta fase plantea los problemas de una injusta asunción de riesgos (*moral hazard* o riesgo moral) por parte del sector financiero de uno o varios países.

La tercera fase sería la de la mutualización completa, una vez culminadas las aportaciones previstas al Fondo Europeo de Garantía de Depósitos.

El futuro de esta iniciativa es aún incierto. Si bien ha sido favorablemente acogida por el BCE, que lleva mucho tiempo reclamando que la Unión Bancaria fuese completada, afronta serias dificultades y resistencias tanto en el Parlamento Europeo como en el propio Consejo.



Este es uno de los elementos fundamentales que restan para la completa Unión Bancaria. Hasta que no se alcance un acuerdo definitivo y sea implantado un esquema de garantías solidario y mutualizado no podremos decir que la Unión Bancaria se ha culminado. Y si ésta no se alcanza no podrá ser realidad el mercado integrado que propugnamos.

4.2. EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LOS BANCOS

Desde la puesta en marcha del Mecanismo Único de Supervisión, se ha acentuado la tendencia a considerar al gobierno corporativo como un instrumento de supervisión, tanto en el ámbito general de las sociedades cotizadas, como, de forma muy significativa en el ámbito de las entidades bancarias. El BCE centra su atención, como uno de los elementos fundamentales de su función de vigilancia, en la composición, diversidad y funcionamiento de los Consejos de Administración, así como en la estructura interna de control de riesgo de las entidades.

La novedad no es la insistencia del supervisor en la necesidad de mantener una buena gobernanza en las entidades sino su intrusión en el ámbito interno de su organización hasta niveles impensables hace unos pocos años. Su alcance llega, por ejemplo, hasta el conocimiento, cuando no presencia en la propia reunión, de los debates de los Consejos de Administración y a la exigencia de que se elaboren actas que den buena cuenta y razón de esos debates o al examen en detalle de los documentos que se presenten al Consejo y de sus resúmenes ejecutivos. El objetivo perseguido con esta documentación exigida, significativamente más completa y prolija, es que los consejeros tengan capacidad de formarse un juicio adecuado a la hora de tomar las decisiones que les competen, y ésta es una finalidad loable, pero el medio utilizado representa una pérdida de soberanía interna y una injerencia en el gobierno de las entidades de crédito.

En la misma línea hay otras tendencias referidas a los miembros del Consejo de Administra-

ción que merecen ser destacadas, como son la independencia de los consejeros y su capacidad y formación.

- Por un lado, se aprecia un cambio en la percepción en el concepto de independencia, que ha pasado de ser una categoría a ser una función. La independencia, en el nuevo esquema regulatorio, es, más que una mera ausencia de vinculaciones e intereses –como se ha entendido tradicionalmente–, la capacidad de formarse y defender un criterio propio.
- Asimismo, la dedicación y formación de los consejeros ha sido objeto de vigilancia por el supervisor. Se considera que una atención habitual requeriría alrededor del 25% del trabajo efectivo del consejero. Igualmente, se exige que las entidades cuenten con sistemas de información y de formación adecuados, para asegurar su capacitación para el desarrollo de la función encomendada. En este sentido, es esencial la fijación de perfiles adecuados para cada puesto –del Consejo, de las Comisiones y de los puestos clave de la organización–, así como realizar una gestión adecuada del talento y una evaluación periódica del desempeño –se generaliza la idea de que la evaluación cuente con el auxilio de un evaluador externo independiente cuyo juicio se considere adecuado, por su propia reputación y profesionalidad–.

En cuanto al papel del Presidente del Consejo, se ha acentuado el debate sobre si debe ejercer funciones ejecutivas. En un proyecto de Guía de Control sobre las facultades de los Estados miembros para desarrollar algunos aspectos del gobierno interno de los bancos, el BCE ha abordado este tema. En su opinión, los buenos principios de gobierno corporativo exigen que ambas funciones se ejerzan de conformidad con sus responsabilidades y obligaciones de rendición de cuentas. Esto significa que deben existir dos funciones diferenciadas en el órgano de dirección; la supervisora que correspondería al Presidente y la



de gestión, que debe ejercer el Consejero Delegado.

Igualmente, los principios de gobierno corporativo para los bancos del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, de julio de 2015, recomiendan que *«para promover los mecanismos de control y equilibrio, el Presidente del Consejo de Administración sea un miembro independiente o no ejecutivo. En las jurisdicciones en que el presidente está autorizado a asumir funciones ejecutivas, el banco debe contar con medidas para mitigar cualquier impacto adverso en los mecanismos de control y equilibrio, por ejemplo, designando un consejero líder, un consejero sénior independiente o similar, y contar con un mayor número de consejeros no ejecutivos.»*

La autorización del supervisor para ejercer de forma simultánea las dos funciones parece, por tanto, excepcional y exigirá que la entidad acredite que dispone de medidas correctoras. Para conceder la autorización, el BCE examinará las razones específicas que hacen que la situación sea excepcional –sin que baste que la legislación nacional permita el ejercicio simultáneo– y el impacto en los mecanismos de control y contrapeso del marco de gobierno corporativo de la entidad de crédito.

Por último, es de la máxima importancia establecer en las entidades un *Succession planning*, que recoja los instrumentos y procedimientos para asegurar la continuidad del funcionamiento del Consejo, particularmente en sus funciones más relevantes. El plan de sucesión exige necesariamente contar con unos perfiles adecuados y precisos de los distintos papeles del Consejo y debe extenderse a las funciones clave dentro de la organización –al menos a los miembros del Comité de Dirección y a las funciones de control–.

En conclusión, en el ámbito de las entidades de crédito, se ha incrementado el control del supervisor sobre la gobernanza de las entidades con una aproximación mucho más intrusiva e intervencionista. Se aprecia una tendencia generalizada a hacer Consejos más especializados, con funciones más definidas y mayores niveles de capacitación. Asimismo, la diversidad –de géneros, de conocimientos y de origen geográfico– es,

cada vez más, un elemento esencial para la buena gobernanza del Consejo.

Desde este Observatorio creemos que el Buen Gobierno de las entidades supervisadas es la herramienta básica para recuperar la confianza de los usuarios de servicios bancarios y de inversión y por tanto debe ser objeto de especial atención del regulador y del supervisor. Pero una cosa es que sea el elemento clave para la eficiencia y rentabilidad del negocio y para hacer olvidar las malas praxis del pasado y otra es que la norma o el supervisor incidan hasta el máximo detalle en todos los aspectos de la gobernanza de las entidades –hasta fijar, por ejemplo, el porcentaje de dedicación que se considera razonable para desarrollar la función de consejero–. Pensamos que se debe conceder un margen de confianza a las entidades, haciendo posibles diversos modelos de organización y distribución de responsabilidades, sin perjuicio que los incumplimientos y las prácticas indeseadas sean sancionados con el máximo rigor.

En otro orden de cosas, respecto a las sociedades cotizadas –ámbito en el que se inició la tendencia a establecer principios y recomendaciones sobre Gobierno Corporativo que con el transcurso del tiempo y la falta de aplicación de las mismas, han devenido en auténticas normas–, este último año ha sido el primero de la aplicación del nuevo Código español de Gobierno Corporativo, que ha supuesto una revisión en profundidad de los sistemas de gobernanza de las sociedades cotizadas. Según las primeras valoraciones realizadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores («CNMV»), se ha logrado un amplio nivel de seguimiento y, en conjunto, una apreciable mejora del gobierno de las compañías.

El Código se completa con la nueva Guía sobre el principio de cumplir o explicar, que deberá tenerse en cuenta en la próxima publicación del Informe anual de Gobierno corporativo correspondiente a 2016. La Guía recoge el contenido de la Recomendación europea de 9 de abril de 2014 sobre ese principio, e incluye ciertas adaptaciones al sistema normativo español.

En síntesis, se requiere que la sociedad cotizada realice un análisis *ex ante* a la hora de tomar



una decisión que suponga el no seguimiento de alguna recomendación del Código, y pueda justificarlo de forma eficaz y concreta ante el supervisor y los mercados. Desde el Observatorio entendemos que este enfoque es positivo y da una respuesta adecuada a nuestra demanda de ediciones anteriores respecto a que la regulación y las recomendaciones concedan cierta holgura y discrecionalidad a las entidades sobre cómo disponer su organización interna, sin perjuicio de que sus motivos y razones para elegir una u otra opción sean transparentes y puedan ser juzgados por los mercados.

En nuestra opinión, resultaría además conveniente avanzar hacia una mayor armonización de los informes de gobierno corporativo de los emisores en la UE. Pese a que los principios que inspiran los códigos y regulaciones de buen gobierno son similares en los distintos Estados miembros no lo es la forma en la que la evaluación que realizan las sociedades de su buen gobierno tiene que presentarse al mercado. Y el contenido y forma de presentar estos análisis es esencial máxime en un entorno cada vez más global y en una Europa donde se pretenden potenciar las inversiones transfronterizas entre los Estados miembros. La armonización de los informes de buen gobierno de los emisores es un aspecto que podría contemplarse en el ámbito de la iniciativa del CMU a juicio de este Observatorio.

4.3. LA PROPUESTA EUROPEA DE REFORMA ESTRUCTURAL DE LA BANCA⁵

El 29 de enero de 2014 la Comisión Europea publicó la propuesta de Reglamento de reformas estructurales en la banca europea (*Regulation on structural measures improving the resilience of EU credit institutions*). Esta propuesta sigue la línea del Informe Liikanen que se publicó en octubre de 2012 y de dos consultas posteriores de noviembre

⁵ Ver colaboración de Gloria Hervás, del Departamento de Public Policy de Banco Santander: Reforma estructural de la banca que actualiza el trabajo publicado bajo el mismo título en la edición de 2015 del Observatorio.

2012 y julio 2013 de la Comisión cuyas conclusiones recomendaban la separación obligatoria entre las actividades por cuenta propia y de creación de mercado de las entidades, por un lado, y las de depósito tradicional, cuando superaran determinados volúmenes de actividad, por otro.

La iniciativa se producía al tiempo que avanzaban propuestas similares en EE.UU. (norma Volcker), Reino Unido (reforma Vickers), Francia, Alemania y Bélgica. En todos los casos, aunque con algunas diferencias en los diseños del modelo⁶, las propuestas tratan de (i) limitar que los bancos puedan realizar ciertas actividades que pudieran poner en peligro sus depósitos garantizados y (ii) favorecer la resolución de las entidades y evitar que las entidades tengan incentivos a incurrir en riesgos mayores ante la creencia de que el Estado acudirá siempre a su rescate para evitar que los depositantes pierdan sus ahorros.

La propuesta de Reglamento prevé que la norma sea de aplicación a las entidades europeas catalogadas como G-SIBs (*Global Systemically Important Banks*), o las que superen durante tres años dos condiciones: (i) un tamaño de balance superior a 30.000 millones de euros, y (ii) un volumen de activos y pasivos de *trading* superior a 70.000 millones de euros o al 10% de su balance, si bien se señalan excepciones para las filiales en el extranjero, en determinados casos. La propuesta incluye tanto la matriz como las filiales y sucursales de las entidades de la UE así como las de los bancos de terceros países situados en la UE.

Para las entidades que estén en su ámbito de aplicación, la Propuesta establece la prohibición de hacer operaciones por cuenta propia (*proprietary trading*⁷) y exige la separación de la actividad de creación de mercado y de otras actividades de *trading*.

⁶ Respecto a las actividades afectadas -las que se deben prohibir o separar-, la forma jurídica de la separación y la intensidad de las relaciones que pueden establecerse entre las distintas entidades.

⁷ La definición de la Comisión incluye la actividad *a salas, unidades o divisiones de negociación u operadores individuales que estén específicamente orientadas a tomar posiciones para obtener un beneficio por cuenta propia, y no guarden relación con actividades de clientes o la cobertura de riesgo de la propia entidad.*



Además, y éste es uno de los aspectos más controvertidos, cuando una entidad supera unos determinados niveles de actividad –medidos por ocho indicadores contables y prudenciales– el supervisor estará obligado, de acuerdo con la Propuesta, a iniciar el procedimiento de separación y sólo podría eximir a la entidad de este proceso si estimara que no pone en riesgo su propia estabilidad ni la del sistema. Asimismo, el supervisor estaría facultado para exigir la separación aun cuando una entidad no superara los límites fijados.

Y si las entidades se vieran obligadas a separar sus actividades deben hacerlo traspasándolas a una entidad diferente, cuyos vínculos jurídicos, económicos y operativos con el resto del grupo quedarían sujetos a ciertas limitaciones para asegurar que no se produce contaminación entre las actividades separadas.

Aunque el Consejo Europeo alcanzó un acuerdo político en junio de 2015, las negociaciones en el Parlamento todavía no se han cerrado, por la imposibilidad de alcanzar consenso sobre las entidades que se verían afectadas y sobre el procedimiento de decisión sobre la exigencia de separación. Por tanto, resulta ya imposible alcanzar el objetivo de la Comisión de iniciar el proceso con la imposición de la prohibición del *proprietary trading* en el próximo mes de enero de 2017.

El acuerdo del Consejo Europeo no modifica la Propuesta de la Comisión en cuanto al ámbito de aplicación, aunque respecto a la separación de actividades no incluye automatismo respecto al desencadenante de la obligación, sino que será el supervisor quien podrá decidir caso a caso.

Sin embargo, en el Parlamento la situación continúa estancada y el debate se centra en el diseño de las métricas que deben determinar la lista de las entidades a las que podría exigirse la separación estructural. Por lo que se refiere a la operativa por cuenta propia, la posición del Parlamento es más favorable a la prohibición de la actividad y no de la separación, como propone el Consejo.

Y ante este escenario de encallamiento en la tramitación, la Comisión Europea mantiene su apoyo al proyecto a pesar de que su implantación

en los términos propuestos podría dificultar la actividad de las entidades en mercados de capitales y por tanto chocar con el proyecto de CMU, cuyo objetivo es precisamente del desarrollo de esos mercados.

La parte más sensible de la Propuesta se refiere a la forma en la que se decidirá la posible separación de actividades de *market making*. La definición de los parámetros que puedan determinar la separación, junto con el papel del supervisor en el proceso, son materias que no están cerradas y continúan en discusión.

En nuestra opinión, la decisión de que una entidad deba separar sus actividades tiene enorme relevancia, y consecuencias no siempre conocidas, y, en todo caso, una vez realizada, resultaría prácticamente irreversible, al afectar a la estructura organizativa y financiera, y a la estrategia de las entidades.

Una decisión así no parece que pueda basarse únicamente en el hecho de que la entidad supere unas determinadas métricas. No existe ninguna fórmula perfecta que permita determinar por sí sola si una separación es necesaria y por tanto, la superación de los umbrales establecidos debería simplemente constituir una señal al supervisor que le conduzca a analizar una entidad y valorar si la separación de sus actividades puede resultar necesaria.

Y con respecto al marco en el que se sitúa la Propuesta de Reglamento sobre la reforma estructural de la banca, creemos que la imposición de un modelo general no es la mejor solución. Es cierto que la separación de las actividades de riesgo de la operativa tradicional de depósito y crédito de la banca puede ser adecuada en algunos casos, pero no es menos cierto que todos los problemas identificados –que pretenden ser resueltos con la propuesta de la Comisión Europea– son ya objeto de un amplio abanico de normas que se han ido aprobando e implementando desde la crisis, que podrían, en la mayoría de los casos, ser suficientes para resolver la situación. Entre estas medidas destaca el que las entidades están obligadas a diseñar un plan de recuperación y la creación de la figura de la autoridad de resolución, responsable,



entre otras funciones, de desarrollar un plan de resolución para cada entidad.

Además, en el orden práctico, la aplicación del modelo diseñado puede resultar de difícil aplicación y muy arriesgado desde el punto de vista político. Especialmente, si se desea combinar estas medidas con el objetivo de fomentar el crecimiento económico y el apoyo de las entidades financieras a la economía real. Máxime en un momento en el que la Comisión Europea ha dado prioridad al proyecto CMU que tiene precisamente como objetivo el crecimiento y el empleo.

5. SERVICIOS FINANCIEROS MINORISTAS

5.1. EL MERCADO INTEGRADO DE SERVICIOS FINANCIEROS MINORISTAS⁸

A principios de 2016 la Comisión Europea publicó a consulta, el denominado *Green Paper on Retail Financial Services* («Green Paper»), cuya finalidad es llevar a cabo una revisión del estado de la prestación de servicios financieros a clientes minoristas en la UE. El documento constata la situación de fragmentación del mercado, trata de identificar algunas de sus causas y se pregunta acerca de medidas regulatorias que pudiesen ayudar a superar esta situación. La consulta publicada finalizó el 18 de marzo de 2016, estando prevista la publicación de sus conclusiones a través un Plan de Acción sobre Servicios Financieros minoristas.

El Green Paper se divide en cuatro secciones:

- (i) La primera plantea cuestiones generales sobre la creación de un verdadero mercado europeo de servicios financieros minoristas, especificando cuál es el objetivo final de la iniciativa, mencionando algunas actuaciones previas en esta mate-

ria que se han llevado a cabo en el seno de la UE, y encajando esta iniciativa en otras como la Estrategia de Mercado Digital Único, la CMU y la Estrategia de Mercado Único.

- (ii) La segunda sección se centra en describir la situación actual de fragmentación del mercado de servicios financieros minoristas, incidiendo en lo limitado de la actividad transnacional, en las diferencias de precio de un mismo servicio en diferentes Estados, en la insuficiente competencia y en el bajo nivel de cambio de prestador de servicios por parte de los consumidores. En este punto, la Comisión se centra en el nuevo escenario que, en este ámbito, propone la digitalización, mencionando los nuevos operadores, las nuevas técnicas, y los nuevos productos financieros y de pagos.
- (iii) La tercera sección se centra en cómo proveer mejores productos, capacidades de elección y oportunidades para consumidores y empresas. La Comisión establece por un lado las medidas que entiende son necesarias para aumentar la confianza de los consumidores en los servicios transnacionales, y en cuanto a los proveedores de servicios financieros, incide en la necesidad de fomentar la prestación de servicios digitales, la convergencia de mecanismos de insolvencia, la valoración de activos y prestación de garantías y la convergencia de regímenes legales en los distintos Estados miembro.
- (iv) La cuarta sección se centra en el procedimiento a seguir para esta iniciativa.

La Comisión entiende que la existente fragmentación del mercado de servicios financieros para clientes minoristas, es perjudicial para éstos, puesto que les impide el acceso a los distintos proveedores de servicios financieros, al tiempo que limita la posibilidad de desarrollo del negocio en la UE de las entidades que prestan este tipo de servicios. En consecuencia, existe

⁸ Ver colaboración de Ignacio Santillán, Director General de FOGAIN: «Mercado Integrado de Servicios Financieros Minoristas. *Green Paper on Retail Financial Services*».



una restricción al acceso a la competencia y a sus beneficios que puede, a su vez, perjudicar a la innovación y a la automatización y digitalización de los servicios financieros.

En concreto, el *Green Paper* presta una señalada atención a los obstáculos que limitan una extensión mayor del negocio denominado *Fin-tech*, y, en particular, de la prestación de servicios financieros vía digital, preguntando en el proceso de consulta, acerca de posibles vías de solución. También centra su atención y sus preguntas, en los elementos que mueven a los clientes minoristas a contratar preferentemente con entidades nacionales, principalmente en servicios bancarios, de seguros y de pagos.

En este sentido, la iniciativa del *Green Paper* se presenta como una aproximación diferente a las regulaciones existentes en materia de protección de clientes de servicios financieros. La finalidad de la iniciativa no es tanto la de proteger a dichos clientes en relación con servicios concretos, sino identificar y analizar cómo superar los obstáculos que impiden un mercado realmente integrado de servicios financieros para clientes minoristas.

El alcance de la iniciativa, no obstante, queda algo confuso en tanto no parece incluir servicios de inversión, a pesar de repasar las últimas regulaciones en la materia. En todo caso, su alcance deberá ser objeto de definición más detallada cuando se elabore el Plan de Acción correspondiente.

Hay que destacar que el *Green Paper* se publica cuando se encuentran en marcha otras iniciativas en la UE, señaladamente, la Estrategia de Mercado Único Digital, la Estrategia de Mercado Único y la UMC, con las que necesariamente deberá coordinarse el Plan de Acción que siga a este *Green Paper* y el proceso de consulta pública, cuyas contestaciones se han hecho públicas recientemente. Entre otros elementos de valoración, también se deberá considerar la posición del Parlamento Europeo, que emitirá un informe al respecto.

En conclusión, la importancia del *Green Paper* presentado por la Comisión, reside en haber identificado un problema que ofrece múltiples

facetas. Y precisamente por ello, su tratamiento, por un lado, no es fácil y, por otro, requerirá de una evaluación en cuanto a su alcance concreto, dentro del Plan de Acción, teniendo en cuenta otras iniciativas en curso de la Comisión dirigidas a objetivos, en parte, similares. De esta forma, se podrá evitar la existencia de normas redundantes y aliviar la carga regulatoria que incrementa los costes de transacción.

5.2. LA REFORMA DE MIFID Y LA PROTECCIÓN DEL CLIENTE MINORISTA⁹

La reforma de la Directiva MiFID, conocida como MiFID II, iniciada por la Propuesta de la Comisión Europea de octubre de 2011, parece que está llegando a su fin, si bien existen todavía ciertos aspectos divergentes entre los documentos publicados por la Comisión Europea, el Parlamento y el Consejo Europeo. De hecho, se ha retrasado en un año la fecha en la que la nueva regulación será exigible a las entidades, pasando a ser el 3 de enero de 2018 y no el 31 de diciembre de 2016 como se preveía inicialmente.

Las principales novedades de MiFID II se centran en (i) los servicios de asesoramiento en materia de inversión y gestión de carteras, (ii) en la prestación de servicios de mera ejecución y en el pago y cobro de incentivos.

En cuanto a los servicios de asesoramiento y gestión de carteras, la reforma MiFID II incide en el incremento de la transparencia y en la introducción del concepto de asesoramiento y gestión de carteras «independientes».

- En relación con el refuerzo de la transparencia se exige proporcionar al cliente información (i) sobre si el servicio que se le presta se basa en un análisis global o restringido del mercado, (ii) sobre los vínculos

⁹ Ver colaboración de Sara Gutiérrez Campiña, de fin-Reg360: «Impacto de MiFID II sobre los modelos de atención a clientes: ¿Introduce MiFID II un riesgo de expulsión del cliente minorista de los servicios de gestión y asesoramiento?»



existentes entre las entidades y los productos que se le ofertan y (iii) sobre si se realiza una evaluación continuada de los productos recomendados -obligación que recae principalmente en el servicio de asesoramiento-. Asimismo, se deberá informar a los clientes sobre la necesidad de pagar honorarios o comisiones por la prestación de estos servicios y si se pagan o reciben incentivos por parte de terceros. Las entidades deben informar también sobre el modo concreto en que una recomendación se ajusta a sus características y objetivos de inversión, obligación que ya se exige en nuestro país.

- En relación con la prestación de los servicios de asesoramiento y la gestión de carteras de manera independiente, en ambos casos se exigirá, para que un servicio pueda ser calificado como tal, que se lleve a cabo una evaluación de un número suficientemente amplio de productos (que no se limite a productos propios o del grupo) y que no se cobren o paguen incentivos. Es decir, se requiere que se cobre directamente del cliente por la prestación de estos servicios o si se cobra se proceda a la devolución de los mismos al cliente. En paralelo, en relación con los servicios, distintos del asesoramiento independiente o la gestión discrecional de carteras, se incluye la posibilidad de que los Estados miembros, de forma discrecional, puedan obligar a las entidades a que, en determinados supuestos, pueda también estar prohibida la posibilidad de percibir incentivos, principalmente si no se puede demostrar un aumento en la calidad del servicio.

MiFID II introduce otras novedades en el ámbito de la organización interna de las entidades que influirán en la protección del cliente minorista; entre otras:

- Se exigirá que las entidades cuenten con políticas, procedimientos y órganos de aprobación de nuevos productos. En este

sentido, las entidades deberán contar con procedimientos que permitan evaluar la compatibilidad de los productos con las necesidades de los clientes a los que se destinan (es decir, delimitación *a priori* del colectivo al que el producto va dirigido).

- Se refuerzan las medidas de gestión de conflictos de interés con las que deberán contar las entidades. Se prohíbe expresamente que se perciba ningún tipo de remuneración monetaria o no monetaria por dirigir órdenes a un centro de negociación o un centro de ejecución en particular.
- En materia de información a clientes, MiFID II ha de leerse conjuntamente con PRIIPs (dado que MiFID II entiende que dando cumplimiento a los requerimientos de PRIIPs se cumple también con MiFID II). En este punto el regulador ya ha tomado buena nota –tal como hemos repetido desde este Observatorio– de que el exceso de información confunde, impide comprender adecuadamente las características del servicio o del producto ofrecido (mucho información no es mejor información) e incrementa los costes operativos lo que a la postre encarece las comisiones cargadas a los clientes por el servicio prestado y merma su rentabilidad.

Por ello, PRIIPs propone un paquete informativo (el llamado KID o *Key Information Document*) -breve, claro y conciso que se centrara en los aspectos clave para que el inversor pueda formarse una opinión fundada sobre los riesgos que está asumiendo- como la mejor forma de proteger al inversor. Ahora bien, el problema reside en que no existe aún un acuerdo sobre el contenido exacto del KID y cómo se deben presentar en él los riesgos de los productos. Y ello parece que puede traducirse también en un retraso de la fecha de exigibilidad de PRIIPs, aspecto del que a la fecha de cierre de este trabajo aún no existe certeza.



- Se incide en la importancia de la formación y capacitación de los empleados. Se exigirá que las entidades aseguren y demuestren que las personas que prestan asesoramiento o proporcionan información sobre los servicios de inversión, cuenten con los conocimientos y las competencias necesarias para cumplir sus obligaciones. Además, los Estados miembros publicarán los criterios utilizados para evaluar tales conocimientos y competencias.

Todas estas obligaciones requieren inversiones notables en tiempo, procesos y sistemas por parte de la industria que ha acogido con cierto alivio el retraso de un año en la exigibilidad de MiFID II.

Alguna de las medidas que contempla MiFID II para mejorar la protección del cliente minorista puede resultar en exceso intrusivas y chocar con la libertad de organización empresarial propia de las entidades, estableciendo incluso, como se ha visto, la forma en la que éstas deben cobrar por sus servicios.

MiFID II facilita además la creación de desigualdades dentro de los países de la Unión, ya que, a diferencia de su predecesora, permite en aspectos muy relevantes de la Directiva (como es la percepción de incentivos en servicios distintos al asesoramiento independiente y la gestión discrecional de carteras) que los Estados miembros opten por soluciones particulares lo que supone un paso atrás en la armonización del mercado de servicios de inversión.

En línea con las novedades de MiFID II, la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha comenzado ya a reforzar sus procedimientos de supervisión de entidades introduciendo entre otros aspectos la actividad de «*Mystery Shopping*». Si bien no se conoce a día de hoy el alcance y consecuencias que puedan derivarse de esta nueva actividad de supervisión, a la hora de llevar a cabo sus planes de implantación de MiFID II las entidades afectadas la deberán tener en cuenta con el fin de minimizar los potenciales incumplimientos de las normas de conducta y aumentar la protección del inversor.

6. MERCADO DIGITAL

6.1. BANCA DIGITAL EN EUROPA

La aparición de las nuevas tecnologías digitales y los nuevos modelos de comportamiento en la sociedad –basados de forma destacada en la interacción entre individuos a través de tecnologías digitales–, han dado paso a esquemas de negocio, de muy diversa índole y naturaleza, cuyo denominador común es el uso de canales de comunicación, hasta ahora inexplorados, que permiten a los usuarios estar conectados en cualquier momento y desde cualquier lugar¹⁰.

La transformación digital conlleva, al mismo tiempo, desafíos y oportunidades. A través del desarrollo digital los consumidores pueden disfrutar de un aumento de la competencia y de una oferta más amplia. Asimismo, las fronteras entre los diversos servicios se borran, tanto las físicas como las vinculadas a los distintos territorios nacionales, adentrándonos en un nuevo escenario que fomenta la creatividad y el desarrollo de innovaciones.

Y a esta transformación no es ajeno el sector bancario, que está afrontando un cambio relevante en el modelo tradicional de prestación servicios, basado en las redes de oficinas y en la banca a distancia.

En este fenómeno confluyen dos circunstancias. Por un lado, la pérdida de confianza derivada de la crisis financiera y por otro, una falta de fidelidad de los usuarios respecto de los servicios financieros prestados históricamente por los bancos (en especial la relación personal por medio de la sucursal). Y esta confluencia ha coincidido en el tiempo con la expansión de las nuevas tecnologías digitales que han propiciado la aparición de nuevos actores en el mercado (las empresas llamadas *FinTech*) que ofrecen propuestas novedosas que mejoran la experiencia de los usuarios y los atraen, con formas de relacionarse y operar más acorde con la evolución de la socie-

¹⁰ Ver colaboración de Vanesa Casadas Puertas y Álvaro Martín Enríquez, BBVA «Banca digital en Europa».



dad (la aparición de plataformas digitales o de formas de moneda fuera del sistema fiduciario, son algunas muestras de este proceso).

Pero ante la rápida evolución de la digitalización de los servicios, parece que la regulación no evoluciona al mismo ritmo. Continúan imponiéndose limitaciones en las legislaciones nacionales que ralentizan el desarrollo de un mercado integrado. Por ello, es necesaria una mayor armonización, tanto entre reguladores como entre supervisores y autoridades de competencia europeas.

En esta línea y con el fin de no quedarse atrás en esta imparable evolución hacia lo digital, la Comisión Europea está impulsando el desarrollo del Mercado Único Digital («MUD») que presenta como un área prioritaria de actuación. El objetivo final es (i) la eliminación de barreras técnicas y jurídicas que obstaculicen el camino hacia un mercado integrado, (ii) garantizar el buen uso de las nuevas tecnologías, (iii) fomentar la creación de negocios digitales y (iv) reforzar la seguridad y la confianza en ellos.

La estrategia del MUD contiene 16 acciones que deben completarse antes de finales de 2016 y que se resumen en tres grandes pilares: acceso, entorno, y economía y sociedad. A pesar de que el proyecto se asienta sobre un terreno fértil, fundamentado en la imparable transformación de la sociedad hacia el mundo digital, no está exento de dificultades. Y una de ellas, y no poco relevante, es que el proceso se haga de forma fragmentada. La propia Comisión señala la necesidad de que, para poder alcanzar los objetivos del MUD, las iniciativas normativas e incentivadoras se lleven a cabo de forma coordinada entre los organismos europeos y los diferentes Estados miembros— teniendo en cuenta las asimetrías internas— para evitar la creación de silos regulatorios y contribuir a conformar una visión integradora que permita la puesta en marcha de acciones concretas.

Los nuevos canales digitales ofrecen una gran oportunidad para los servicios financieros en Europa, siempre que se consiga superar la fragmentación del mercado interior, y se permita operar desde y para cualquier país de la Unión.

6.2. *FINANCIAL TECHNOLOGY: MARCO OPERATIVO Y REGULATORIO*¹¹

Una particular derivada del fenómeno de la digitalización de la sociedad la encontramos en la irrupción en el sistema financiero de las llamadas FinTech, abocándolo a una revolución que tendrá lugar en los próximos años. La expresión FinTech se refiere a la aplicación de la tecnología en la industria financiera y cubre una amplia gama de actividades, incluyendo, entre otras, financiación, infraestructura de pagos, operaciones de riesgos, gestión y monetización, seguridad de datos, interfaz de cliente...

Todavía es pronto para determinar si esta revolución tecnológica se traducirá en un sistema financiero más estable, eficiente y transparente o, por el contrario, podrá ser utilizado para hacer el sistema financiero mucho más complejo, opaco, ineficiente y frágil, proporcionando herramientas para eludir requerimientos legales. Pero lo que sí es incuestionable es que la aplicación de la tecnología en la industria financiera tiene un importante impacto sobre todos los agentes financieros: intermediarios, mercados, emisores, inversores, supervisores, reguladores y sobre cualquier persona o entidad que esté de alguna manera involucrada en esta industria.

En cuanto al impacto de las FinTech sobre los intervinientes en el mercado habría que distinguir entre las entidades que prestan servicios financieros y los reguladores y supervisores.

- En cuanto a las entidades que prestan servicios, la evolución hacia la digitalización afecta de forma distinta dependiendo del modelo de negocio. Obviamente, son los intermediarios tradicionales lo más impactados, viéndose obligados a adaptar sus estrategias, bien asociándose con empresas ya iniciadas en el mundo digital o invirtiendo en tecnología para transformar su negocio frente a los nuevos competidores:

¹¹ Regulación del sector FINTECH en la UE: *CMU Action Plan*. Pablo Rivera.



Start-Ups FinTech, empresas TIC globales (Big-Tech u OTT) o de tecnología financiera creadas con el propósito de provocar la disrupción de los servicios y negocios tradicionales.

Y también en cuanto a la aceptación o rechazo hacia este nuevo modo de operar, la percepción es muy distinta dependiendo del tipo de entidad de que se trate. Así, por ejemplo, existe en gran parte de los intermediarios tradicionales la percepción de que están sujetos a una excesiva regulación frente a las lagunas regulatorias y supervisoras que existen en la actividad de los nuevos intervinientes en el mercado, pudiendo dar lugar a un nuevo tipo de arbitraje regulatorio.

- En relación con los supervisores, parece claro que tendrán que adaptarse a las nuevas tecnologías con el fin de asegurar una correcta supervisión de los servicios tradicionales que a partir de ahora se prestarán por medio de tecnologías digitales. Se enfrentan a un nuevo escenario en el que actúan nuevos intervinientes y aparecen novedosos productos y servicios a los que los supervisores han de dar respuesta innovando e incorporando nuevas tecnologías para el desempeño de sus funciones, tanto respecto de los intermediarios tradicionales como respecto a los nuevos participantes en el mercado.
- Y los reguladores han de abordar la ausencia de reglas o la existencia de regulación no adaptada al fenómeno de las FinTech, lo que se considera, desde la banca tradicional, uno de los principales problemas desde la aparición de estos nuevos intervinientes por lo que puede significar de ventaja competitiva en su favor y de ruptura del *level playing field*.
- En este sentido, los reguladores cuentan con el mandato de desarrollar la regulación de la prestación de servicios a través de las FinTech a través de normas que velen por la estabilidad financiera, la pro-

tección del consumidor, la estandarización de normas de conducta con independencia del interviniente que preste el servicio, y el fomento de la competitividad y desarrollo. Si bien la cultura de cumplimiento normativo no debe obstaculizar la innovación y el uso de la tecnología para desintermediar y facilitar la oferta directa de productos o servicios a los consumidores, parece claro que la actividad de las empresas FinTech debe regularse con el fin de delimitar quienes estarían autorizados para prestar servicios financieros y como se deben ejecutar los distintos modelos de prestación de servicios. En este sentido, la nueva Directiva de medios de pago («PSD II»), introduce novedades relevantes que facilitan el acceso al mercado financiero a los nuevos jugadores.

El MUD, ya citado, –promovido para fomentar la digitalización en la Unión y un *«level playing field»* para los servicios innovadores–, dedica uno de sus capítulos a esbozar la necesidad de «un ajuste *ad hoc* del marco regulatorio para plataformas e intermediarios». Asimismo, señala que las nuevas plataformas en el sector financiero han desafiado rápida y seriamente los modelos de negocio tradicionales y han crecido de manera exponencial, ofreciendo oportunidades para mejorar su eficiencia mediante una mejor elección de los consumidores, «pero también plantean potencialmente nuevas cuestiones regulatorias.

Llama la atención, no obstante, que, en el marco del Plan de Acción sobre la CMU, no se prevea el desarrollo de ninguna iniciativa regulatoria que cubra la problemática surgida con la aparición de las FinTech, ni desde la perspectiva de su promoción ni de su limitación.

Solamente ESMA ha acometido la tarea de crear un marco operativo basado en principios, para analizar correctamente la innovación financiera, con tres objetivos primordiales: protección del inversor, estabilidad financiera y mercados ordenados. ESMA lleva a cabo esta evaluación a través del *«Financial Innovation Standing Committee»* y, con este marco ha venido desarrollando su labor en materias como *robo advice*, *exchange tra-*



ded funds (ETFs), crowdfunding o distributed ledger technology (DLT).

En conclusión, si bien es previsible que la Comisión Europea aborde, en el corto plazo, la adopción de medidas orientadas a armonizar y regular coordinadamente los diversos aspectos que afectan al desarrollo del sector FinTech, mientras esto no se produzca las Directivas que regulan la prestación de servicios financieros seguirán permitiendo divergencias entre las normas aplicables a este sector en los distintos Estados miembros que podrían dar lugar a arbitrajes regulatorios, favorecidos por la libre prestación de servicios y especialmente potenciados en un entorno *on line*. Es necesario atender este problema y tratar de implantar reglas de juego homogéneas para todos los intervinientes en los mercados.

7. MERCADOS FINANCIEROS

7.1. ABUSO DE MERCADO

La entrada en vigor el pasado 3 de julio de 2016 del nuevo Reglamento de Abuso de Mercado («MAR»), supone una reforma en profundidad del régimen aplicable a la prevención del abuso de mercado. Al tratarse de un Reglamento europeo sustituye automáticamente la regulación interna de los países miembros de la UE.

MAR introduce importantes novedades, entre las que cabe destacar:

- Extiende el ámbito de aplicación del abuso de mercado a los instrumentos admitidos a negociación en los centros de ejecución MiFID II.
- Regula los sondeos o prospecciones de mercado, ajenos hasta la fecha a la regulación.
- Amplía la definición de operaciones con información privilegiada (se elimina la distinción entre información privilegiada e información relevante).
- Define la información privilegiada para derivados sobre materias primas.

- Armoniza el régimen de retraso en la comunicación de información privilegiada.
- Regula el régimen de los *whistleblowers* (canales de denuncias). En nuestro país, la CNMV creará un canal de denuncia de infracciones de abuso de mercado al que podrán dirigirse los empleados de las entidades que operen en los mercados.
- Regula con mayor detalle las listas de iniciados, siendo este un ámbito en el que se apreciaban notables disparidades en el seguimiento por parte de los actores del mercado.
- Amplía los supuestos en los que deben comunicarse operaciones sospechosas a las órdenes, no sólo a las operaciones ya ejecutadas.
- Armoniza las sanciones administrativas.

En España la entrada en vigor de MAR plantea algunos temas urgentes para los emisores de valores y demás entidades participantes en los mercados. Entre éstas, destaca la mencionada eliminación de la distinción entre información privilegiada e información relevante, al desaparecer este último concepto del Reglamento. La difícil compatibilidad de ambas categorías de información, plantea gran número de problemas de orden práctico mientras no se modifique la Ley del Mercado de Valores, que aún contiene el concepto de información relevante.

También se plantean problemas interpretativos y de carácter práctico en aspectos tales como: los efectos del retraso en la publicación de la información privilegiada -que han sido regulados con un enfoque distinto en el MAR-, la comunicación y la publicidad de las operaciones de los directivos, los periodos de prohibición de operar para éstos y la tipología de las operaciones sujetas.

Por todo ello, creemos que la entrada en vigor de la nueva regulación europea, de directa aplicación al tratarse de un Reglamento, debe ir acompañada de las precisas adaptaciones normativas internas para evitar incongruencias y hacer viable el cumplimiento de las nuevas reglas dentro de los moldes y categorías actuales.



Junto con MAR también se ha aprobado la Directiva conocida como MAD II que regula por primera vez a nivel europeo las sanciones penales por abuso de mercado, incidiendo en la importancia de la responsabilidad penal de la persona jurídica por éstos. Esta regulación debe tenerse en cuenta en materia de planes de prevención de riesgos penales por parte de las entidades financieras.

7.2. LA REFORMA DE LA POSTCONTRATACIÓN EN ESPAÑA

La post-contratación incluye un conjunto de normas y procesos que permiten la acreditación de los derechos sobre los valores, así como su intercambio y el de los importes efectivos pactados en la contratación. Estos procesos implican riesgos y para tratar de controlarlos y minimizarlos se propuso la reforma del sistema de compensación y liquidación de valores en España¹².

Uno de los objetivos de la reforma era desplazar la firmeza de las operaciones desde la contratación hasta el entorno de la liquidación. En ese sentido, cobró fuerza la posibilidad de introducir los servicios de una Entidad de Contrapartida Central («ECC») –que se interpusiera entre las partes contratantes– ya que este papel de interposición (novación) que no era jugado por el Depositario Central de Valores («DCV») español, IBERCLEAR, genera importantes beneficios, como el de garantizar el buen fin de las operaciones y la reducción del riesgo de contrapartida en posibles incumplimientos por parte de los agentes involucrados.

Las infraestructuras del mercado de valores que se dedican a dar servicios en el área de la post-contratación son básicamente dos: las ECC y los DCV.

- Las ECC se centran en ofrecer servicios de interposición y neteo de las instrucciones a

liquidar y en gestionar de forma profesional el riesgo de contrapartida con el objetivo de minimizar el riesgo sistémico en los mercados a los que sirve. De estas funciones se encarga en España, BME Clearing.

- Las funciones básicas de los DCV son tres: i) el registro central de emisiones y la representación anotada de los valores emitidos; ii) la custodia y gestión de cualquier evento corporativo de los valores anotados; y, iii) la liquidación centralizada de las operaciones del mercado, facilitando la entrega y la recepción de los valores vendidos/comprados y el correspondiente cobro/pago de los efectivos acordados. Estas funciones, en España, son realizadas por IBERCLEAR.

Hasta la reforma, el modelo de post-contratación de la renta variable española era diferente al europeo al no existir una entidad especializada en la gestión y asunción de los riesgos de contrapartida, sino que el propio DCV era el que, además de sus tres funciones básicas (registro notarial de la emisión, custodia central de los valores y liquidación central de la operativa), realizaba una cuarta función consistente en la compensación y gestión del riesgo de contrapartida. Por ello, era inevitable iniciar una profunda revisión de los procesos normativos y operativos de la post-contratación española.

Como aspectos básicos de esta reforma destacan:

- La introducción de una ECC.
- La adopción de cambios en el momento de la firmeza en el DCV.
- La eliminación del Principio de Aseguramiento de la Entrega.
- La liquidación exclusiva por saldos eliminando las Referencias de Registro.
- La normalización de la llevanza del registro de detalle por las entidades participantes del DCV.
- El establecimiento de una base de datos gestionada por IBERCLEAR, con los detalles de la titularidad, que permita la eficiente trazabilidad y supervisión del sistema.

¹² Ver colaboración de Jesús Benito e Ignacio Solloa, BME «La reforma de la post-contratación de valores en España».



La desaparición de las Referencias de Registro (RR) en el sistema de liquidación y registro de la renta variable es una de las características más importantes de la reforma. Sin duda, las RR dotaban al sistema de una alta trazabilidad y facilitaban el control del supervisor. Al eliminarlas, la reforma ha pretendido que no se vieran perjudicados los altos niveles de seguridad, control y supervisión que las RR aportaban al sistema.

Por ello, en el nuevo sistema surge una pieza básica: el denominado *Post-Trade Interface* o PTI, que consiste en una base de datos -un repositorio de información- en la que se recogerán las operaciones y las titularidades, con el objetivo de garantizar la trazabilidad completa de las operaciones, es decir, desde la contratación, a la compensación y liquidación hasta llegar al registro. Adicionalmente, el PTI será el vehículo de información entre las distintas entidades que participan en cada infraestructura del mercado (Bolsa o plataforma de negociación, ECC y DCV), todo ello asegurando que la eficiencia de la post-contratación sea máxima y que el coste operativo sea mínimo.

De esta forma, el PTI permite asegurar una trazabilidad total y un control y supervisión suficientes del sistema, similar a la seguridad alcanzada en el sistema anterior con las RR y se configura como una herramienta clave para todas las entidades implicadas en el proceso de la post-contratación.

7.3. PROPUESTAS PARA LA RECUPERACIÓN Y RESOLUCIÓN DE LAS ECC

Las ECC, que juegan un papel destacado en la reforma de la postcontratación, son uno de los pilares de las medidas adoptadas por el G20 para corregir las debilidades identificadas en la crisis financiera de 2008. El objetivo perseguido era el de posibilitar, y de hecho obligar a, la transferencia de riesgo desde entornos tradicionalmente bilaterales y opacos (OTC), hacia las ECC, gestionadas de manera más transparente y eficiente para reducir la probabilidad de des-

tinar recursos públicos a la resolución de futuras crisis.

Ahora bien, la elevada concentración de riesgo en las ECC podría dar lugar a que se convirtieran en entes «super-sistémicos», demasiado grandes para caer. Y ello se contrapone a otro de los objetivos del G20 en materia de regulación financiera: desarrollar un régimen efectivo para la reordenación y resolución de entidades sistémicas con el fin de i) evitar que éstas se enfrenten a una situación en la que no sean capaces de mantenerse solventes y viables por sus propios medios y, ii) cuando esto no resulte posible, mitigar la probabilidad de que el rescate de dichas entidades o su liquidación afecte a la estabilidad financiera o requiera el soporte del contribuyente.

En esta línea, se están desarrollando trabajos por los supervisores con el fin de fortalecer el régimen regulatorio de las ECC¹³ y los procesos de reordenación y resolución, en su caso.

- La recuperación se refiere a la capacidad de una ECC para reponerse de cualquier situación que pueda amenazar su viabilidad y su fortaleza financiera de forma que pueda continuar prestando sus servicios sin que se requiera el uso de los poderes y atribuciones que la legislación concede a las autoridades de resolución.
- La resolución se presenta como el marco por el cual las autoridades públicas tienen la capacidad de intervenir, una vez las medidas de recuperación han resultado fallidas o su utilización no ha sido aconsejable, de forma que se asegure la prestación de los servicios básicos de la ECC.

Dentro de los trabajos que se están llevando a cabo por los supervisores, destaca la posibilidad de realizar pruebas de tensión organizadas

¹³ Ver el artículo aportado a esta edición del Observatorio por Miguel Ángel Herrero, de la CNMV: «Propuestas para la recuperación y resolución de las ECC y el EMIR: nuevos retos».



por las autoridades supervisoras con la finalidad de promover la confianza en los sistemas de gestión de riesgos establecidos por las ECC y planificar convenientemente el modo en el que pueden afrontar eventos extremos.

Y respecto a la regulación, aunque se han producido avances relevantes, quedan aún aspectos que deben mejorarse; entre ellos:

- La aplicación de manera más coherente y armonizada de los estándares internacionales mediante un desarrollo más preciso, por ejemplo, en cuestiones relacionadas con las pruebas de tensión.
- El desarrollo de planes de recuperación plenamente aplicables y detallados. En este sentido, los estándares internacionales ya ofrecen una guía clara sobre el modo en el que las ECC pueden desarrollar estos planes y creemos no resulta conveniente demorar su implantación efectiva.
- El desarrollo por el legislador y la implantación de regímenes de resolución adecuados a las especificidades de las funciones que desempeñan las entidades de contrapartida central en los mercados financieros.

El uso de las ECC es una parte crucial de las medidas acordadas tras la crisis de 2008 para reducir el riesgo de nuevas crisis, al integrar en ellas riesgos de la negociación OTC. Su importancia ha aumentado notablemente en los últimos tiempos y se espera que ésta sea aún mayor conforme vayan entrando progresivamente en vigor diferentes obligaciones de compensación centralizada. De su correcto funcionamiento dependerá la aparición de nuevos episodios de inestabilidad financiera. Por ello, es imprescindible que la regulación asegure (i) que su funcionamiento es sólido y que la posibilidad de que alguna de ellas quiebre sea muy reducida, (ii) que estén dotadas de mecanismos de recuperación efectivos que permitan la continuidad de sus servicios en momentos extremos que eviten una intervención de las autoridades de supervisión.

7.4. INICIATIVAS EUROPEAS SOBRE COVERED BONDS Y TITULIZACIONES¹⁴

COVERED BONDS

Aunque hay múltiples normas que se refieren a los *Covered Bonds* («CB») como producto financiero, lo cierto es que todavía no ha cuajado ningún genuino proyecto armonizador de ámbito europeo sobre estos instrumentos. Y la razón no hay que buscarla sólo en el ámbito del regulador sino que incluso la propia industria en su conjunto ha demostrado poco interés en avanzar hacia una clara armonización europea. Las preferencias se inclinan más por meras recomendaciones o, como máximo, por una directiva con principios muy generales y referidos a relativamente escasos campos.

En este sentido, la iniciativa más importante partió de la European Banking Authority (EBA) que emitió un conjunto de Recomendaciones con fecha 1 de julio de 2014 en las que se recogieron las pautas que deben seguir las regulaciones nacionales de los CB, y constituyen una clara referencia sobre por dónde podría venir la futura legislación europea.

En opinión del Observatorio, los CB, como cualquier otro producto financiero consolidado, requieren una regulación europea lo más uniforme posible, máxime cuando su tratamiento por las normas prudenciales tiene un cierto carácter preferencial, plenamente justificado. Es cierto que en su regulación tienen mucho peso aspectos de derecho concursal o de derecho civil y que el régimen legal de cada país varía notablemente pero, creemos, que esta circunstancia solo podría justificar una aproximación calibrada y gradual a su necesaria armonización pero no su exclusión del ámbito armonizador.

Asimismo, hay que destacar que es precisa una reforma de la regulación de los CB en España ya que las normas nacionales incumplen muchas de

¹⁴ Ver colaboración de Gregorio Arranz: «Iniciativas europeas sobre *Covered Bonds* y Titulizaciones».



las recomendaciones de la EBA, única referencia existente en Europa hasta el momento.

TITULIZACIONES

A diferencia de los CB, la regulación europea sobre titulizaciones parece haber encontrado su senda, fundamentalmente a raíz de la iniciativa del CMU que opta decididamente por impulsar y adoptar una regulación específica para ellas.

Con anterioridad, tras la crisis, se produjeron múltiples iniciativas para tratar de mejorar algunos aspectos de su regulación. En un primer momento, las regulaciones (tanto en el ámbito específicamente europeo como en otras jurisdicciones) fueron de tipo sectorial, imponiendo ciertas obligaciones a cargo de los inversores institucionales que quisieran invertir en estos productos. Fundamentalmente, dichas obligaciones consistían en (i) la obligación de hacer una *due diligence* de los productos y en (ii) la retención de parte del riesgo de los activos cedidos (lo que se conoce como *skin in the game*) por parte de los originadores o patrocinadores.

La idea ahora es primar las titulizaciones que se consideran hipotéticamente menos propensas a causar daños, por su carácter de simples, transparentes y estandarizadas (*Simple, Transparent and Standard –STS–*), las cuales, por otra parte, ya disfrutaban de un mejor trato en (i) la normativa sobre solvencia de las entidades de crédito y aseguradoras y (ii) también – asimilándolas, aunque no plenamente, con el régimen de los CB- en el Coeficiente de cobertura de liquidez (LCR) de las normas de Basilea III cuyo objetivo es promover la resistencia a corto plazo del perfil de riesgo de liquidez de las entidades de crédito.

Así, en sus primeros pasos hacia el proyecto CMU, la Comisión Europea aprobó el 30 de septiembre de 2015 un proyecto de Reglamento por el que se establecen normas comunes sobre titulización STS. El mismo día se lanzó una propuesta de reforma del Reglamento¹⁵ de requerimientos de

capital de la banca para modificar el régimen aplicable a las titulizaciones. En ambos casos, creemos que se trata de propuestas muy positivas para relanzar en Europa este segmento de mercado y ofrecer nuevas alternativas de financiación a las entidades.

Se aprecia que la legislación comunitaria al igual que la española, están buscando en los últimos años proteger a las titulizaciones bajo un esquema regulatorio que permita un control más efectivo de este tipo de estructuras financieras. Aunque no es rechazable esta intención de reforzar el control sobre un producto complejo, el exceso de requisitos puede dificultar aún más su reactivación, limitando el devenir de este mercado que siempre ha sido una de las alternativas más importantes de financiación bancaria en los mercados de capitales.

Por último, hay que señalar que la regulación española sobre titulizaciones, contenida en la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial¹⁶ no contempla la categoría de las titulizaciones STS, aunque la búsqueda de un marco legal flexible que reactivara el mercado de este tipo de productos, ha ocasionado que las estructuras de titulización en España hayan venido cumpliendo con una rigurosa entrega de información, que las asemeja mucho a las STS y pone de manifiesto su alta calidad crediticia. No obstante esta semejanza, y aunque es cierto que las STS son una opción en España ya que están reguladas en un reglamento comunitario de aplicación directa, hubiera sido deseable que la legislación española hubiera ya previsto de alguna forma la figura.

7.5. LA BANCA EN LA SOMBRA E INDUSTRIA DE GESTIÓN DE ACTIVOS¹⁷

Una gran parte de los esfuerzos regulatorios por parte del FSB desde 2011 vienen dados por la

nº 575/2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión. COM (2015) 473 final 2015/0225. 30.9.2015.

¹⁶ Título 3, de la Ley 5 /2015, de 27 de abril de Fomento de la Financiación Empresarial.

¹⁷ Ver el trabajo aportado a este Observatorio por Guillem Morey de Banco Popular: «La banca en la sombra y la industria de gestión de activos».

¹⁵ Propuesta de Reglamento del Parlamento europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (UE)



necesidad de reducir la ciclicidad característica de un sistema bancario en la sombra que progresivamente va adquiriendo grandes dimensiones.

Los crecimientos anuales de la banca en la sombra, entendida como el agregado de actividades de intermediación crediticia fuera del sistema bancario, han sido del orden del 6,3% entre 2011 y 2014, cifras prácticamente iguales a los que presenta el sistema bancario convencional. Y, dentro de este agregado, los fondos de inversión de renta fija, así como los ETF, presentan crecimientos del 11,6% en los últimos 4 años, crecimientos que pueden verse superados en 2016. Este crecimiento sitúa a estos productos –los fondos de inversión– en el foco de las preocupaciones de los reguladores y en particular del FSB.

La razón por la que los fondos de inversión, en particular los de renta fija y los monetarios, son considerados por el FSB como banca en la sombra, es que realizan extensas transformaciones de liquidez, riesgo y vencimientos, de forma similar a como lo hace la banca, sin estar sometidas a provisiones ni colchones de capital. Además, sus participaciones son percibidas como líquidas y reembolsables a petición inmediata del partícipe y, por tanto, sujetas a riesgos de retiradas masivas de fondos que pueden coincidir con momentos de mercado en los que no exista liquidez para la venta de los activos salvo que se asuman grandes descuentos. Y esta posición es perfectamente compatible con el hecho de que estos vehículos estén extensamente regulados en sus facetas de políticas de inversión, gestión y valoración (normativa UCITS) como en la distribución de sus participaciones entre los inversores (normativa MiFID).

Por tanto, el temor de los supervisores no viene por una falta de regulación, como fue el caso de la crisis de la banca en la sombra en 2007 –provocada por la titulización de activos–, sino por las implicaciones para el sistema en su conjunto del importante crecimiento del sector, especialmente de los fondos considerados como de «bajo riesgo» (Monetarios, Renta Fija, Mixtos y ETF). La preocupación parte de la hipótesis de que las crisis en el sector de la banca en la som-

bra tienen un elevado componente procíclico, se desencadenan siempre desde una situación de elevada liquidez y baja aversión al riesgo, y son precedidas por un empeoramiento de las condiciones financieras, derivando finalmente en un contagio del sistema financiero a través de la contracción de la liquidez y del crédito.

Estando así las cosas, los reguladores han tomado como primera iniciativa la de afinar la cuantificación del concepto y del tamaño de la banca en la sombra.

Las actividades que el FSB incluye en la definición de banca en la sombra son cinco: i) las realizadas por entidades que concedan crédito y que dependan de financiación a corto plazo, ii) la intermediación en mercados financieros dependiente de financiación a corto plazo, o en otro orden de cosas, la financiación mediante colateral, iii) las actividades que facilitan la creación de crédito, iv) la intermediación de crédito basada en la titulización, y la que más preocupación suscita, v) la gestión de instituciones de inversión colectiva, incluyendo vehículos de inversión, propiamente IIC's y cuentas que agrupen a una pluralidad de clientes.

En cuanto a su cuantificación, el FSB propone una nueva metodología, basada en el reporte por parte de 26 jurisdicciones (que cubren el 80% del PIB global y el 90% de los activos del sistema financiero), de los 5 grupos de actividades mencionados, lo que amplía el marco de la metodología anterior que se basaba en la realización de determinadas «eliminaciones» de actividades sobre una medición amplia. De esta forma, la nueva metodología incrementa el agregado global hasta 36 billones de dólares desde los 27,4 billones de la anterior forma de medición.

En la misma línea, y como consecuencia de una similar preocupación sobre la posibilidad de que el empeoramiento de las condiciones financieras pueda ser un precursor de una crisis en el sistema bancario en la sombra, el BCE ha iniciado encuestas trimestrales, desde diciembre de 2015, sobre condiciones de crédito a grandes bancos e intermediarios.

En nuestra opinión, la única forma de valorar si estas exposiciones directas entre bancos y



banca en la sombra en general (y fondos de inversión de renta fija y monetarios en especial) pueden ser causa de un riesgo sistémico sería estandarizar la práctica de los *stress test* (habituales en la banca) a los intermediarios no bancarios en general, y a los fondos de inversión en particular. En esta dirección parece apuntar el FSB que recientemente ha sugerido esta posibilidad a la vez que sugiere aumentar el nivel de información que se debe facilitar a los inversores sobre la liquidez de los fondos. También se propone la introducción de herramientas tales como las comisiones de reembolsos para limitar las salidas de los fondos, aumentando la igualdad de trato entre todos los partícipes en episodios de crisis¹⁸.

Finalmente, es muy importante tener en cuenta que, más allá de las exposiciones directas e indirectas entre las IIC y la banca convencional, hay una exposición indirecta que asumen las entidades por la comercialización en sus redes de productos de inversión –bajo su marca o denominación–, que impliquen transformación de riesgos, plazos o vencimientos. Este riesgo (*step-in-risk*) que no está adecuadamente cuantificado, se concreta en la posibilidad de que un problema grave en alguno de los productos de inversión colectiva comercializados por una entidad la lleve a apoyar el vehículo, produciéndose una interrelación entidad-producto, no contemplada a priori, que pudiera tener consecuencias en términos de estabilidad financiera.

8. LOS AVANCES EN EL ÁMBITO ASEGURADOR

8.1. LA DIRECTIVA DE DISTRIBUCIÓN DE SEGUROS

El pasado 2 de febrero de 2016 se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea la Directiva de Distribución de Seguros («IDD») que sustitui-

rá a la Directiva de Mediación de Seguros. IDD será aplicable a partir del 23 de febrero de 2018, fecha límite que establece la Directiva para que entren en vigor las normas nacionales mediante las que se transponga en los distintos Estados miembros. Su finalidad principal es aumentar la protección del consumidor de productos de seguros, exigiendo normas de organización y de conducta más estrictas a las entidades que los distribuyan.

Las nuevas obligaciones de la IDD están alineadas con otras novedades que ya se han introducido en el ámbito de la distribución de productos bancarios –principalmente por la Directiva de Créditos Hipotecarios– y de la distribución de instrumentos financieros, por MiFID II. En la misma dirección, se sitúa el Reglamento PRIIPs que establece la obligación de los originadores de productos empaquetados –tanto de seguros, como bancarios y de inversión–, de elaborar un modelo normalizado de información precontractual (Key Investment Document o KID), dirigido a clientes minoristas con el fin de que éstos puedan comprender y comparar las características fundamentales y los riesgos de dichos productos.

La Directiva es aplicable a la actividad de distribución de seguros y, por tanto, alcanza tanto a las empresas de seguros y reaseguros que lleven a cabo labores de distribución como a sus agentes e intermediarios y, en general, a cualquier persona física o jurídica establecida en un Estado Miembro –o que desee establecerse en él– para poder acceder y ejercer la distribución de productos de seguros.

Los principales aspectos que contempla la Directiva son los siguientes:

- En primer lugar, regula el acceso a la actividad de distribución e intermediación de seguros, el procedimiento de registro ante las autoridades competentes, así como las normas relativas a la libre prestación de servicios y establecimiento de sucursales en los distintos Estados miembros, a través del régimen de pasaporte europeo.
- Asimismo, se fijan los requisitos profesionales y de organización que deberán cum-

¹⁸ Ver «Consultative Document: Proposed Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities». FSB 22 June 2016.



plir los distribuidores de seguros, entre los que destacan el nivel de conocimientos y experiencia mínimos que serán exigidos para poder llevar a cabo esta actividad, las normas de gestión de conflictos de interés y los procedimientos que permitan a los consumidores y otras partes interesadas, en particular las asociaciones de consumidores, presentar quejas y reclamaciones sobre la actuación de los distribuidores.

- Se refuerzan las normas de conducta en la distribución de seguros con el fin de garantizar que los intermediarios y los comercializadores actúen siempre con honestidad, equidad y profesionalidad, en beneficio de los intereses de sus clientes. Para ello se introducen normas que regulan (i) la información que deberá ponerse a disposición de los clientes, (ii) la distinción entre el asesoramiento y normas aplicables en las ventas sin asesoramiento, (iii) las obligaciones de venta cruzada y (iv) el control de productos y requisitos en materia de gobernanza.

Se prevé la posibilidad de que los Estados miembros puedan limitar o prohibir la aceptación o recepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios abonados o proporcionados a los distribuidores de seguros por un tercero o por una persona que actúe en nombre de un tercero, en relación con la distribución de productos de seguro.

- Finalmente, respecto a la distribución de seguros con componente de inversión, se incluyen obligaciones y normas de conducta reforzadas, por entender que en estos casos resulta necesario aumentar la protección del consumidor. Entre estas medidas cabe destacar la incorporación de normas inspiradas en la Directiva MiFID como la obligación de (i) reforzar la información que se entrega a los clientes, (ii) hacer la evaluación de la conveniencia e idoneidad del cliente dependiendo del tipo de servicio mediante el cual se distribuyan estos segu-

ros, (iii) distinguir entre asesoramiento vinculado e independiente, exigiéndose, en este caso, que el intermediario evalúe un número suficientemente elevado de productos de seguro disponibles en el mercado y no limitarse a los productos de seguro emitidos u ofrecidos por entidades que tengan vínculos estrechos con el intermediario.

La IDD prevé la aprobación por la EIOPA de distintos Actos Delegados y guías y directrices que servirán para su completa puesta en funcionamiento. Si bien es cierto que todavía no se han publicado estas disposiciones de desarrollo, la norma de nivel 1 introduce importantes novedades que requieren una profunda reflexión de las entidades de seguros, tanto desde el punto de vista de definición del modelo de distribución como del operativo y de cumplimiento, al introducir nuevas obligaciones que afectarán tanto al negocio mismo de distribución como a los procesos operativos, y a las políticas y procedimientos de actuación que existen en la actualidad.

Por lo tanto, durante este año será necesario hacer un seguimiento del desarrollo legislativo, tanto a nivel europeo como nacional, así como evaluar los impactos que esta nueva normativa pueda tener en las entidades, con el fin de asegurar el cumplimiento de la misma en la fecha prevista.

9. IMPUESTO DE TRANSACCIONES FINANCIERAS

El Impuesto sobre transacciones financieras ha sido tratado en esta edición del Observatorio desde una doble óptica: las dificultades técnico-fiscales para su implantación y su impacto sobre los agentes financieros y los mercados¹⁹.

¹⁹ Ver colaboraciones de Adolfo Zunzunegui, socio de EY abogados: «Impuesto sobre transacciones financieras. Dificultades técnico-fiscales para su implantación» y de Beatriz Alonso-Majagranzas, subdirectora de Renta Variable de BME: «Impuesto sobre transacciones financieras: impacto sobre los mercados y la negociación».



El debate sobre la necesidad de que el sector financiero contribuyera a recuperar el gasto dedicado a paliar los efectos de la crisis y sobre qué medidas adoptar para minimizar el riesgo de repetición de situaciones similares en el futuro, se inició como consecuencia de las importantes ayudas proporcionadas al sector financiero por los distintos Estados miembros a raíz de la crisis iniciada en 2007. Entre otras medidas, la implantación de un impuesto sobre las transacciones financieras surgió como una de las propuestas destacadas y a la vez fuertemente controvertida.

Sin embargo, el debate no es nuevo. La conveniencia y efectividad de la implantación de un impuesto que gravara las transacciones financieras («ITF») ha sido largamente discutida a lo largo de las últimas décadas, al objeto de alcanzar fines diversos: (i) mejorar la eficiencia del mercado, reduciendo los efectos de la especulación sobre la economía real, para el caso de las propuestas que piden gravar las transacciones en los mercados de valores o (ii) gestionar la volatilidad de los tipos de cambio, si nos referimos a las propuestas de introducción de una tasa sobre las transacciones en divisas, solo por mencionar dos de las iniciativas que se han barajado.

En la UE, la Comisión Europea publicó en 2010 un comunicado en el que manifestó su voluntad de establecer un impuesto sobre las transacciones financieras. Posteriormente, la Comisión, en septiembre de 2011, realizó una primera propuesta de Directiva sobre la implantación de esta tasa, con un triple objetivo: (i) impedir la fragmentación del mercado único evitando distorsiones de competencia que pudieran surgir como consecuencia de iniciativas nacionales no coordinadas, (ii) asegurar que el sector financiero contribuyera de forma justa y sustancial a las finanzas públicas y (iii) desincentivar aquellas transacciones financieras que no contribuyan a la eficiencia de los mercados financieros o al funcionamiento de la economía real.

La adopción de la Propuesta no fue finalmente posible por falta de acuerdo en el seno del Consejo. Sin embargo, algunos países que estaban a favor de la propuesta (entre los que se

encontraba España²⁰) siguieron adelante, recurriendo al procedimiento de cooperación reforzada previsto en el Tratado de la UE. Así, el 12 de diciembre de 2012 el Parlamento Europeo aprobó el inicio del procedimiento que culminó con una propuesta de la Comisión del 14 de febrero de 2013 para la implantación del ITF, limitando su jurisdicción a los Estados participantes.

Desde su inicio, la propuesta ha sido contestada por la mayoría de Estados miembros que no se habían sumado al procedimiento de cooperación reforzada y, en particular, por el Reino Unido, ante el temor de que se reduzca el volumen de transacciones que se realiza en su territorio.

La propuesta de Directiva grava todas las transacciones financieras (repos, préstamos de valores,...) -excluyendo únicamente el mercado primario y las operaciones de divisas-, realizadas sobre un amplio rango de instrumentos financieros (acciones, bonos, instrumentos del mercado monetario, participaciones en IIC y Fondos de Pensiones, productos estructurados,...) en todo tipo de mercados (regulados, sistemas multilaterales de negociación u OTC). El tipo mínimo propuesto es del 0,1% y para los instrumentos financieros derivados, del 0,01%²¹.

El gravamen se realiza de acuerdo al principio de residencia. Esto es, en la medida en que una entidad financiera esté establecida en un Estado participante de acuerdo con los criterios de la Directiva estará sometida al ITF, con independencia del lugar en el que se ejecute la operación. Es decir, se aplicaría a operaciones realizadas tanto dentro como fuera de los Estados miembros participantes. Este criterio incluye así mismo, el de contraparte por el que una institución financiera establecida fuera de un Estado

²⁰ Se sumaron en su momento 11 Estados miembros: Alemania, Francia, Austria, Bélgica, Grecia, Italia Portugal, Estonia, Eslovaquia, Eslovenia y España. Posteriormente Estonia ha declarado que no participará.

²¹ La base sobre la que resulta de aplicación es el precio abonado entre las partes, a excepción de los derivados cuya base la constituirá el importe notional.



participante que opere con una institución establecida en un Estado que sí lo sea, estaría sujeta al impuesto. Este último criterio ha sido puesto en entredicho por sus posibles efectos extraterritoriales.

Junto al criterio de residencia, la propuesta introduce el criterio de emisión que supone que aún en el caso de que ninguna de las partes intervinientes en la transacción pertenezca a un estado participante, si la operación se realiza sobre un instrumento financiero emitido en alguno de ellos, la transacción estará sujeta al impuesto.

Aunque la Comisión Europea ha defendido siempre la legalidad del procedimiento, por cumplirse los requisitos necesarios para su adopción, se han planteado muchas dudas jurídicas sobre diversas partes de la Directiva, especialmente en relación con el principio de residencia, y con su aplicación extraterritorial.

El debate político y jurídico sobre la implantación del impuesto, ha propiciado que diversos países, como Francia, Italia y Portugal, hayan aprobado modalidades impositivas similares, si bien con un alcance más limitado que el de la propuesta de Directiva. Obviamente, en el caso de que la propuesta de la Comisión fuera finalmente aprobada, los Estados participantes que contasen con un impuesto nacional tendrían que derogar sus normas internas, en favor de la norma comunitaria, lo que afectará a los plazos para la implantación del ITF.

En definitiva, el planteamiento de la Propuesta de Directiva, es más ambicioso que cualquier otro proyecto de impuesto sobre transacciones financieras por su aplicación geográfica y por la amplitud de su alcance, además de por la libertad de los Estados participantes para aplicar distintos tipos impositivos. Ello implicará una serie de dificultades técnico-fiscales en su implantación, en particular en lo que se refiere al proceso de recaudación o a la determinación de la deuda tributaria, al pago del impuesto y a la seguridad jurídica respecto de su cumplimiento.

Por lo que respecta al impacto sobre el inversor es de destacar la posibilidad de que se produzca un doble impacto: (i) la repercusión del

importe del ITF sobre el precio del servicio y (ii) el incremento de los costes de transacción como consecuencia de la reducción de la liquidez en los mercados.

Debe tenerse en cuenta que, si bien la introducción del impuesto puede reducir la volatilidad, el impacto en la liquidez y en el proceso de formación de precios podrían contrarrestar el efecto de esa reducción en los niveles de riesgo. En el trabajo realizado por Beatriz Alonso-Majagranzas, se incluyen estimaciones sobre la reducción del flujo de efectivo anual en los países participantes debida al impuesto, que podría alcanzar entre 30 y 50 mil millones de euros. Esto supone unos costes anuales de entre 8 y 10 mil millones de euros para las empresas, de entre 15 y 20 mil millones de euros para los gobiernos y que los inversores afrontarán una pérdida de valor de sus inversiones del 4-5% además de unos costes de entre 5 y 15 mil millones de euros debido a unos mayores costes de gestión del riesgo. En el caso concreto del mercado español, la implantación del ITF tendría un efecto negativo sobre los volúmenes negociados de entre un 3% y un 8% en el corto plazo, mientras que en el plazo de un año, supondría una reducción de entre el 30% y el 50% en el volumen negociado.

Como consecuencia de este múltiple impacto, se produciría una devaluación de los valores emitidos por las entidades en estos países y un encarecimiento de la captación de fondos a través del mercado de capitales.

En conclusión, en nuestra opinión, el ITF, de implantarse finalmente, debiera instituirse como un impuesto armonizado entre el mayor número de países. No hacerlo así, solo puede generar un incentivo al desplazamiento de las transacciones hacia jurisdicciones que no lo hayan implantado o la sustitución de unos productos por otros a los que no aplique el impuesto.

Asimismo, deben solventarse previamente los problemas que a día de hoy existen para evitar abrir un nuevo frente de controversia entre los Estados miembros. En particular, debe prestarse una especial atención al diseño técnico del impuesto teniendo en cuenta que los mercados



financieros actuales son plenamente electrónicos, que existe una diversidad de plataformas de negociación y que resulta difícil distinguir entre distintos tipos de inversores como objeto del impuesto.

Creemos que la implantación del ITF requeriría, antes de fijar los tipos de producto a los que se aplicaría y el tipo impositivo, una reflexión previa sobre (i) su coherencia con otros tributos y tasas ya existentes a fin de evitar tanto imposiciones excesivas sobre la misma base, (ii) el efecto que sobre el coste de capital, el negocio y los resultados de las entidades financieras o sobre el volumen negociado en los mercados pudiera tener el aumento de las cargas fiscales impuestas al sector o (iii) la forma de evitar que el impacto del ITF sea trasladado a inversores y ahorradores mediante su inclusión en el precio de las transacciones. Todo ello, con el objetivo de evitar un deterioro de la calidad del mercado que condicionaría además la recaudación del impuesto

No obstante, tras múltiples debates y retrasos en enero de 2016, fecha en la que estaba previsto que fuera implementada la primera fase del impuesto, se acordó la fecha de 2017 para su entrada en vigor. Sin embargo, esta fecha parece inalcanzable. La Propuesta de la Comisión continúa sujeta a negociación y aún no se vislumbra cuando podría llegar a implantarse.

CONCLUSIONES

El objetivo y razón de ser de este Observatorio es hacer un seguimiento de la evolución de las reformas del sector financiero en Europa y valorar su aportación al crecimiento, a la creación de empleo y a la construcción de una UE completamente integrada, sin fronteras ni obstáculos -tal como predicaba el Acta Única Europea-, a la libre circulación de personas, servicios, capitales y mercancías.

Esta edición se presenta en una coyuntura difícil, en la que algunos de los cimientos sobre los que se ha construido la UE se ven amenazados. A las dificultades económicas encarnadas en

bajo crecimiento, alto desempleo, tipos de interés próximos a cero, presión deflacionaria, endeudamiento elevado e incertidumbre sobre la solvencia y rentabilidad de la banca, se unen los problemas sociales y políticos que se han agravado en este último año y han acentuado los nacionalismos, las posiciones proteccionistas, la xenofobia y la inseguridad en el conjunto de la UE; todos ellos movimientos con negativo impacto en el proceso de construcción de un mercado integrado.

El análisis realizado por los participantes en esta edición del Observatorio se refiere exclusivamente, como no podía ser de otra manera, a aquellas reformas normativas que afectan a los mercados financieros y han experimentado algún avance en el periodo observado -bien porque han sido objeto de aprobación e implantación o porque se ha iniciado su gestación o tramitación-. Sin embargo, sus conclusiones deben encuadrarse en la situación de fragilidad que atraviesa el proyecto europeo en la que los avances hacia un mercado integrado son lentos y costosos.

Del análisis realizado y de los trabajos de los colaboradores de este año, merecen destacarse las siguientes conclusiones:

1. EL ABANDONO DEL REINO UNIDO DE LA UE TENDRÁ IMPACTO NEGATIVO PARA LA UE

Una buena muestra de hasta dónde nos han conducido las tendencias contrarias a avanzar hacia una completa integración europea -surgidas como reacción a la falta de respuesta conjunta de los Estados miembros y de las propias instituciones de la UE a las variadas crisis que acumula el proyecto europeo-, es el resultado de referéndum británico sobre el abandono de la UE, cuyos efectos esperados no pueden ser en este momento más que conjeturas, toda vez que a la fecha no ha comenzado a negociarse el proceso de desconexión.

Pero, en opinión de este Observatorio, una conjetura con enormes visos de ser realidad es que, de materializarse finalmente la salida del



Reino Unido, la UE (i) perdería un socio de primer nivel que representa una sociedad abierta y emprendedora; (ii) se convertiría en un socio comercial menos atractivo, (iii) tendría menos poder económico, (iv) en cuanto a la proyección exterior, mermaría su capacidad de actuar en los múltiples conflictos internacionales y (v) por lo que respecta a los mercados, haría diluirse el modelo anglosajón en favor del continental, restando diversidad a los mercados europeos. Además la salida del Reino Unido de la UE tendría un marcado carácter simbólico, puesto que se trataría del primer país que, por voluntad propia, haría efectiva la separación, susceptible de ser seguido en otros Estados miembros que afrontan reacciones similares de su población.

No parecen vislumbrarse, por tanto, al menos desde nuestro punto de observación, ventaja alguna en el proceso. Es una decisión que consideramos negativa para la UE y que afectará a los mercados de valores y de crédito europeo, dado el importante papel que el Reino Unido juega en ellos.

2. *PERSISTE LA FRAGMENTACIÓN DE LOS MERCADOS DE LA UE*

En los últimos años, gracias al proceso de Unión Bancaria y al firme apoyo del BCE, con sus programas de compras de deuda soberana y otras medidas para la provisión de liquidez, se ha recuperado una parte del terreno perdido, si bien no se han alcanzado aún las cotas de integración que se habían logrado antes de la crisis y aún se observan altos niveles de fragmentación en la UE.

Así lo confirma el BCE en su último informe sobre el grado de integración financiera en Europa, en el que afirma que a pesar de que el grado de integración ha ido recuperándose desde los niveles mínimos de 2012, todavía queda camino por recorrer, Europa sigue contando con unos mercados financieros relativamente fragmentados y aunque *«los tipos de interés de los préstamos y créditos aplicados por las entidades de crédito a su clientela, continuaron convergiendo en los distintos países, la tendencia se ha ralentizado desde la prima-*

vera/verano de 2015, debido, en cierta medida, a una evolución dispar de diferentes segmentos de mercado.»

Y en la andadura de ese camino que aún queda por recorrer, no debe olvidarse que no se trata sólo de mejorar los datos que los indicadores (basados en cantidades -volumen de saldos mantenidos por los residentes de un país de activos emitidos en otro país- o en precios -dispersión de los precios en los mercados entre distintos países europeos-) señalan sino de mejorar su calidad para lograr una integración más fuerte, que resista mejor nuevas crisis y permita compartir riesgos entre los países de la UE. La cohesión ha de construirse en torno a flujos de capital e inversión extranjera directa, mejor que indirecta, en saldos de deuda a largo plazo en manos de residentes en otros países de la UE, mejor que en deuda a corto plazo y en préstamos bancarios minoristas, mejor que en flujos interbancarios. Además, no ha de olvidarse que una parte importante de los avances en la integración se ha debido a una política monetaria muy expansiva por parte del BCE cuyos efectos finales en la economía real y los de su desactivación posterior son difíciles de predecir en estos momentos.

Para conseguirlo, es necesario avanzar en la armonización del marco normativo aplicable en los distintos Estados miembros para reducir al mínimo las discrecionalidades nacionales, y avanzar en el establecimiento de un esquema de garantía de depósitos único en Europa, que cuente con un respaldo de financiación pública. Asimismo, el desarrollo e integración de los mercados de capitales europeos, es especialmente relevante para aumentar la capacidad de resistencia del sistema, mejorar la distribución de riesgos entre países y las condiciones de financiación de las empresas y hogares.

3. *EL SECTOR FINANCIERO ESTÁ SOMETIDO A UN PROCESO CREATIVO DE NORMAS Y REQUERIMIENTOS QUE NO TERMINA Y GENERA INCERTIDUMBRE REGULATORIA*

El sector financiero vive inmerso en un proceso regulatorio que no termina. Antes, al contrario,



está en un permanente movimiento creativo. Por ello, es esencial estabilizar la regulación financiera y alcanzar la certidumbre regulatoria. No hacerlo introduce en el sistema financiero nuevas fuentes de inseguridad y dificulta la actividad de las entidades.

Es conveniente que los reguladores otorguen seguridad al entorno regulatorio concediendo una pausa, por un plazo razonable, que permita la completa adaptación de las entidades al medio y obtener una visión clara de hacia dónde se debe avanzar. Una reflexión o mora regulatoria que sirva para (i) valorar las necesidades del sector financiero con una visión estratégica de largo plazo, (ii) revisar el camino andado y el que queda por andar y (iii), adoptar decisiones sobre las normas que deben ser implantadas sobre la base de un análisis previo y real del coste que cada nueva norma conlleva frente a los beneficios que proporciona a la eficiencia del sistema y a los inversores.

Al final del camino, el incremento de los costes de transacción que la nueva regulación y la adaptación de las entidades al nuevo escenario requieren, será repercutido a los clientes y consumidores de servicios bancarios y de inversión, mermando la rentabilidad de sus inversiones. Y todo ello, en aras a una mayor protección del inversor cuyos beneficios y costes deben ser cuidadosamente medidos para no defraudar el objetivo.

4.- ES PRIORITARIO CULMINAR SIN DEMORA LA CONSOLIDACIÓN DE LA UNIÓN BANCARIA

La Unión Bancaria avanza de manera favorable si bien es absolutamente crítico completar su tercer pilar. Ya se han instaurado el primero –supervisión única– y el segundo –resolución única–. En el primer caso, la implantación se ha producido con notable rapidez y éxito. En el segundo, la Junta Única de Resolución lleva ya más de un año operativa, tiene ya plenos poderes de resolución, incluido el de *bail-in* y ha comenzado a trabajar en los planes de resolución ex-ante. Asimismo, se ha creado el Fondo Único de Resolución

aunque se le ha concedido un amplio periodo de transición para la dotación y mutualización plena que demorará el final del proceso.

En cuanto al tercer pilar básico de la Unión Bancaria –la creación de un Fondo de Garantía Europeo–, la falta de consenso sobre los criterios de solidaridad que deben regir su funcionamiento hacen que el futuro de esta iniciativa sea aún incierto, si bien, resulta imprescindible para afrontar posibles nuevas crisis severas y evitar la reactivación del círculo vicioso entre banca y riesgo soberano. Hasta el momento en que el esquema europeo de garantía de depósitos no sea una realidad, la Unión Bancaria no podrá considerarse como tal.

Además, en este entorno de bajos tipos de interés, reducción del apalancamiento en las empresas y familias, descenso en la demanda de crédito y aumento de la competencia, el sector bancario europeo se enfrenta a un periodo decisivo, en el que tiene que procurar mantener sus márgenes de rentabilidad en niveles adecuados y reordenar su negocio para acomodarse a los nuevos requerimientos de capital y liquidez. A ello se añade el efecto combinado de la actuación de su nuevo supervisor directo (el BCE) y las nuevas autoridades en materia de resolución bancaria que los bancos ya han empezado a notar con toda su intensidad.

Si, a pesar de todas las dificultades, el año 2016 fuera, por fin, el año en que los bancos pudieran tener una referencia clara de la exigencia regulatoria en materia de capital, liquidez y endeudamiento, pudiendo así llevar a cabo una estrategia adecuada de planificación de su capital, ello constituiría un gran avance respecto a la situación anterior y les permitiría tomar decisiones que, como las operaciones de integración, parecen estar aguardando a que ese momento llegue a producirse.

5. LA SUPERVISIÓN INTRUSIVA DEL BUEN GOBIERNO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

El Buen Gobierno de las entidades supervisadas es la herramienta básica para recuperar la con-



fianza de los usuarios de servicios bancarios y de inversión y por tanto debe ser objeto de especial atención del regulador y del supervisor. Y seguramente por esta razón, el supervisor ha incrementado su control sobre esta área con una aproximación mucho más intrusiva e intervencionista que la seguida hasta la fecha.

Pero aunque la gobernanza de los bancos sea el elemento clave para la eficiencia y rentabilidad del negocio y para hacer olvidar las malas praxis del pasado, creemos que la injerencia de la norma o del supervisor en cuestiones del máximo detalle relativas al gobierno de las entidades -hasta fijar, por ejemplo, el porcentaje de dedicación que se considera razonable para desarrollar la función de consejero- no es conveniente. Esta forma de actuación representa una pérdida de soberanía interna y una intrusión en el gobierno de las entidades de crédito.

Debe concederse un margen de confianza a las entidades, haciendo posibles diversos modelos de organización y de distribución de responsabilidades, sin perjuicio que los incumplimientos y las prácticas indeseadas sean sancionados con el máximo rigor.

6. *ES NECESARIO AVANZAR EN LA ARMONIZACIÓN DE LOS INFORMES DE BUEN GOBIERNO DE LOS EMISORES EN LA UE*

Este último año ha sido el primero de la aplicación del nuevo Código español de Gobierno Corporativo, que ha supuesto una revisión en profundidad de los sistemas de gobernanza de las sociedades cotizadas. Según las primeras valoraciones realizadas por la CNMV, se ha logrado un amplio nivel de seguimiento y, en conjunto, una apreciable mejora del gobierno de las compañías.

Sin embargo, la forma en la que los emisores presentan los informes al mercado -pese a que los principios que los inspiran son similares- no está armonizada en los distintos Estados miembros. En particular, no lo está la manera en la que las sociedades deben evaluar el cumplimiento o

no de las recomendaciones y el contenido de sus análisis, algo que es esencial en un entorno cada vez más global y en una Europa donde se pretende potenciar las inversiones transfronterizas entre los Estados miembros. La iniciativa de CMU ofrece una oportunidad inmejorable para abordar este punto.

7. *PROPUESTA DE REFORMA ESTRUCTURAL DE LA BANCA*

Las iniciativas normativas ya adoptadas en algunas jurisdicciones y la Propuesta de Reglamento de la Comisión Europea, dirigidas todas ellas, con algunos matices distintos, a exigir reformas estructurales en la banca dirigidas a aislar los depósitos de otras actividades consideradas de riesgo, imponen un marco general de aplicación basado en causas objetivas que no parece adecuado. La decisión de que una entidad deba separar sus actividades de *trading* y de creación de mercado de las bancarias y de pagos, tiene enorme relevancia, y consecuencias no siempre conocidas, y, en todo caso, una vez realizada, resultaría prácticamente irreversible, al afectar a la estructura organizativa y financiera, y a la estrategia de las entidades. Asimismo, la separación de actividades puede presentar riesgos para la estabilidad financiera dado que la diversidad de modelos de negocio puede favorecer una mejor absorción de problemas financieros en las entidades.

Por ello, una decisión así no debe basarse únicamente en el hecho de que una entidad supere unas determinadas métricas, tal y como recoge la propuesta actual de Reglamento. No existe ninguna fórmula perfecta que permita determinar por sí sola si la separación es necesaria y, por tanto, la superación de los umbrales establecidos debería simplemente constituir una señal al supervisor que le conduzca a analizar una entidad y valorar si la separación de sus actividades puede resultar necesaria.

Además, en el orden práctico, la aplicación del modelo diseñado por la Comisión Europea puede resultar de difícil aplicación y muy arries-



gado desde el punto de vista político. Especialmente, si se desea combinar estas medidas con el objetivo de fomentar el crecimiento económico y el apoyo de las entidades financieras a la economía real que persigue el proyecto CMU.

8. *LOS AVANCES HACIA UN MERCADO INTEGRADO DE SERVICIOS FINANCIEROS MINORISTAS*

El *Green Paper* sobre los servicios financieros al por menor publicado por la Comisión Europea aborda los obstáculos a la consecución de un auténtico mercado financiero dirigido a los clientes minoristas en la UE. Expone indicios de fragmentación del mercado e identifica algunas de sus causas, preguntando por ellas, dentro de un proceso de Consulta Pública.

Se presenta como una aproximación transversal a todos los servicios financieros, si bien con un alcance material algo confuso, que incluye servicios bancarios, de pagos y algunos de seguros y no deja claro si alcanzará finalmente a otros servicios, como los de inversión. El documento pone de manifiesto: (i) los obstáculos generales regulatorios, legales u operativos existentes en relación con la prestación de servicios transnacionales soportados por vía digital, (ii) las causas que inducen a los clientes minoristas a no solicitar prestación de servicios fuera de su Estado miembro, (iii) las consecuentes dificultades para la promoción de nuevos prestadores de servicios y de nuevos modelos de negocio que incrementen la competencia; y (iv) las limitaciones para la circulación y el acceso, por prestadores de servicios financieros, a determinados datos personales.

La importancia del *Green Paper* presentado por la Comisión, reside en haber identificado un problema que ofrece múltiples facetas y en iniciar un proceso que debe llevar a un Plan de Acción que lo supere, en lo posible. Es esta multiplicidad de facetas la que hace que el tratamiento, por un lado, no sea fácil y por otro requiera de una evaluación en cuanto a su alcance concreto, dentro de un Plan de Acción por elaborar y teniendo en cuenta otras iniciativas en curso de la Comisión,

dirigidas a objetivos en parte similares, y con las que debe evitarse la superposición.

De esta forma, se podrá evitar la existencia de normas redundantes y aliviar la carga regulatoria que incrementa los costes de transacción.

9. *LAS INDESEABLES OPCIONALIDADES DE LA DIRECTIVA MIFID II*

Una de las novedades de la nueva Directiva MiFID II que merece la aprobación de este Observatorio, es la exigencia de que las entidades se aseguren y demuestren las personas que prestan asesoramiento o proporcionan información sobre los servicios de inversión, cuenten con los conocimientos y las competencias necesarias para cumplir sus obligaciones. La Directiva faculta a los Estados miembros para que definan y publiquen los criterios que serán utilizados para evaluar tales conocimientos y competencias. Es una medida positiva que, unida a los principios de actuación leal y honesta con el cliente, contribuirá a proteger los intereses de los inversores en unos mercados cada vez más sofisticados y complejos y a devolver la confianza perdida en la distribución de servicios financieros.

Pero la valoración positiva de esta previsión normativa, no es óbice para que, respecto a otras de las medidas que contempla MiFID II dirigidas a mejorar la protección del cliente minorista, pensemos que resultan en exceso intrusivas y pueden chocar con la libertad de organización empresarial propia de las entidades.

Resulta preocupante que siendo MiFID II una normativa esencial para los mercados financieros de la UE, permita, a diferencia de su predecesora, discrecionalidades y soluciones particulares dentro de los Estados miembros en aspectos muy relevantes de la Directiva, lo que supone un paso atrás en la armonización del mercado de servicios de inversión. Las nuevas obligaciones introducidas, que en muchos casos dependerán de las opcionalidades que los Estados miembros decidan, requieren de inversiones notables en tiempo, procesos y sistemas por parte de la industria



que ha acogido con cierto alivio el retraso de un año en la exigibilidad de la Directiva.

10. LA NECESARIA ARMONIZACIÓN DEL MERCADO ÚNICO DIGITAL

Ante la rápida evolución de la digitalización de los servicios financieros parece que la regulación no evoluciona al mismo ritmo, persistiendo limitaciones en la regulación financiera, y políticas e impedimentos en las legislaciones nacionales que pueden frenar el desarrollo de un mercado digital europeo.

Los nuevos canales digitales ofrecen una gran oportunidad para los servicios financieros en Europa, siempre que se consiga superar esa fragmentación del mercado interior, permitiendo operar en cualquier país de la UE. Para esto es necesaria una mayor armonización a nivel europeo, tanto entre reguladores como entre supervisores y autoridades de competencia. En este punto la iniciativa del Mercado Único Digital supone una oportunidad para impulsar este tipo de servicios financieros dentro de la Unión.

11. EL RIESGO SISTÉMICO DE LAS CÁMARAS DE CONTRAPARTICA CENTRAL (ECC)

Las ECC están adquiriendo una posición muy relevante en la reforma del sistema financiero internacional, asumiendo, por ejemplo, los riesgos, -antes bilaterales- de la negociación de los derivados OTC. Esta elevada concentración de riesgo podría dar lugar a que se convirtieran en entes «super-sistémicos», a los que debe prestarse especial atención para asegurar su correcto funcionamiento y evitar la aparición de nuevos episodios de inestabilidad financiera.

Por ello, es imprescindible que cuenten con regulación prudencial, que se les exijan las mejores prácticas de funcionamiento y sobre todo que estén dotadas de mecanismos de recuperación efectivos que permitan la continuidad de sus servicios en momentos extremos que eviten una intervención de las autoridades de supervisión.

12. LA REGULACIÓN DE LOS COVERED BONDS Y LAS TITULIZACIONES

Como todo producto financiero, los *Covered Bonds* requieren una regulación europea que ofrezca un mínimo grado de uniformidad al mercado, máxime cuando su tratamiento por las normas prudenciales tiene un cierto carácter preferencial, plenamente justificado. Es cierto que en su regulación tienen mucho peso aspectos de derecho concursal o de derecho civil y el régimen legal de cada país varía notablemente, pero ello lo más que podría justificar sería una aproximación calibrada y gradual a su necesaria armonización, pero no la exclusión de la misma.

Respecto a las titulizaciones, se aprecia que la legislación europea al igual que la española, están buscando en los últimos años blindar a las titulizaciones bajo un esquema regulatorio que permita un control más efectivo de este tipo de estructuras financieras. Aunque no es rechazable esta intención de reforzar el control sobre un producto complejo, el exceso de requisitos puede dificultar aún más su reactivación, limitando el devenir de este mercado que siempre ha sido una de las alternativas más importantes de financiación bancaria en los mercados de capitales.

13. LA BANCA EN LA SOMBRA Y LA INDUSTRIA DE GESTIÓN DE ACTIVOS

Los fondos de inversión, en particular los de renta fija y los monetarios, son considerados por el FSB como banca en la sombra, ya que realizan extensas transformaciones de liquidez, riesgo y vencimientos, de forma similar a como lo hace la banca, sin estar sometidas a provisiones ni colchones de capital. Además, sus participaciones son percibidas como líquidas y reembolsables a petición inmediata del partícipe y, por tanto, sujetas a riesgos de retiradas masivas de fondos que pueden coincidir con momentos de mercado en los que no exista liquidez para la venta de los activos salvo que se asuman grandes descuentos.

Los Fondos de inversión caen, pues en el foco de las preocupaciones de los reguladores y super-



visores, por las implicaciones para el sistema en su conjunto y por el importante crecimiento del sector.

Para evitar el riesgo sistémico por una posible falta de liquidez de estos instrumentos financieros convendría estandarizar la práctica de los *stress test* (habituales en la banca) a los fondos de inversión. En esta dirección apunta el FSB que recientemente lo ha sugerido a la vez que propone aumentar el nivel de información que se debe facilitar a los inversores sobre la liquidez de los fondos. También sugiere la introducción de comisiones de cancelación para limitar las salidas de los fondos.

Conviene además valorar la exposición indirecta entre la banca convencional y las IIC que asumen las entidades por la comercialización en sus redes de productos de inversión bajo su marca o denominación. Este riesgo no está adecuadamente cuantificado, y la realidad es que un problema grave en alguno de los productos de inversión colectiva comercializados por una entidad la llevaría a apoyar el vehículo, produciéndose una interrelación no contemplada *a priori* que puede tener consecuencias en términos de estabilidad financiera.

14. LA DIRECTIVA DE DISTRIBUCIÓN DE SEGUROS (IDD)

La IDD que sustituye a la Directiva de Mediación de Seguros introduce normas similares a MiFID II en el ámbito asegurador. IDD prevé la aprobación por la EIOPA de distintos Actos Delegados y guías y directrices que servirán para su completa puesta en funcionamiento. Si bien es cierto que todavía no se han publicado estas disposiciones de desarrollo, la norma de nivel I introduce importantes novedades que requieren una profunda reflexión de las entidades de seguros, tanto desde el punto de vista de definición del modelo de distribución como del operativo y de cumplimiento, al introducir nuevas obligaciones que afectarán tanto al negocio mismo de distribución como a los procesos operativos, políticas y procedimientos de

actuación que existen en la actualidad.

Por lo tanto, durante este año será necesario hacer un seguimiento del desarrollo legislativo, tanto a nivel europeo como nacional, así como evaluar los impactos que esta nueva normativa pueda tener en las entidades, con el fin de asegurar el cumplimiento de la misma en la fecha prevista.

15. EL IMPUESTO DE TRANSACCIONES FINANCIERAS (ITF)

El ITF, de implantarse finalmente, debiera instituirse como un impuesto armonizado entre el mayor número de países, dejando a un lado el procedimiento de cooperación reforzada que sólo incluye a un reducido número de Estados miembros. No hacerlo así, solo puede generar un incentivo al desplazamiento de las transacciones hacia jurisdicciones que no lo hayan implantado o la sustitución de unos productos por otros a los que no aplique el impuesto.

Asimismo, deben solventarse previamente los problemas que a día de hoy existen para evitar abrir un nuevo frente de controversia entre los Estados miembros. En particular, creemos que la implantación del ITF requeriría, antes de fijar los tipos de producto a los que se aplicaría y el tipo impositivo, una reflexión previa sobre (i) su coherencia con otros tributos y tasas ya existentes a fin de evitar tanto imposiciones excesivas sobre la misma base, (ii) el efecto que sobre el coste de capital, el negocio y los resultados de las entidades financieras o sobre el volumen negociado en los mercados pudiera tener el aumento de las cargas fiscales impuestas al sector o (iii) la forma de evitar que el impacto del ITF sea trasladado a inversores y ahorradores mediante su inclusión en el precio de las transacciones. Todo ello, con el objetivo de evitar un deterioro de la calidad del mercado que condicionaría además la recaudación del impuesto.

A) SERVICIOS BANCARIOS



2016: LA CONSOLIDACIÓN PAULATINA DE LA UNIÓN BANCARIA

Francisco Uría
Socio responsable del sector financiero y del área legal en KPMG
Abogado del Estado-excedente

1. INTRODUCCIÓN

2016 es el año en el que se ha puesto en marcha el segundo pilar de la Unión Bancaria Europea: el Mecanismo Único de Resolución, al tiempo que se inicia el segundo año completo de vigencia del primer pilar, el Mecanismo Único de Supervisión. Con ello, se están dando pasos fundamentales para la consolidación de un elemento esencial de la construcción europea y el fortalecimiento del sector financiero de la eurozona.

Además, la Comisión Europea ha presentado formalmente su propuesta para la creación de un Esquema Europeo de Garantía de Depósitos y, aunque seguramente habrá países que pondrán dificultades a su definitiva implementación, creemos que existen bases objetivas para sentirse optimistas a este respecto, tales como el gran apoyo que el Banco Central Europeo está proporcionando a esta iniciativa.

Sin perjuicio de describir individualizadamente el estado de la cuestión en cada uno de estos tres ámbitos, nos parece importante destacar desde un comienzo su profunda interrelación, así como la necesidad de que las autoridades competentes, tanto nacionales como europeas, que son responsables del desarrollo de cada uno de los tres pilares de la Unión Bancaria, mantengan la máxima coordinación entre ellas de modo que la aplicación aislada de una norma no termine por provocar problemas innecesarios en entidades básicamente sanas.

También parece conveniente destacar la prudencia con que esas autoridades debieran operar en un contexto de una enorme complejidad para los bancos derivado tanto de los importantes cambios regulatorios que se han producido en estos años, con los consiguientes nuevos requerimientos de todo orden, como, sobre todo, de las excepcionales condiciones vigentes en los mercados de la mano de la política monetaria vigente (bajos tipos de interés).

Por último, conviene destacar que, a pesar de que se han aprobado ya las normas más importantes que constituyen el nuevo ordenamiento europeo en materia de requerimientos de capital, y que pudiera parecer que la emisión de regulación financiera se está ralentizando, lo cierto es que siguen aprobándose normas de desarrollo (Nivel 2), y Estándares técnicos y Guías por parte de las Autoridades Reguladoras Europeas (EBA, ESMA y EIOPA) con lo que, en la práctica, esos requerimientos no dejan de crecer.

También a nivel global, y aunque pudiera parecer que la tarea del G-20, FSB y, en última instancia, del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea pudiera estar concluida o cercana a su conclusión, lo cierto es que todavía están abiertas cuestiones tan importantes como el tratamiento de los activos ponderados por riesgo (RWAs), uno de los aspectos en que existe mayor diversidad cuando se comparan los indicadores clave de los mayores bancos del mundo.



La actividad del supervisor único europeo asimismo terminará provocando también un incremento de los requerimientos efectivos de capital, de la mano de su preocupación por la existencia de niveles heterogéneos de provisión para carteras análogas en los bancos europeos, la presencia en sus balances de un volumen relevante de activos deteriorados (NPLs), el desarrollo de sus tareas de supervisión «ordinarias» (SREP), el ejercicio de stress test que realizará a los bancos que no participen en el que efectuará la Autoridad Bancaria Europea, o la revisión de los modelos de crédito utilizados por los bancos.

Los bancos europeos se enfrentan, en consecuencia, a un panorama económico difícil, en el que no les resultará sencillo recuperar niveles adecuados de rentabilidad (nunca los niveles previos a la crisis), cumplir con requerimientos regulatorios y supervisores cada vez más exigentes y con la necesidad de afrontar el reto de la transformación tecnológica que demanda el conjunto de la sociedad y también sus clientes.

Nos parece que estos datos de contexto deberían ser muy tenidos en cuenta a la hora de analizar las prioridades y actuaciones de las autoridades bancarias europeas.

2. EL MECANISMO ÚNICO DE SUPERVISIÓN CUMPLE SU SEGUNDO AÑO

El Mecanismo Único de Supervisión inició su aplicación efectiva en noviembre de 2014 con lo que el año 2015 fue el primer año en que pudo desarrollar una actividad supervisora completa, utilizando una metodología propia (el SREP).

El año 2016 es, pues, el segundo año completo de supervisión, que se afronta, por lo que ha podido conocerse, con algunos cambios en las prioridades y en la metodología empleada el año anterior si bien, como no podía ser de otro modo, existe una continuidad lógica.

El Banco Central Europeo dedicó el año 2014 y los primeros meses del 2015 a completar los nombramientos y los equipos que serían necesari-

os para desarrollar sus nuevas tareas de supervisión, así como los medios de todo tipo (sede, medios informáticos...) que le permitirían situarse con rapidez entre los supervisores más eficaces del mundo, con una destacable capacidad para el tratamiento de información masiva.

Una vez completadas estas tareas de preparación, y sin solución de continuidad, el año 2015 vino caracterizado por el comienzo pleno de sus tareas como supervisor directo de las entidades bancarias más importantes de la eurozona.

Las prioridades supervisoras fijadas para el año 2015 tuvieron que ver con los niveles de capital y liquidez de las entidades, su gobierno corporativo y gestión de riesgos y cuestiones tan novedosas como el análisis del modelo de negocio de las entidades y su rentabilidad o lo relativo a la ciberseguridad.

Las prioridades para el año 2016 tienen, como se ha dicho, lógica continuidad con aquéllas, aunque incorporando algunos elementos novedosos.

Así, las cinco prioridades fijadas por el BCE para el año 2016 son las siguientes:

- Modelo de negocio y riesgo de rentabilidad.
- Riesgo de crédito.
- Adecuación del capital.
- Gobernanza de los riesgos y calidad de los datos.
- Liquidez.

Estas prioridades tendrán, en algunos casos, continuidad en los años siguientes dada la imposibilidad de concluir las tareas de revisión necesarias en el plazo de un año. Este es el caso, por ejemplo, de la revisión que pretende realizarse de los modelos internos de riesgo de las entidades.

El modo en el que el Banco Central Europeo ha desarrollado sus nuevas competencias y capacidades esta compuesto por dos ámbitos distintos, aunque interrelacionales.

Por un lado, existen las tareas de supervisión «ordinarias», o de «día a día» que son fundamentalmente desarrolladas por los equipos conjuntos de supervisión.

Por otro lado, y aquí es la Dirección General IV del área de supervisión del BCE quien ostenta el



protagonismo, se han dedicado recursos importantes al desarrollo de otras actividades de supervisión y revisión especializada como las llamadas «revisiones temáticas» (thematic reviews) y la práctica de actuaciones de supervisión «on site».

Estas actuaciones individuales respecto de determinadas entidades se han centrado predominantemente durante este ejercicio en dos aspectos que ya se encontraron entre los ámbitos prioritarios del SREP en el año 2015: el gobierno corporativo y la gestión de riesgos (más a nivel de entidades individuales relevantes que de grupos consolidados), y el modelo de negocio y la rentabilidad.

Esta diversidad de vías de actuación y procedimientos a su alcance ha permitido al BCE garantizar, por un lado, un elevado nivel de análisis de la información disponible en la totalidad de los grupos bancarios sometidos a su supervisión directa y, por otro, profundizar en aquellas cuestiones que su análisis preliminar (bien fuera en el seno del «SREP» o por la explotación de la información captada de la ingente cantidad de datos que deben suministrarse al BCE) se habían revelado como débiles.

Cabe resaltar que las tareas de supervisión en el 2015 no incluyeron ni la realización de un ejercicio generalizado de revisión de balances ni tampoco la de un «stress test» como los que sí tuvieron lugar en el año 2014, justo antes de la entrada en vigor del SSM, si bien algunas entidades singulares sí que han afrontado análisis singulares previos a su incorporación al conjunto de las entidades directamente supervisadas por el BCE.

A pesar de la línea de continuidad entre la actuación supervisora del BCE entre los años 2015 y 2016, en este año existirán algunas novedades. Entre ellas, una de las fundamentales será que habrá de producirse un stress test que será realizado por la Autoridad Bancaria Europea para las entidades más relevantes y por el Banco Central Europeo para los restantes bancos sometidos a su supervisión directa.

Aunque las condiciones de publicidad de uno y otro ejercicio pudieran ser diferentes, es previ-

sible que la metodología no sea muy distinta. La cuestión más importante que queda por dilucidar es el impacto que tendrán los resultados de estos ejercicios sobre la cifra requerida de capital de las entidades.

Además de las prioridades centradas en la supervisión, el BCE también ha dedicado una gran atención a otro aspecto fundamental como ha sido el esfuerzo por reducir la heterogeneidad en la regulación y las prácticas de aplicación de esa regulación en aspectos tan fundamentales como los relacionados con el cálculo del capital de las entidades.

La tarea de armonización del BCE comenzó por la determinación de las áreas en que se producían heterogeneidades relevantes (llamadas «opciones y discrecionalidades nacionales») y que fueron calculadas en unas 150. Una primera distinción obligó a diferenciar entre aquellas decisiones que legítimamente correspondían a los Estados como legisladores y que, lógicamente, estaban más allá de las capacidades y competencias del BCE.

Otras, sin embargo, eran opciones y discrecionalidades que correspondían a las autoridades competentes es decir, al BCE, como eje fundamental en la supervisión de los bancos en el SSM. Hablamos de unos 122 casos. Debe señalarse que su determinación no ha sido en absoluto sencilla puesto que presentan formulaciones muy distintas, lo que ha dificultado su identificación, aunque muchas de ellas tenían más que ver con la diversidad en los calendarios de aplicación de determinadas normas, por lo que fue realmente fácil avanzar en la homogeneización.

El resultado final no ha sido baladí. Esas más de cien (122) «opciones y discrecionalidades nacionales» han quedado resueltas o, al menos, sustancialmente encauzadas a través de dos instrumentos distintos: un reglamento de carácter vinculante para las entidades y una guía destinada a establecer criterios de aplicación de las normas para los equipos de supervisión conjunta del SSM y, en última instancia, de los supervisores bancarios en la Eurozona.

Respecto de las opciones o discrecionalidades nacionales no resueltas, el BCE no ha renunciado



a su progresiva armonización. Sin embargo, por afectar a ámbitos más sensibles de la normativa nacional de los Estados miembros u a otros no armonizados a nivel europeo (como los relacionados con aspectos fiscales), es previsible que el avance de la supervisión sea más lento.

Desde un punto de vista «institucional», el Banco Central Europeo ha estrenado los mecanismos de «control democrático» habiendo debido comparecer ante el Parlamento Europeo, en su condición de supervisor, y normalmente de la mano de la Presidenta del Consejo de Supervisión, la Señora Nouy. También ha debido remitirse la información y los informes periódicos que se comprometieron en el acuerdo alcanzado por ambas instituciones en el año 2013 como una de las condiciones necesarias para la aprobación definitiva del Reglamento de creación del SSM.

2016 será también un año en el que se pondrá una vez más a prueba la coordinación entre la Autoridad Bancaria Europea y el Banco Central Europeo, no sólo en materia de estrés test, como ya ocurriera en el año 2014, sino también y sobre todo respecto de los criterios de interpretación y aplicación de determinadas normas. En este sentido, la inseguridad que se generó en los primeros meses del 2016 respecto de la aplicación de la normativa sobre pago de dividendos (MDA), tuvo un efecto muy relevante en los mercados de valores, provocando una situación de volatilidad que afectó especialmente a algunos grandes bancos europeos. Aunque en este ámbito concreto se están dando pasos relevantes para resolver las incertidumbres existentes, lo ocurrido revela la importancia de la coordinación entre las autoridades.

Los analistas se han convertido en una pieza clave en los mercados de valores y, en este sentido, resulta crítico disminuir la inseguridad respecto de la interpretación y aplicación de normas clave que pueden afectar a la rentabilidad de los instrumentos financieros a que los inversores institucionales han prestado su confianza. La mayor coordinación y transparencia a este respecto resulta, en consecuencia, imprescindible y uno de los aspectos a los que las autoridades competentes habrán de prestar toda su atención en este 2016.

Es importante que las autoridades competentes tomen conciencia de que, además de su actuación individual, es relevante la percepción que puedan tomar las entidades, los analistas y, en general, los mercados, sobre su adecuada coordinación y la coincidencia o falta de coincidencia de sus criterios de interpretación y aplicación de las normas. Todo ello es fuente potencial de incertidumbre y, como tal, puede y ha podido tener incidencia en los mercados.

En cuanto a los stress tests, y como acaba de anticiparse, a diferencia del año 2014, en que los bancos sujetos a la supervisión directa del BCE se sometieron a un análisis equivalente y a un estrés test de la Autoridad Bancaria Europea bajo metodologías únicas (el «comprehensive assessment» que dio paso al inicio del SSM), el estrés test que tendrá lugar en el año 2016 será dual.

Por un lado, unos cincuenta grandes bancos europeos se someterán a un estrés test de la EBA, mientras que, por otro lado, los restantes bancos significativos de la eurozona (hasta los 129 totales) se someterán a un estrés test del BCE con una metodología que, en principio, debería ser semejante (por no decir idéntica) aunque, por lo que parece, los resultados no serán publicados (a diferencia de lo que, en principio, hará la EBA) sino que se tendrán en cuenta a la hora de determinar requerimiento del capital a la entidad bajo la metodología del SREP.

El resultado, a semejanza de lo que ha ocurrido en Estados Unidos, será el recurso permanente a los stress tests como una de las herramientas de la supervisión prudencial, completada por la exigencia a las entidades de que dispongan de capacidades propias en este ámbito.

Otro aspecto fundamental tiene que ver con el juego del principio de transparencia, las obligaciones de información a los mercados por parte de las sociedades cotizadas y las emisoras de valores (la práctica totalidad de los bancos) y el ejercicio de sus competencias por parte de los supervisores prudenciales y de mercados y valores en cuestiones tan sensibles como la calidad de la información publicada, la publicación de información con relevancia prudencial, el gobierno



corporativo o las cuestiones contables. Como ha sucedido con las cartas SREP, inicialmente confidenciales y cuyo contenido en relación a la cifra de capital referida a las entidades terminó haciéndose público por estos, el adecuado balance entre diálogo supervisor y transparencia en los mercados será todo un reto.

La cuestión relativa al gobierno corporativo y la gestión del riesgo ha continuado manteniendo gran atención por parte del BCE desde la formulación original del SREP en el año 2015. A los requerimientos y recomendaciones efectuadas a las entidades en la carta SREP le han acompañado revisiones temáticas e inspecciones on site, en las que se ha tratado de profundizar en aspectos concretos, geográficos o entidades específicas en los grupos bancarios.

Progresivamente, va quedando patente la importancia que el BCE atribuye a estas cuestiones, incluido el número de decisiones adoptadas y el tiempo dedicado a aspectos relacionados con la idoneidad y la dedicación de los consejeros y directivos bancarios.

En este sentido, el BCE ha publicado recientemente un documento llamado «SSM supervisory statement on governance and risk appetite» en el que recoge las conclusiones derivadas de su actividad supervisora en el ámbito del gobierno corporativo y la gestión del riesgo en las entidades de crédito. En este documento se contienen, de forma concreta y práctica, lo que el BCE ha considerado, respectivamente, mejores prácticas y debilidades en el gobierno interno de los bancos sometidos a su supervisión directa.

A lo largo del tiempo, también se ha evidenciado el interés por conocer mejor el funcionamiento efectivo del gobierno corporativo en los grupos con filiales situadas en distintos países y la efectividad de la aplicación de las políticas aprobadas por su consejo y su control.

En este punto surge un tema fundamental, especialmente para los bancos europeos con presencia y actividad relevante en Estados Unidos, como es la coordinación entre la preferencia del BCE por un modelo centralizado de decisión y control y la exigencia de la regulación y la supervi-

sión norteamericanas de que un banco con esa nacionalidad –no importa la condición o nacionalidad de su propietario– cumpla adecuadamente y de forma autónoma con sus obligaciones locales. Estos son puntos que deberían resolverse adecuada y coordinadamente en los colegios de supervisores y a través de la cooperación entre supervisores.

En todo caso, no puede concluirse este balance provisional sin destacar que, si se analizan los niveles de capital de la mejor calidad (CET1) de los bancos significativos de la Eurozona, éstos han pasado como media de un 9% a un 13% en el año 2015. Es evidente que sólo una parte de este fortalecimiento tiene que ver con el BCE (por ejemplo, en el caso español, buena parte de esa recapitalización se produjo con anterioridad a la implementación del SSM). No obstante, no puede tampoco negarse que su contribución desde el comprehensive assessment del 2014 ha sido relevante.

Por último, una cuestión anecdótica pero de cierta significación. Frente a lo que era una tradición en algunos supervisores nacionales (el Banco de España entre ellos) como era la de no imponer tasa alguna a las entidades supervisadas por los «servicios prestados» por su supervisor, el BCE impuso desde el comienzo una tasa que pretendía servir como garantía de su independencia frente a otras instituciones europeas y los Estados. Esa tasa ha quedado fijada en 404 millones de euros para el año actual, de los que el 88,4% será repercutido a los 129 grupos bancarios más significativos de la Eurozona.

3. EL NUEVO MECANISMO ÚNICO DE RESOLUCIÓN

El Mecanismo Único de Resolución, creado por el Reglamento 806/2014, de 15 de julio, comenzó su andadura formal el pasado 1 de enero de 2016.

A pesar de no haberse iniciado la implementación del MUR, el año 2015 no puede considerarse, en absoluto, un año ocioso sino, más bien, «un año de transición» hacia el nuevo sistema de resolución europeo.



Por un lado, las autoridades nacionales de resolución, han ostentado las competencias sobre los bancos sujetos a la supervisión directa del BCE que poco después le corresponderían al SRB con lo que algunas tareas relevantes, como la aprobación de algunos primeros planes de recuperación y también de resolución para un cierto número de entidades, se han ejecutado a nivel nacional, si bien en estrecho contacto y cooperación con el SRB.

El proceso se vio en alguna medida perturbado por el retraso que se ha producido en algunos países en la transposición a los ordenamientos internos de la Directiva sobre Recuperación y Resolución de las Entidades de Crédito que había sido aprobada en el año 2014. Además de definir con precisión el marco institucional de la recuperación y resolución bancaria en cada Estado, determinando cuál o cuáles serían las autoridades nacionales de resolución, también había de producirse la constitución de los fondos nacionales de resolución, base del Fondo Único de Resolución, como pilar fundamental del MUR.

También se han producido circunstancias llamativas como el hecho de que, durante el año 2015 y con continuidad en el año 2016, se hayan producido en Italia y en Portugal procesos e intentos de reestructuración bancaria que poco o nada han tenido que ver con los principios y procesos de recuperación y resolución de entidades que habrían de aplicarse formalmente a partir del uno de enero de 2016. En alguno de los casos ha llegado a proponerse el recurso a las ayudas públicas anticipándolas a las reglas del «bail in».

En todo caso, lo más importante es que el 2015 fue aprovechado para avanzar en tareas aparentemente secundarias pero imprescindibles para la efectiva puesta en marcha del MUR en la fecha prevista, como la búsqueda de una ubicación adecuada para el Consejo Europeo de Resolución (SRB), el reclutamiento del personal necesario para el desarrollo de sus actividades (ya cuenta con una plantilla superior a las ciento cincuenta personas) o la obtención de los medios tecnológicos y de otra índole imprescindibles para su función. En definitiva, el año 2015 fue aprovechado para que el MUR pudiera ser una

realidad plenamente operativa a partir de su fecha formal de entrada en vigor.

También se ha completado su arquitectura institucional con la formación, constitución y primeras reuniones de los órganos de gobierno (plenario y ejecutivo) del SRB.

El año 2016 está siendo, en cambio, un año completamente distinto. En primer lugar, el SRB ha asumido en plenitud sus competencias como autoridad de resolución para las entidades más importantes de la Eurozona, lo que implica su plena involucración en los procesos de elaboración y aprobación de los planes de recuperación y resolución (actividad preventiva de resolución), la detección y remoción de los obstáculos a la resolubilidad de las entidades (lo que implica actuaciones muy relevantes en cuanto a la estructura, modelo de negocio, relaciones intragrupo, contratos con proveedores externos, análisis de las funciones críticas, entre otras cuestiones de gran importancia) y, en los casos en que sea necesario, el ejercicio de sus competencias en materia de resolución ejecutiva, si es que hubiera lugar a ello.

En lo sustantivo, el SRB ha comenzado a recopilar los datos necesarios para el adecuado ejercicio de sus funciones, tanto en la vertiente de la planificación de la resolución como de la determinación del Requerimiento Mínimo de recursos propios e instrumentos elegibles (Minimum Requirement for own funds and eligible liabilities o «MREL»).

También se han dado los primeros pasos para la constitución formal del Fondo Único de Resolución.

Aunque el proceso de «transición» como se le ha llamado, hasta la completa mutualización de los fondos de resolución, tardará ocho años, no cabe duda de que se trata de un primer paso de importancia más allá de lo puramente simbólico, de modo que, como veremos, ha podido servir como ejemplo para el diseño por la Comisión Europea de su propuesta para la mutualización de los fondos de garantía de depósitos europeos.

Concretamente, y de acuerdo con lo establecido en la Ley 11/2015, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria español (en adelante «FROB») comunicó hace unos meses a las entida-



des de crédito y ESI españolas el cálculo de sus correspondientes contribuciones ordinarias ex ante al Fondo de Resolución Nacional (en adelante «FRN») gestionado por éste, que a partir del 1 de enero de 2016 se integró en el Fondo Único de Resolución Europeo (en adelante «FUR»). A partir de este año, las contribuciones de cada entidad serán calculadas por el SRB, para lo cual tendrá en consideración no solamente el tamaño de la entidad (ya que la contribución debe basarse en un importe fijo establecido sobre la base del pasivo de dicha entidad), sino que también deberá considerarse el nivel de riesgo de las actividades pertinentes de la entidad, ya que la contribución anual en base al tamaño debe ajustarse en función de su perfil de riesgo (ajuste al riesgo adicional).

Los Estados miembros deben asegurarse de que, en el período comprendido entre la fecha de entrada en vigor de la Directiva y el 31 de diciembre de 2024, los recursos financieros de los mecanismos de financiación alcancen al menos un 1 % del importe de los depósitos garantizados de todas las entidades autorizadas en su territorio. Durante ese período, las contribuciones a los mecanismos de financiación deben escalonarse en el tiempo de la forma más uniforme posible hasta alcanzar el nivel de financiación fijado como objetivo, teniendo en cuenta la fase del ciclo económico y las repercusiones que las contribuciones procíclicas puedan tener en la situación financiera de las entidades que aportan contribuciones.

Al margen del proceso de constitución del Fondo Único de Resolución, se encuentra el proceso de determinación del MREL (Minimum Requirement of Eligible Liabilities), previsto para este ejercicio, y que resultará una cuestión de la mayor importancia para los bancos. Aquí el SRB habrá de operar en estrecha cooperación con la Autoridad Bancaria Europea, a quien le corresponden algunos de los desarrollos normativos necesarios en este proceso de determinación pero, en última instancia, y puesto que el MREL terminará siendo una magnitud individualizada para cada entidad o grupo de entidades en función de sus características específicas (sobre todo su perfil de riesgo), el papel del SRB será determinante.

Queda por definir un aspecto clave para los bancos sistémicos globales domiciliados en la eurozona y sujetos, por tanto, tanto a la supervisión directa del BCE como también a las competencias del SRB en materia de recuperación y resolución bancaria.

Esos bancos se encuentran doblemente sometidos al requerimiento global del llamado «TLAC» (Total Loss Absorbency Capacity) y al «MREL» existiendo diferencias importantes entre ambos de modo que, a pesar de tratarse de requerimientos que persiguen fines semejantes, un banco no cumple necesariamente con ambos requerimientos por el hecho de cumplir con uno de ellos.

Dada la dificultad de cambiar el requerimiento del TLAC una vez aprobado a nivel global, la solución más plausible habría de ser alguna fórmula de adaptación del MREL, destinada a facilitar el doble cumplimiento a los bancos sistémicos globales. No obstante, al tiempo de escribir y entregar este trabajo, ese esfuerzo de coordinación no ha llegado a culminarse.

Una última reflexión antes de terminar. Aunque la construcción del MUR ha representado un gran avance, que permitirá al BCE ejercitar sus tareas como supervisor en un contexto mucho más seguro que en el año 2015, no es menos cierto que todo el sistema de resolución bancaria se fía a soluciones fundamentalmente privadas. Sin embargo, la historia demuestra que no siempre estas soluciones son factibles y que, al final, algún tipo de apoyo público puede terminar siempre imprescindible.

Ello se hace particularmente cierto en el período de ocho años hasta la completa constitución del fondo único de resolución europeo.

Por ello, hubiera tenido pleno sentido asumir la posibilidad de un «backstop» público que habría ser utilizado en casos excepcionales pero que, en todo caso, habría de ser creíble. De hecho, y como se ha indicado, esta posibilidad ya se ha planteado en Italia y parece contar con el respaldo del BCE.

El recurso potencial al Mecanismo Europeo de Estabilidad parecería una opción más que lógica habida cuenta la experiencia positiva de su utilización para la financiación de algunas opera-



ciones de reestructuración y recapitalización bancaria (el caso español es un ejemplo), el nivel de recursos de que dispone directamente y también por su capacidad de apelar a los mercados para apelar en buenas condiciones a financiación adicional. No obstante, se trata de un aspecto no regulado en su integridad y al que, tal vez, pudiera ser razonable prestar atención.

4. EL TERCER PILAR DE LA UNIÓN BANCARIA: EL ESQUEMA ÚNICO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

La Unión Bancaria, en su diseño originario, estaba compuesta por tres elementos o pilares: un mecanismo único de supervisión, un mecanismo único de resolución y un esquema único de garantía de depósitos.

A pesar de todas las dificultades, el mecanismo único de supervisión y el mecanismo único de resolución han terminado por ser una realidad y, como hemos visto en los apartados anteriores de este trabajo, van avanzando en su implementación de forma inexorable.

Por el contrario, el Esquema Único de Garantía de Depósitos sufrió, desde el comienzo, una suerte distinta derivada de la falta de un consenso político entre los Estados de la Eurozona respecto de la procedencia de su establecimiento. Concretamente, y para ser claro, Alemania se ha mostrado reiteradamente reticente sobre la mutualización de la garantía de depósitos en Europa, hasta el punto de que, con ocasión de la reunión del ECOFIN en abril de 2016, planteó abiertamente la necesidad de avanzar en el tratamiento de la deuda soberana en los balances bancarios como paso previo a cualquier avance en este ámbito.

De este modo, aunque se ha avanzado en la armonización de las reglas que rigen los esquemas nacionales de garantía de depósitos de la mano de la aprobación de la Directiva 2014/49/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, relativa a los sistemas de garantía de depósitos, lo que esa Directiva no implicaba la creación

de un Esquema Europeo de Garantía de Depósitos, ello no fue considerado suficiente por lo que la Comisión ha presentado una propuesta para avanzar en este ámbito.

Concretamente, la propuesta de la Comisión establece un proceso progresivo de construcción del Esquema (EDIS, por sus siglas en inglés, European Deposit Insurance Scheme) en el que se diferencian tres fases.

La primera fase se conoce como «fase de reaseguro», en la que básicamente se mantienen los esquemas nacionales de garantía de depósitos, si bien existe entre ellos un mecanismo de reaseguro de modo que, ante la imposibilidad de un esquema de afrontar sus responsabilidades, podría existir un apoyo por parte del nuevo sistema europeo a través de un fondo que como el fondo único de resolución será gestionado por el SREB.

Se trata de un avance tímido y limitado respecto de la situación actual puesto que, de facto, esta posibilidad del reaseguro se encuentra ya de algún modo presente en la Directiva de 2014.

Funciona como un mecanismo de «reaseguro» puesto que sólo podría accederse a los fondos del sistema europeo cuando se hayan agotado los recursos de su Esquema Nacional. En todo caso, la aportación del sistema europeo sería limitada.

La segunda fase es la llamada «fase de coaseguro» y comenzará tres años después de la fase inicial (es decir, en el año 2020). Aquí aparece, como novedad, la intervención del Sistema Europeo de Garantía de Depósitos sin necesidad de agotamiento previo de los recursos de los esquemas nacionales. En un primer momento, el nivel de las aportaciones al Esquema Europeo queda fijado en un veinte por ciento del total.

El principio sería que las entidades irán efectuando aportaciones crecientes al esquema europeo hasta alcanzar una mutualización completa (llamada «fase de seguro pleno») en el año 2024. La contribución de los bancos no debería aumentar necesariamente. Simplemente, se dividiría su aportación entre el Esquema Nacional de Garantía de Depósitos y el Esquema Europeo, siendo creciente su aportación a este último y decreciente su aportación al primero.



Esta es una fase muy delicada, por lo que buena parte de la propuesta de la Comisión está dedicada a introducir salvaguardias que eviten una injusta asunción de riesgos (*moral hazard* o riesgo moral) por parte del sector financiero de uno o varios países.

Se trata, en definitiva, de un sistema que recuerda las versiones originarias del Fondo Único de Resolución y las aportaciones por parte de los Fondos nacionales.

Algunas de las claves del nuevo sistema serían las siguientes:

- Al igual que sucede en el caso de MREL y en el FUR, las aportaciones al Esquema Europeo no serían uniformes sino ponderadas al nivel o perfil de riesgo de las entidades de modo que las entidades consideradas «más sólidas» realizarían menores aportaciones.
- Sólo participarán en el nuevo sistema de aseguramiento los sistemas nacionales de garantía de depósitos que hayan sido constituidos en exacto cumplimiento de las normas europeas en la materia.
- Se analizaría el tratamiento de riesgos singulares, como los derivados de la tenencia de deuda soberana.
- Estarían obligatoriamente comprendidos en el mismo todos los bancos incluidos en el ámbito del Mecanismo Único de Supervisión, con la posibilidad de que pudieran participar los bancos de Estados europeos no pertenecientes a la Zona Euro
- Se avanzaría en la armonización de la normativa prudencial
- Se avanzaría también en la armonización de las propias normas sobre sistemas nacionales de garantía de depósitos.
- Debería completarse el proceso de transposición de la normativa procedente del BIS y, en particular, lo relativo a la limitación del apalancamiento de los bancos, la garantía de la estabilidad de la financiación bancaria y, sobre todo, la armonización de las reglas de tratamiento de los activos ponderados por riesgo (APRs o

RWAs, por sus siglas en inglés). También se prevé el avance a nivel global del requerimiento conocido como TLAC (Total Loss Absorbency Capability)

- Convergencia del derecho europeo sobre insolvencia. Cuestión para nada exenta de dificultades, aunque ya prevista en la iniciativa sobre el Mercado Único de Capitales.

La tercera fase sería la de la mutualización completa una vez culminadas las aportaciones previstas al Fondo Europeo de Garantía de Depósitos.

El futuro de esta iniciativa es incierto. Si bien ha sido favorablemente acogida por el Banco Central Europeo, que llevaba mucho tiempo reclamando que la Unión Bancaria fuese completada, afronta serias dificultades y resistencias tanto en el Parlamento Europeo como en el propio Consejo.

No obstante, bien puede afirmarse que, hasta el momento en que el esquema europeo de garantía de depósitos no sea una realidad, la Unión Bancaria no podrá considerarse completa.

5. CONCLUSIÓN

Se ha dicho tantas veces aquello de que el año «X» es un año histórico que la expresión ha perdido ya todo significado.

Sin embargo, no es menos cierto que, por distintas razones, 2012 fue un año histórico (el año en que Mario Dragui formuló sus famosas palabras «haremos lo que sea necesario...», el año del MOU y el año del acuerdo político sobre la creación de la Unión Bancaria...), también lo fue el año 2013 (el año en que se aprobaron las normas integrantes del paquete CRD IV), lo mismo puede decirse del año 2014 (el año en que se aprobaron las normas constitutivas del MUS, las normas del MUR y la Directiva de armonización de los esquemas europeos de garantía de depósitos y también el año en que se realizó el análisis integral de los grandes bancos de la Eurozona, el «comprehensive assessment» como paso previo al



inicio de la supervisión directa del BCE, el comienzo formal del MUS –el 4 de noviembre de 2014) y probablemente también del año 2015 (el primer año de vigencia del MUS) o, por fin, el año 2016, el primer año de vigencia del MUR y, tal vez, el año en que podría producirse (o no) el acuerdo político para la culminación de la Unión Bancaria Europea con la creación de un Esquema Único Europeo de Garantía de Depósitos (EDIS, por sus siglas en inglés).

Histórico o no, lo cierto es que el año 2016 será un año decisivo para los bancos europeos.

En primer lugar, parece probable que culmine (por fin) el proceso de reforma regulatoria, con la aprobación de las normas que se encuentran pendientes a nivel global (BIS) y europeo, con lo que el reto pasará a ser el de la implementación de las normas aprobadas hasta el momento no sólo en materia prudencial sino también de conducta (MIFID 2, PRIIPS...).

En segundo lugar, el año 2016 seguirá siendo un año difícil para los bancos en el que persistirán condiciones exigentes de márgenes financieros estrechos derivados del mantenimiento de una política monetaria excepcional-

mente expansiva que mantiene los tipos de interés no ya en cero sino incluso en porcentajes negativos.

Por último, el año 2016 será el año en que los bancos de la Eurozona empiecen a notar con toda su intensidad el efecto combinado de la actuación de su nuevo supervisor directo (el BCE) y las nuevas autoridades en materia de resolución bancaria.

Si, a pesar de todas las dificultades, el año 2016 fuera, por fin, el año en que los bancos pudieran tener una referencia clara de la exigencia regulatoria en materia de capital, liquidez y endeudamiento, por todos los conceptos, pudiendo así llevar a cabo una estrategia adecuada de planificación de su capital, ello constituiría un gran avance respecto a los años anteriores y les permitiría tomar todo tipo de decisiones que, como las operaciones de consolidación, parecen estar aguardando a que ese momento llegue a producirse.

En todo caso, no cabe duda de que el año 2016 volverá a ser un año clave en el proceso de construcción de la Unión Bancaria, hasta ahora exitoso.



LA PROPUESTA EUROPEA DE REFORMA ESTRUCTURAL¹

Gloria Hervás Ortega²
Banco Santander

1. CONTEXTO Y ORIGEN DE LA PROPUESTA EUROPEA

En enero de 2014, la Comisión Europea dio a conocer su propuesta de Reglamento de reforma estructural en la banca (*Regulation on structural measures improving the resilience of EU credit institutions*).

Esta propuesta es resultado de un proceso que se inició en noviembre de 2011, cuando el comisario europeo de Mercado Interior, Michel Barnier, anunció la creación de un grupo de expertos de alto nivel para analizar la conveniencia de introducir reformas estructurales en la banca europea.

La iniciativa de la Comisión no constituía un hecho aislado, sino que se producía al tiempo que avanzaban propuestas similares emprendidas con anterioridad en otras jurisdicciones, como Reino Unido y Estados Unidos (EE.UU).

El informe del grupo de trabajo, conocido como *Informe Liikanen* (en alusión al gobernador del Banco de Finlandia, que presidía el grupo de

expertos), se publicó en octubre de 2012. Sus conclusiones mostraban el apoyo del grupo a las reformas estructurales y recomendaba la separación obligatoria del *proprietary trading*³, el *market making*⁴ y otras actividades similares cuando las entidades superaran determinados volúmenes de actividad.

Dadas las implicaciones de la iniciativa, las conclusiones del *Informe Liikanen* dieron lugar a dos nuevas consultas⁵. La primera, en noviembre de 2012, se centró en las conclusiones del propio informe, mientras que la segunda, en julio de 2013, presentaba los posibles enfoques que barajaba la Comisión en su diseño de reforma estructural.

En su propuesta de Reglamento, la Comisión concluyó finalmente que las reformas efectuadas en los ámbitos de requerimientos de capital y liquidez, resolución y supervisión de entidades bancarias desde que se iniciara la crisis no eran suficientes para hacer frente a la problemática del *too-big-to-fail* y que, por tanto, era necesario desarrollar un marco regulatorio que permitiese la imposición de reformas estructurales en los bancos europeos.

La publicación de la propuesta europea se produjo en un momento de avances paralelos en otras jurisdicciones:

¹ Este artículo actualiza el texto publicado bajo el mismo título en la edición de 2015, con el objetivo de incorporar en el artículo original los nuevos elementos que han emergido durante el debate legislativo.

² El artículo recoge la posición que Banco Santander ha defendido en las diferentes consultas que la Comisión Europea y el Tesoro español han realizado en el debate sobre reformas estructurales. Estas respuestas se han coordinado desde el Departamento de Public Policy de Banco Santander con División Financiera, Santander Global Corporate Banking, Riesgos, Asesoría Jurídica y Santander UK. Los errores y omisiones son exclusivamente responsabilidad de la autora. La autora agradece además los comentarios de sus compañeros de Public Policy y Santander Global Corporate Banking.

³ Actividades por cuenta propia

⁴ Actividades de creación de mercado

⁵ Previamente a estas consultas, en junio 2012, la Comisión lanzó una consulta para plantear cuestiones genéricas sobre la conveniencia de reformas estructurales en el sector bancario y recabar opiniones sobre las iniciativas que habían comenzado a gestarse en otras jurisdicciones.



- En EE.UU. la norma fue definitivamente aprobada en diciembre de 2013, con entrada en vigor en julio de 2015.
- En Reino Unido la norma recibió sanción real en diciembre de 2013. Durante el verano de 2014 se publicó la legislación secundaria que desarrolla los detalles de aplicación de la norma. Actualmente está pendiente la publicación de normas de desarrollo por parte de la *Prudential Regulation Authority* (PRA). Su entrada en vigor se espera en 2019.
- Francia y Alemania aprobaron sendas propuestas en junio 2013, con entrada en vigor en enero y julio de 2015, respectivamente.
- En Bélgica se aprobó una normativa que prohíbe el *prop trading* para las entidades financieras y que se aplica desde enero de 2015.

Aunque todas las propuestas coinciden en los objetivos últimos que persiguen, existen diferencias en su diseño. Así, a grandes rasgos y a modo de ejemplo:

- La *Volcker Rule* en EE.UU. prohíbe la actividad de *proprietary trading*.
- En Reino Unido no existe prohibición de ninguna actividad, pero sí una separación estructural que obliga a prestar cualquier actividad de banca inversión desde una entidad independiente de la entidad captadora de depósitos garantizados.
- En Europa, la propuesta de Barnier prohíbe el *proprietary trading* y obliga a prestar determinadas actividades (ej. market making) desde una entidad independiente que no mantenga depósitos garantizados en balance, siempre que se superen determinados umbrales y el supervisor lo considere necesario.

Por tanto, y en esencia, todas las normas o propuestas de reforma estructural limitan o prohíben la realización de determinadas actividades que se consideran que implican un elevado riesgo, con un doble objetivo. Por un lado, proteger a los depósitos garantizados. Por otro, evitar que

las entidades tengan incentivos a incurrir en riesgos mayores ante la creencia de que el Estado acudirá siempre a su rescate para evitar que los depositantes pierdan sus ahorros. Además, a través de los requerimientos organizativos que se establecen, se intenta favorecer también la resiliencia de las entidades.

Sin embargo, todas las propuestas difieren en aspectos muy sustanciales. No solo en cuanto al rango de actividades que se pretenden prohibir o separar, sino también la forma jurídica en la que se debe realizar dicha separación, su intensidad y la forma de las relaciones que pueden establecerse entre las distintas entidades (el *trading bank* y el banco tomador de depósitos).

En este contexto, la propuesta de reforma de la Comisión Europea, más allá de perseguir los objetivos para los que fue diseñada, trataba también de armonizar el escenario a nivel europeo.

En cualquier caso, las reformas estructurales en la banca no han estado nunca en la agenda del G20. En la cumbre de San Petersburgo en septiembre de 2013 se manifestó ya una creciente preocupación por el impacto sobre los mercados y la estabilidad financiera en distintas jurisdicciones, por lo que se encargó al FSB que analizara el impacto potencial de estas reformas. El informe, publicado en octubre de 2014⁶, señala por un lado que todavía es prematuro valorar el impacto de estas reformas, y alerta además del posible impacto en operatividad y eficiencia de resolución de grupos transfronterizos, así como en la liquidez de los bonos corporativos y de deuda soberana de los mercados donde operan los bancos globales que se verían afectados por estas reformas.

De hecho, de la experiencia y comparativa internacional de las distintas propuestas de reforma estructural se concluye que todas ellas, que contaron con un fuerte impulso político en el momento inicial, son muy difíciles de diseñar técnicamente. El propio proceso de negociación de la propuesta europea es un claro ejemplo de

⁶ http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_141027.pdf



ello. Aunque el calendario tentativo de la propuesta de la Comisión consideraba que la propuesta habría sido aprobada tanto por Consejo y Parlamento ya en junio de 2015, lo cierto es que fue justamente en esta fecha cuando el Consejo alcanzó un acuerdo en su posición negociadora, mientras que todavía no existe aprobación (ni tan siquiera consenso interno) en el Parlamento. Incluso asumiendo que se rompiese el bloqueo en el Parlamento, el proceso requeriría todavía de una intensa negociación entre ambas instituciones en los denominados *trílogos*.

2. DESCRIPCIÓN DE LA PROPUESTA DE LA COMISIÓN EUROPEA

El 29 de enero de 2014 la Comisión Europea publicó la propuesta de *Reglamento de reformas estructurales en la banca europea*⁷.

Este apartado se centra en aquellos elementos de la propuesta que están centrando el debate sobre el diseño de la reforma estructural, tanto en el Consejo como en el Parlamento.

2.1. ENTIDADES AFECTADAS

De acuerdo a la propuesta, las siguientes entidades estarán sujetas a la medida:

- Entidades europeas catalogadas como G-SIBs.
- Entidades que superen durante tres años dos condiciones:
 - Mostrar un tamaño de balance superior a 30.000 millones de euros.
 - Contar con un volumen de activos y pasivos de *trading* superior a 70.000 millones de euros o de importe superior al 10% del balance.

La propuesta de Reglamento se aplicará a las entidades de crédito de la Unión Europea (UE),

⁷ http://ec.europa.eu/internal_market/bank/structural-reform/index_en.htm

tanto a la matriz como a sus filiales y sucursales, incluyendo aquéllas que se sitúen en terceros países. Además, la propuesta se aplicará también a las sucursales y filiales en la UE de bancos de terceros países.

El extenso ámbito territorial se justifica por la necesidad de garantizar condiciones equitativas de competencia y evitar el traslado de actividades fuera de la UE para eludir estas disposiciones. No obstante, se contemplan dos exenciones:

Filiales en el extranjero de bancos de la UE y sucursales en la UE de bancos extranjeros, si están sujetas a normas de separación equivalentes.

Filiales en el extranjero de los grupos que tengan una estructura autónoma geográficamente descentralizada y sigan una estrategia de resolución de «múltiples puntos de entrada» (MPE) podrán quedar exentas de la posible obligación de separación, pero sí continuarán estando sujetas a la prohibición de *proprietary trading*.

2.2. PROHIBICIÓN DE PROPRIETARY TRADING

La prohibición de *proprietary trading* afecta a todas las entidades que cumplan las condiciones previstas en el apartado anterior. La Comisión estableció una definición *estrecha* para evitar afectar de forma no intencionada a otras actividades. La definición liga la actividad a *salas, unidades o divisiones de negociación u operadores individuales que estén específicamente orientadas a tomar posiciones para obtener un beneficio por cuenta propia, y no guarden relación con actividades de clientes o la cobertura de riesgo de la propia entidad*.

La propuesta excluye de la prohibición la negociación de bonos de deuda pública de Estados de la UE.

2.3. SEPARACIÓN DE MARKET MAKING Y OTRAS ACTIVIDADES DE TRADING

La norma establece un marco para la posible separación de determinadas actividades que se



considera que también pueden poner en riesgo la estabilidad del banco. Se trata de las actividades de *market making*, la originación e inversión en determinadas titulizaciones y la venta y negociación de los derivados que no se realicen con propósito de cobertura para los riesgos de la entidad y de sus clientes.

Al igual que sucede con el *proprietary trading*, la actividad de *market making* sobre bonos de deuda pública de Estados miembros de la UE está también exenta de la posibilidad de ser objeto de separación.

2.4. PROCEDIMIENTO DE SEPARACIÓN

El reglamento regula un marco por el cual si una entidad supera unas determinadas métricas, el supervisor estará obligado a iniciar el procedimiento de separación (*bias to action*). Dentro de este procedimiento, el supervisor sólo podría eximir a la entidad de la separación si, tras dialogar con ella, estimara que la entidad no pone en riesgo su propia estabilidad ni la del sistema en su conjunto en el desempeño de su actividad. En tal caso, el supervisor estaría siempre obligado a justificar su decisión de no exigir la separación. Además, el supervisor queda facultado para exigir la separación aun cuando una entidad no superara las métricas.

La norma remite a la EBA⁸ las definiciones finales de las métricas, así como los niveles y la combinación de métricas que habrán de ser superadas para iniciar el proceso de separación. Las métricas propuestas por la Comisión hacen referencia a ocho indicadores definidos sobre la base de rúbricas contables y prudenciales:

- a) el volumen relativo de los activos destinados a negociación, calculado como el cociente de dichos activos entre el total de activos;
- b) el apalancamiento de los activos destinados a negociación, calculado como el

cociente de dichos activos entre el capital básico de nivel 1;

- c) la importancia relativa del riesgo de contraparte, dividiendo el valor razonable de los derivados por el total de activos destinados a negociación;
- d) la complejidad relativa de los derivados destinados a negociación, como el cociente entre los derivados destinados a negociación de nivel 2 y de nivel 3 entre los derivados destinados a negociación y por los activos destinados a negociación;
- e) la rentabilidad relativa de los ingresos procedentes de la actividad de negociación, dividiendo dichos ingresos por el total de ingresos netos;
- f) la importancia relativa del riesgo de mercado, como diferencia en valor absoluto entre los activos y los pasivos destinados a negociación, y dividiendo el resultado entre la media simple entre los activos y los pasivos destinados a negociación;
- g) la interconexión, medida de acuerdo a la metodología de entidades sistémicas;
- h) y por último, el riesgo de crédito y de liquidez derivado de compromisos y garantías otorgados por la entidad de crédito básica.

El supervisor siempre habrá de consultar con la EBA su decisión y notificarle su decisión última.

2.5. ENTIDAD DE TRADING

Si las autoridades competentes exigieran la separación de estas actividades, éstas tendrían que transferirse a un ente jurídico diferente (la *entidad de trading*). Con el fin de garantizar la separación efectiva, los vínculos jurídicos, económicos, operativos y de gobernanza de esa entidad con el resto del grupo deben limitarse. Algunas de las limitaciones son:

- La matriz de la UE velará por que un grupo que comprenda *entidades tomadoras de depósitos* y *entidades de trading* se estructure de forma que se creen dos subgrupos diferenciados en base subconsolidada y

⁸ European Banking Authority.



- que sólo uno de ellos integre *entidades tomadoras de depósitos*.
- La entidad *tomadora de depósitos* no dispondrá de instrumentos de capital o derechos de voto en una *entidad de trading*.
 - La *entidad tomadora de depósitos* y la *entidad de trading* emitirán su propia deuda en base individual o subconsolidada
 - Todos los contratos y otras operaciones que tengan lugar entre la *entidad tomadora de depósitos* y la *entidad de trading* serán tan favorables para la *entidad tomadora de depósitos* como los contratos y operaciones comparables en los que intervengan entes no pertenecientes al mismo subgrupo.
 - La mayoría de los miembros del órgano de dirección de la *entidad tomadora de depósitos* y del ente de negociación serán personas que no pertenezcan al órgano de dirección del otro ente. Ningún miembro del órgano de dirección de uno u otro de estos entes desempeñará funciones ejecutivas en los dos, salvo el responsable de la gestión de riesgos de la sociedad matriz.
 - El nombre o la designación de la *entidad de trading* y de la *entidad tomadora de depósitos* deberá permitir que el público identifique fácilmente cuál de ellos es un ente de negociación y cuál de ellos es una *entidad tomadora de depósitos*.
 - Los requisitos prudenciales especificados en esos artículos deberían aplicarse en base individual o subconsolidada a los respectivos subgrupos

3. SITUACIÓN ACTUAL DE LA PROPUESTA

Mientras que el Consejo alcanzó un acuerdo político en junio de 2015, las negociaciones en el Parlamento todavía no se han cerrado. Queda lejos ya el objetivo de la Comisión de iniciar su aplicación desde enero de 2017 con la prohibición del *prop trading*.

El motivo de este retraso subyace en la imposibilidad de alcanzar consenso en los elementos

fundamentales de la propuesta: entidades afectadas y procedimiento de decisión. En esencia, en decidir cómo y qué tipo de entidad ha de verse afectada por una decisión que resultaría irreversible: la separación de la actividad de *market making* en otra entidad separada, aunque perteneciente al mismo grupo.

La irreversibilidad que apuntamos se refiere a que las consecuencias de separación tienen tantas consecuencias e implica tantas decisiones estratégicas, tales como revisar el *pricing* de los productos y servicios, decidir qué tipo de actividades se van a realizar, etc, que una vez adoptadas e implementadas, no es posible una vuelta atrás de forma inmediata.

Las discusiones están por tanto centradas en los elementos principales de la propuesta. Una vez acordados sobre estos elementos, quedaría pendiente todavía llegar a un acuerdo en otros asuntos que también son muy importantes, esto es, cómo han de relacionarse la entidad de trading y la entidad de depósitos, qué reglas han de aplicar a cada una de ellas y cuál ha de ser el *governance*.

3.1. LA PROPUESTA DEL CONSEJO

El acuerdo del Consejo parte del mismo ámbito de aplicación que la propuesta de la Comisión y afecta a las mismas entidades. No obstante, para el caso particular de la separación de *market making*, el Consejo acordó que los bancos se clasificarían en dos grupos en función de si superan o no un determinado volumen de actividades acumuladas de *trading* durante los tres últimos años. Si las entidades superan el umbral de 100.000 millones de euros, estas entidades se sitúan en el grupo denominado *Tier 2*. De lo contrario, las entidades formarán parte del grupo *Tier 1*. En cualquier caso, situarse zona del *Tier 1* no sería una situación estática: cabría también la posibilidad de que la entidad pasase de *Tier 1* a *Tier 2* si sus actividades conllevasen un riesgo excesivo.

Los bancos que forman parte del *Tier 2* estarán sometidos a mayores requerimientos de control



y supervisión. Si el supervisor valora que las actividades de *trading* implican un excesivo riesgo y que los controles aplicados no son suficientes para subsanarlos, el supervisor podría exigir un incremento de capital, separación de actividades u otras medidas (p.ej., venta de negocios, limitación del reparto de dividendo...). En realidad estas medidas no constituyen *per se* una novedad, ya que pueden adoptarse en el marco del SREP (la primera) y en el ámbito de la BRRD (la segunda).

La propuesta no incluye automatismo ni ningún tipo de *bias to action*, sino que el supervisor podrá decidir caso a caso. En caso de separación, se otorga a la entidad libertad para adecuar la estructura organizativa a la forma que se valore más adecuada. Existe además un reconocimiento explícito favorable a la actividad de *market making*.

Por otro lado, en el ámbito del *prop trading*, el Consejo propone la separación de esta actividad en otra entidad independiente que puede formar parte del mismo grupo. Se mantendría además la exención a la deuda soberana ya presente en el texto de la Comisión.

3.2. SITUACIÓN EN PARLAMENTO

No existe todavía un acuerdo interno en el Parlamento Europeo. Tras varios textos la situación continúa encallada en el elemento fundamental de la propuesta.

Existe un debate importante sobre el diseño de las métricas que deben determinar la lista de las entidades a las que podría exigirse la separación estructural.

En un momento de las negociaciones, se discutió que las entidades que no alcanzaran un elevado peso del crédito sobre balance (60%), y/o que mostraran un cierto peso de los derivados sobre balance (15%) y una dependencia de los ingresos de banca mayorista sobre el total de ingresos (15%), debían estar sujetas al proceso de separación. Se trataba, en el fondo, de diferenciar entre aquellas entidades más dedicadas a la actividad de mercados frente a aquellas más relacionadas con el sector real en forma de financia-

ción directa. Este proceso de separación implicaba que la entidad debía justificar y argumentar que incumplir con esos ratios no supondría un peligro para su estabilidad financiera ni la del sistema.

Recientemente, parece que el debate deriva a adoptar una posición más similar a la del Consejo. Esta posición implicaría que entidades con un determinado volumen de actividades de *trading* (ídem, 100.000 millones de euros) o entidades G-SIBs estarán sujetas a este proceso de separación.

El proceso de separación implicaría que la entidad debe justificar que el hecho de superar estos indicadores de tamaño no supone un problema ni a su resolubilidad ni a la estabilidad financiera. De lo contrario, se podría exigir o separación o incremento de capital.

Por lo que se refiere al *prop trading*, la posición del Parlamento es aparentemente más favorable a la prohibición de la actividad y no de la separación, como propone el Consejo. No obstante, se mantendría igualmente la exención a la deuda soberana.

3.3. OPINIÓN DE LA COMISIÓN

Tras las elecciones europeas de mayo de 2014, una nueva Comisión inició su mandato en noviembre de ese año. A diferencia del anterior Ejecutivo europeo, centrado en reformar el sistema financiero para prevenir futuras crisis bancarias, la Comisión presidida por Jean-Claude Juncker propugna un discurso de crecimiento y empleo cuya medida estrella, la Unión del Mercado de Capitales, pretende incrementar las vías de financiación en Europa, desarrollando los mercados financieros. Este nuevo discurso entra en conflicto con la iniciativa de reforma estructural (heredada de la anterior legislatura), que podría dificultar la actividad de las entidades en mercados de capitales (que caerían típicamente en la zona de la entidad de trading). Sin embargo, la posición oficial de la Comisión Europea es que no tiene intención de retirar la propuesta en reforma estructural, ya que considera que:



- El racional de su propuesta sigue siendo válido.
- En la medida en que distintos estados miembros han emprendido medidas en este ámbito, es necesario un enfoque unificado a nivel UE.

Además de estos argumentos, la retirada de la propuesta conllevaría un coste político que la Comisión no está dispuesta a asumir. Por este motivo, en respuesta a una pregunta parlamentaria al respecto, el comisario europeo de Servicios Financieros, Jonathan Hill, animó al Parlamento a alcanzar un acuerdo pronto y recordó que la Comisión está a disposición de todas las partes para facilitar el apoyo técnico que requieran.

4. VALORACIÓN DE LA PROPUESTA

La pieza más sensible de la propuesta se refiere a la forma en la que se decidirá la posible separación de actividades de *market making*. La definición de las métricas que pueden determinar la separación, junto con el papel del supervisor en dicho proceso, son los elementos determinantes para ello y, por lo tanto, los más discutidos.

4.1. ENTIDADES AFECTADAS

La decisión sobre si una entidad tiene que ser obligada a separarse es enormemente relevante debido a sus consecuencias (conocidas y no conocidas) y, sobre todo, a su irreversibilidad. Decisiones que afectan a la estructura organizativa y financiera, en esencia, a la estrategia de las entidades, no son decisiones que puedan implementarse en un corto periodo de tiempo e igualmente, una vez adoptadas, no son fácilmente reversibles. Por este motivo, la decisión sobre la conveniencia de la separación no puede basarse únicamente en el hecho de que la entidad supere unas métricas.

Superar los umbrales establecidos debería simplemente constituir una señal para que el supervisor entre a analizar una entidad y valore si la separación de dicha entidad concreta puede resultar

necesaria, a través de un análisis individualizado basado en información supervisora. No existe ninguna métrica perfecta que permita determinar por sí sola si una separación es necesaria.

En cualquier caso, hay que señalar que los ejes de la propuesta de la Comisión en este ámbito parecen adecuados. La Comisión parte de un diseño a nivel conceptual (los ratios están pendiente de desarrollar por la Autoridad Bancaria Europea –EBA–) y propone un conjunto de indicadores que recoge ratios referidas a ocho parámetros distintos. El *Informe Liikanen* se refería exclusivamente al parámetro de tamaño⁹, mientras que la Comisión añade a este indicador ratios de apalancamiento, riesgo de contraparte, complejidad relativa de los derivados, rentabilidad relativa de las actividades de *trading*, riesgo de mercado, interconexión, y riesgo de crédito y de liquidez derivado de los compromisos y garantías otorgados por la entidad de crédito básica. El diseño de un conjunto de indicadores permite y facilita que el análisis de la entidad sea más completo.

La propuesta del Consejo, sin embargo, emplea un único indicador y pone el foco en aquellas entidades que superen un determinado volumen de actividad. La propuesta del Parlamento podría derivar hacia la misma dirección. A pesar de la mayor sencillez de esta propuesta, identificar las entidades que tienen que ser objeto de la propuesta meramente por su tamaño puede resultar contraproducente, al ser un enfoque excesivamente simplista que obviaría otras consideraciones:

- El tamaño no implica directamente que las actividades que realice en el ámbito de los mercados sean actividades de riesgo. Puede haber entidades que no siendo grandes incurran en riesgos en el desarrollo de esta actividad y viceversa.

⁹ El informe establecía como métrica el que el importe de la cartera de negociación y de disponible para la venta superara los 100.000 millones de euros o que el importe de dichas carteras representara entre un 15%-20% del balance.



- Este enfoque supone que no se le concede suficiente reconocimiento a la regulación que ya se ha establecido para entidades G-SIBs y para la actividad de negociación.

Este debate pone claramente de manifiesto la inexistencia de métricas perfectas para identificar las entidades que han de ser objeto de la propuesta. El automatismo respecto a unas métricas implica por tanto un riesgo de error muy elevado.

4.2. EL PAPEL DEL SUPERVISOR

Habida cuenta de la inexistencia de métricas automáticas, es pues clave el papel del supervisor. El supervisor tiene capacidad para interpretar y analizar los resultados de esas métricas, pues, además de contar con el criterio necesario, dispone de información mucho más precisa de las entidades. Esta información incluye también los planes de recuperación y resolución (RRP¹⁰) que las entidades están obligadas a presentar anualmente.

Por tanto, el *bias to action* que contiene la propuesta de la Comisión no es compatible con la inexistencia de métricas automáticas. Por su parte, la propuesta del Consejo, sí que cuenta con un procedimiento razonable por el que esta decisión solo podría solicitarse caso a caso y tras una decisión del supervisor. Todavía no está claro cuál será la propuesta final del Parlamento, ya que este punto es uno de los elementos clave en las negociaciones internas.

4.3. SEPARACIÓN O PROHIBICIÓN DE PROP TRADING

Es difícil predecir cuál será el resultado final de las negociaciones en este ámbito y si habrá separación o prohibición, pero no es difícil augurar que finalmente se tomará alguna medida que afecte a esta actividad. Todas las propuestas de reforma estructural contienen como mínimo una mención al *prop trading*.

Lo cierto es que, a pesar de la supuesta simpleza que conlleva una prohibición o separación de la actividad de *prop trading* y del aparente consenso que genera entre el público la necesidad de tomar alguna acción al respecto, su aplicación práctica resulta extraordinariamente complicada. La aplicación de la *Volcker Rule*, con efectos extraterritoriales que han impactado también a los grandes grupos bancarios en Europa, es un ejemplo de ello. En el intento de establecer una línea muy estricta en relación con lo que se considera *prop trading*, el regulador ha penalizado la tenencia de participaciones incluso con objetivo estratégico, por no responder a un criterio de *market making*.

4.4. EL RECONOCIMIENTO AL MODELO MPE

Las propuestas reconocen las virtudes del modelo MPE y autorizan a las autoridades correspondientes a eximir a las filiales extranjeras de grupos que cuenten con una matriz europea de la posible obligación de separación, que sí puede afectar a la matriz o a entidades europeas. El motivo es que el riesgo de quiebra de las filiales, que son entidades jurídicamente diferentes, queda contenido en cada una de ellas, ya que cuentan con un marco de resolución propio. Es un claro y correcto reconocimiento de que el modelo MPE aporta cortafuegos y evita contagio entre filiales.

5. REFLEXIONES SOBRE EL IMPACTO DE LAS REFORMAS ESTRUCTURALES

Como complemento a los comentarios del epígrafe anterior, se recoge a continuación una serie de reflexiones sobre el debate de la separación de ciertas actividades de la banca.

5.1. RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD DEL SISTEMA

Contrariamente a los objetivos que persiguen, las reformas estructurales pueden afectar negativamente a la estabilidad del sistema.

¹⁰ Recovery and Resolution Plans.



La experiencia de la última década demuestra que la diversificación de negocios es un valor muy importante en términos de estabilidad. Durante los últimos años el beneficio obtenido en las actividades de banca mayorista ha servido para compensar menores ingresos ligados al negocio *retail*, y a la inversa. Ambas líneas de negocio hubieran resultado mucho más frágiles para el conjunto del sistema de haber estado separadas. Ésta es además la conclusión que parece que alcanzaron las autoridades americanas durante la última crisis, cuando decidieron fusionar bancos de inversión (Bear Stearns, Merrill Lynch) con bancos *retail* (JP Morgan, Bank of America).

De producirse la separación de actividades, los nuevos bancos de *trading* estarían expuestos unos a otros (ya que, por definición, la exposición a bancos *tomadores de depósitos* está limitada). Normativas adicionales, como EMIR, han implicado una mayor interconexión de estas a través de las cámaras de contrapartida central. Si a esto añadimos el que el abandono de estas actividades por parte de los bancos *retail* afectados produciría un incremento en el tamaño de estas entidades de *trading*, la quiebra de cualquier de ella, en un escenario de elevada interconexión, produciría consecuencias nefastas.

La diversidad de modelos de negocio debería ser, por tanto, un rasgo deseable. En entornos complejos, la diversidad favorece una mejor absorción de los *shocks* financieros, especialmente sistémicos.

Incremento de la complejidad de los grupos bancarios

Como señala el informe del FSB, en muchos casos aplicar medidas de separación puede traer consigo el incremento de la complejidad de grupos bancarios organizados de forma simple y transparente, duplicando el número de entidades dentro del grupo y las interrelaciones entre ellas.

Impacto en la economía real

Las entidades que sean objeto de separación tendrán que afrontar costes significativos. Sin duda,

uno de los más importantes se refiere al incremento de costes financieros que la nueva *entidad de trading* deberá asumir. La salida al mercado en búsqueda de fondos requiere que dichas entidades tengan un *rating* suficientemente favorable para atraer a inversores a costes asumibles. Esto implica un incremento de las necesidades de capital. Además, a ello hay que añadir los costes de separación (legales, tecnológicos, humanos...), que, aun siendo costes hundidos y no recurrentes, serán de magnitud relevante y cuestionarán la viabilidad del negocio ya en el primer año.

En este escenario, las posibles opciones para los bancos son:

- El abandono de la línea de negocio de *market making* y similares.
- Incrementar el precio de los productos y servicios.

En ambos casos, el usuario final se verá afectado.

La primera opción puede ser la elegida por muchas entidades donde la actividad de *market making* no suponga una línea de negocio de dimensión relevante y no tenga suficiente tamaño como para llevarse a cabo aisladamente de modo eficiente. En muchas entidades dicha actividad está concebida como un complemento para prestar una mayor oferta de servicios a clientes más sofisticados que requieren una gama de productos más extensa y, sobre todo, soluciones específicas y personalizadas.

El *market making* es una actividad amplia que abarca actividades tales como:

- Cobertura de riesgos (tipos de interés, tipo de cambio, ...)
- Diseño de productos para canalizar el ahorro.
- Desarrollo de los mercados de capitales a través del apoyo a la emisión de deuda de las empresas, deuda pública de los Estados y provisión de liquidez a través del compromiso de negociación de los títulos.

Bancos con un perfil más *retail* ofrecen esta tipología de servicios a clientes corporativos con los que se ha establecido una relación estable y dura-



dera, y donde los riesgos están valorados y estudiados de acuerdo a una información constante y fiable que se ha recabado gracias a dicha relación.

Si estos bancos optan por abandonar esta línea de actividad, este hueco será absorbido por otras entidades. Sin embargo, lo que resultaría a priori simple y sin mayor impacto, llevaría aparejado consigo perniciosas consecuencias:

- Las entidades especializadas en financiación mayorista, que no captan depósitos de clientes, no ofrecen de forma habitual los servicios y productos más tradicionales (préstamos, pago de impuestos, *cash management*, etc). Estas nuevas entidades entrarían sin disponer de suficiente información del cliente como para valorar correctamente los riesgos, por lo que estarían tentadas a fijar precios más elevados para cubrir una pérdida esperada que no pueda ser adecuadamente valorada, con el consiguiente impacto para el cliente.
- El tamaño de negocio que abandonarían estos bancos es suficientemente elevado como para suponer que:
 - Los bancos nacionales no afectados por la regulación (por encontrarse bajo el umbral de tamaño) no podrán llenar ese vacío, tanto por falta de experiencia como de pulmón financiero.
 - Los bancos de inversión americanos probablemente no estén habituados a trabajar con clientes *corporate* pequeños, a los que no conocen bien. Además, estos bancos cuentan también con límites de riesgo que dificulta la absorción de toda la exposición del sistema.
 - Podrían entrar bancos de mercados emergentes con una regulación más favorable, pero menos controlados.
 - Existiría además un riesgo muy elevado de que se produjera un incremento del *shadow banking*, o entrada de competidores no bancarios (no sujetos a las mismas reglas de juego y con menor capacidad para amortiguar la volatilidad del mercado en circunstancias adversas).

En ambos casos, el impacto para el cliente final no será favorable, ya que tendrá que hacer frente a un incremento de precios para poder acceder a los mismos servicios de los que disfrutaba. Además de un impacto en precio, podría también producirse una pérdida en la calidad del servicio:

- La separación entre la *entidad de trading* y la *entidad tomadora de depósitos* se hará más evidente con el tiempo, lo que reducirá la coordinación que es necesaria para diseñar los productos de forma personalizada, sin tener en consideración la posición global del cliente y la estructura y características propias.
- Las posiciones del cliente mantenidas con la *entidad de trading* no pueden ser compensadas con las posiciones del cliente en el banco tomador de depósitos, lo que incrementará el volumen de garantías requerido o reducirá líneas de crédito, además de afectar a los precios, ya que la valoración se deberá realizar de forma independiente. Además, las exigencias de capital para ambos bancos se fijarán de forma independiente, de nuevo, sin considerar la posición global del banco.

La exención que se contempla en la regulación a favor de los títulos de deuda pública (no sujetos a la prohibición de *proprietary trading* ni a las obligaciones de separación) pone de relieve los riesgos para la financiación que se pueden derivar de estas medidas.

6. CONCLUSIÓN

En definitiva, de la experiencia y comparativa internacional de las distintas propuestas de reforma estructural se concluye que todas ellas, que contaron con un fuerte impulso político en su génesis, son muy difíciles de diseñar técnicamente. El propio proceso de negociación de la propuesta europea es un claro ejemplo de ello. Y es que lo que a nivel político puede resultar atractivo, en el terreno práctico puede resultar de difí-



cil aplicación y arriesgado. Especialmente, si se desea combinar estas medidas con el objetivo de fomentar el crecimiento económico y el apoyo de las entidades financieras a la economía real.

No olvidemos también que, desde que se constituyera el nuevo Ejecutivo europeo en noviembre de 2014, y máxime desde que se ha ido avanzando en la constitución completa de un marco de gestión de crisis, la prioridad de la Comisión es ahora el favorecer el crecimiento y promover el empleo. El plan de acción en *Capital Markets Union*, el objetivo de hacer un análisis de impacto acumulado de la regulación financiera en la UE (basado en una reciente *Call for Evidence*) y propuestas como la de crear un marco más robusto de titulaciones y unos principios comunes en las leyes de insolvencia tienen precisamente como objetivo el crecimiento y el empleo.

En este contexto, iniciativas como la de reforma estructural, con un potencial impacto hasta ahora no testado, no parecen tener un carácter prioritario. Es más: la propuesta del Consejo y las negociaciones en Parlamento demuestran claramente un tono mucho más favorable hacia la actividad de *market making*, a la que se le reconoce expresamente un papel fundamental en la construcción de una unión de mercados de capitales y como motor esencial para el crecimiento económico.

Por otro lado, todos los problemas identificados por el grupo de expertos presidido por el gobernador Erkki Liikanen y que pretenden ser resueltos con la propuesta de reforma estructural de la Comisión Europea son ya objeto de un amplio abanico de normas que se han ido aprobando e implementando desde la crisis. Entre estas medidas destaca el que las entidades están obligadas a diseñar un plan de recuperación y la creación de la figura de la autoridad de resolución, responsable, entre otras funciones, de desarrollar un plan de resolución para cada entidad. Además, para garantizar el éxito de una estrategia de resolución que emplee el *bail-in*, se le exigirá a las entidades una mínima capacidad de absorción de pérdidas (el conocido como MREL, a nivel europeo, y TLAC, a nivel inter-

nacional), compuesta por pasivos de muy elevada calidad.

Ello no significa que las reformas estructurales no puedan ser adecuadas en algunos casos. Pero para ello no es necesaria la imposición de un marco general de reformas estructurales ni la aprobación de nuevas propuestas. La solución de aplicar reformas estructurales en determinados casos es una opción que ya está contemplada en la normativa actual.

Los *Key Attributes*¹¹ del FSB sobre recuperación y resolución de entidades de crédito contemplan que las autoridades de supervisión y resolución deben contar con poderes suficientes como para exigir a una entidad la adopción de medidas adecuadas, tales como cambios en la gestión, estructura u organización de las entidades, con el fin de reducir la complejidad y el coste de resolución.

Así, la Directiva europea de recuperación y resolución de las entidades de crédito (BRRD)¹² prevé que las autoridades de resolución puedan exigir a los bancos cambios estructurales (p.ej., en su estructura organizativa y jurídica), si consideran que es necesario para evitar obstáculos que impidan una resolución eficaz.

REFERENCIAS:

- Propuesta de la Comisión Europea sobre reformas estructurales.
- Gloria Hervás (2015): «La propuesta europea de reforma estructural». Fundación de Estudios Financieros. Papeles de la Fundación núm. 54.
- Legislaciones nacionales: Volcker Rule y normas UK.

¹¹ Los Key Attributes: constituyen los «atributos» clave que todo régimen de resolución debe disponer para garantizar su efectividad y la consecución de los cuatro objetivos fundamentales perseguidos en resolución: minimizar el recurso a las arcas públicas; salvaguardar la estabilidad financiera; evitar la destrucción de valor; asegurar la continuidad de las funciones críticas. http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104cc.pdf

¹² http://ec.europa.eu/internal_market/bank/crisis_management/index_en.htm



Cristina Iglesias-Sarria y Fernando Vargas (2012): «Las entidades financieras sistémicas: las medidas acordadas», Revista Estabilidad Financiera de Banco de España.

José Manuel Campa (2014): «Reformas estructurales en el sector bancario». Fundación de Estudios Financieros, Papeles de la Fundación núm. 52.

Vítor Constâncio (2013). Speech at the IIEA Conference on «The Future of Banking in Europe» in Dublin.

Directiva de Recuperación y Resolución de Entidades de Crédito.

Propuesta del Consejo sobre reformas estructurales.

Informe Liikanen.



MERCADO INTEGRADO DE SERVICIOS FINANCIEROS MINORISTAS. GREEN PAPER SOBRE RETAIL FINANCIAL SERVICES

Ignacio Santillán
Director General de FOGAIN

I. GREEN PAPER DE LA COMISIÓN EUROPEA SOBRE RETAIL FINANCIAL SERVICES. ENFOQUE DE LA INICIATIVA

La Comisión Europea ha sometido a consulta pública –cuyo plazo finalizó el 18 de marzo de 2016– un documento denominado «Green Paper on Retail Financial Services» (en adelante «GP»).

Este GP pretende revisar el estado de la prestación de servicios financieros a clientes retail en la Unión Europea, constatando una situación de fragmentación de mercado, tratando de identificar algunas causas, y proponiendo algunas medidas de actuación, tanto en el lado de los consumidores como de los proveedores de servicios.

Podemos identificar como antecedente cercano de este GP, la Conferencia sobre «Emerging Challenges in retail finance and consumer policy», que tuvo lugar el 18 de noviembre de 2014 en Bruselas. En el discurso inaugural de esta Conferencia, Jonathan Hill, Comisario de Estabilidad Financiera Servicios Financieros y Mercados de Capitales –junto a comentar alguna experiencia acerca de significativas diferencias de precio en seguros de viaje o de coche en diferentes Estados de la Unión, lo que le llevó a concluir que no existía probablemente un mercado único– mencionó algunos de los principios en que consideraba que debía asentarse un mercado único de consumidores en servicios financieros.

Estos principios eran, básicamente, la competencia, la transparencia, la comparabilidad, la responsabilidad de los gestores de las entidades prestadoras de servicios, y el nuevo papel de la digitalización en la prestación de servicios *cross-border*, que ya es significativo en servicios bancarios, en servicios de pagos y en determinados servicios en desarrollo como las monedas virtuales tipo Bitcoin. Adelantaba asimismo, la importancia de la seguridad en estos entornos, que eviten fraudes o blanqueo de capitales, pero aclaraba que estas necesarias precauciones no deben limitar el papel de estas nuevas tecnologías y el desarrollo que pueden procurar.

Por último, manifestó su interés en que un proceso de análisis de esta naturaleza cuente con un amplio proceso de consulta con las partes implicadas, señaladamente consumidores y proveedores de servicios.

Así, el GP publicado consta de cuatro Secciones.

La primera se centra en las cuestiones generales que plantea la creación de un verdadero mercado europeo de servicios financieros de *retail*, especificando cuál el objetivo final de la iniciativa de la CE, mencionando algunas actuaciones previas en esta materia por parte de la UE, y encajando esta iniciativa en otras de la Unión Europea, señaladamente la Estrategia de Mercado Digital Único, la Unión del Mercado de Capitales y la Estrategia de Mercado Único.



La Sección Segunda se centra en describir la situación actual de fragmentación del mercado de servicios financieros de *retail*, incidiendo en lo limitado de la actividad transnacional, en las diferencias de precio del mismo servicio en diferentes Estados, en la insuficiente competencia y en el bajo nivel de cambio de prestador de servicios por parte de los consumidores.

Dentro de esta Sección, se incide de forma muy señalada en el nuevo escenario que en este ámbito, propone la digitalización, mencionando los nuevos operadores, las nuevas técnicas, y los nuevos productos financieros y de pagos.

La Sección Tercera, se centra en cómo proveer mejores productos, mejores capacidades de elección y mejores oportunidades para consumidores y empresas.

Esta sección se centra, por un lado en los consumidores y por otro en las empresas.

Desde el punto de vista de los consumidores, menciona medidas que son necesarias para ayudar a los consumidores a adquirir servicios transnacionales, como son:

- Ver el modo de que los consumidores tengan más y mejor información acerca de las opciones reales de contratación.
- Atacar el hecho de que el cambio de entidad en ocasiones está penalizado por la propia entidad, implicando un alto coste para el cliente.
- Incrementar la portabilidad de los servicios, de forma que sea realmente posible mantener en otro estado miembro, la relación de servicio financiero contratada en otro, en caso de cambio de domicilio o simple desplazamiento.
- Reconocer los efectos transnacionales de determinadas pólizas de seguros de responsabilidad civil.
- Desarrollar la confianza de los consumidores en oportunidades que puedan surgir en otros Estados miembros de la Unión, y para ello, (i) promover la comparabilidad (ii) el acceso a información, y (iii) mejorar los sistemas de resolución de conflictos

entre entidades y los consumidores en otro Estado miembro.

- Proteger a las víctimas de seguros de motor cuya compañía se declare insolvente.
- Incrementar la transparencia y comparabilidad de seguros, vinculados al alquiler de coches.

Por lo que se refiere a los proveedores de servicios, las propuestas se centran en:

- La promoción de las posibilidades de los servicios digitales, y para ello:
 - (i) Ayudar a las empresas a mejorar su proceso de digitalización,
 - (ii) Reconocer la firma electrónica y la verificación de la identidad,
 - (iii) Mejorar el acceso a datos financieros,
 - (iv) Favorecer la prestación de servicios post-venta cuando se prestan servicios por vía digital en otro Estado miembro
- La promoción de la convergencia de mecanismos de insolvencia, valoración de activos y prestación de garantías,
- Tratar de superar los inconvenientes provenientes de la aplicación de regímenes legales diferentes en diferentes estados, para lo cual propone, también, la posible creación de regímenes legales autónomos específicos de la UE que apliquen en todos los Estados.

La Sección cuarta se centra en el procedimiento a seguir para esta iniciativa, que, tras el proceso de consulta finalizado el 18 de marzo de 2016, prevé publicar hacia el verano de 2016 un Plan de Acción sobre Servicios Financieros de Retail.

II. CUESTIONES RELEVANTES DE SU CONTENIDO

II.1. ALCANCE

La sola enumeración esquemática del contenido del GP mencionada en el apartado anterior, nos da una primera idea de que se trata de una iniciativa amplia en su alcance.



Si bien todos los elementos señalados se encuentran orientados a un mismo fin que los engloba, esto es, la consecución de un mercado único europeo de servicios financieros de *retail*, existen algunos aspectos que requieren alguna reflexión en cuanto a su presentación en el GP y en cuanto al progreso de esta iniciativa.

El alcance de la iniciativa, es muy amplio por un lado, pero por otro, no se concreta este alcance desde un punto de vista material. Quizá sea por este momento inicial en que aún deben perfilarse los límites de esta iniciativa que permitan acciones concretas, que el alcance resulta algo confuso. También lo es, como veremos, la mención de actuaciones previas de la Unión Europea (UE) en la materia.

Así, por lo que respecta a su alcance, se especifica que es el explorar cómo se pueden abrir más los mercados financieros de *retail*, mencionando como tales los «seguros, préstamos, pagos, cuentas corrientes y de ahorro, y otras inversiones de *retail*».

Posteriormente, al repasar lo hecho a nivel europeo en relación con la restauración de la confianza del consumidor y para ayudar a expandir el mercado único, refiere una serie de medidas recientes en el área de servicios financieros de *retail*, tales como incremento en la transparencia en pagos, préstamos hipotecarios, productos de inversión y seguros, de la competencia en cuentas de pagos, en la protección de inversores, clientes de hipoteca y seguros, y facilitando la comercialización transnacional de seguros e hipotecas para mejorar la competencia.

Este alcance- seguros, pagos, servicios bancarios y de inversión- se ve ratificado, aparentemente, por otras menciones dentro del GP, tales como la referencia al tratamiento de servicios como en la PAD (Payments Account Directive), IDD (Insurance Distribution Directive) o MIFID II o la referencia a los trabajos que, en términos de comparabilidad de productos se han realizado en el ámbito de las hipotecas, del crédito al consumo, de los seguros no de vida y otros, incluyendo también como ejemplos la regulación de IIC, el Reglamento PRIIPS, y la Directiva de Mercados

de Instrumentos Financieros, MIFID II.

Por otro lado, se menciona también la relevancia que van adquiriendo nuevos operadores y nuevos servicios en el ámbito del Fintech, tales como la financiación entre particulares, el Big Data o el Blockchain.

Todo este potencial ámbito del análisis, sin embargo, se ve significativamente reducido en el Q&A que se publicó como anexo al GP, en el que se limitan en la primera pregunta el concepto de servicios financieros de *retail*, a servicios bancarios de *retail*, cuentas corrientes, servicios de pago, tarjetas de crédito, hipotecas y determinados tipos de seguros (motor, vida, viajes, hogar...). El cuadro explicativo tras el Q&A incide en identificar como servicios financieros de *retail* los mencionados.

Por tanto, no se hace referencia a que los servicios financieros de *retail* que trata de abarcar la iniciativa se refieran también a servicios de inversión ni a los nuevos servicios que la digitalización está desarrollando.

Este primer elemento, permite hablar de una aproximación muy amplia, pero como tal, quizá pendiente de concreción en momentos posteriores de la iniciativa, que deberá llevar a un Plan de Acción específico.

En esta fase inicial, el GP pone de manifiesto una ambiciosa actividad de identificación de toda regulación, medida, iniciativa, etc, de la UE que pueda afectar a la materia. Ello abunda en que podamos identificar un ámbito de actuación poco precisado y que la iniciativa parezca extenderse a situaciones heterogéneas.

Probablemente, este sea el resultado de toda iniciativa de naturaleza transversal como es ésta, en un primer momento.

II.2. ANÁLISIS GENERAL DEL CONTENIDO DEL GP

Como hemos señalado, el ambicioso ámbito de la iniciativa, conjuntamente con una cierta inconcreción de la misma en este momento, hace que cada uno de los elementos que menciona, pueda



– y deba- ser objeto de análisis autónomo y específico (seguros, servicios bancarios, inversiones, tarjetas, servicios de pagos...).

Así, por otro lado, es como se han venido analizando cada uno de los aspectos en el ámbito de la UE hasta la fecha, y a ello se refiere también el GP.

Ello no impide que podamos hacer un primer análisis general de los temas que se han identificado en el GP.

Estos temas generales pueden ser, junto a la mención de los indicadores que apuntan a una fragmentación del mercado financiero de *retail*, unos ejemplos muy concretos de potencial necesaria intervención puntual de la regulación. Junto a ello también, el análisis que hace de la prestación de servicios digitales y específicamente de Fintech, y las consideraciones acerca de las especificidades del mercado de *retail*, también son temas generales que subyacen en el GP.

a) *Indicadores generales de fragmentación del mercado financiero de retail*

Conforme señala el propio GP, diferentes aspectos que tocan a la fragmentación del mercado financiero europeo de *retail*, han sido analizados de forma profusa en el pasado. Así, se hace referencia a los trabajos del Financial Services User Group, de la European Mortgage Federation, del Banco Central Europeo y de la propia Comisión Europea.

Estos y otros análisis ponen de manifiesto, según se extrae del GP, la presencia de cuatro indicadores, que, junto a otras consideraciones, apuntan una fragmentación del mercado. Estos indicadores son:

- Un bajo nivel de actividad transfronteriza.
- Una diferencia injustificada de precios para el mismo servicio o producto en diferentes Estados de la UE.
- Un reducido nivel de cambio por parte de clientes de *retail*, en sus proveedores de servicios financieros.
- Un alto nivel de concentración en los prestadores de servicios financieros en algunos Estados miembros.

Por lo que respecta al nivel de actividad transfronteriza, basado en tales informes, el GP señala concretamente que solo un 1% de las hipotecas, un 3% de las tarjetas de crédito y un 5% de los préstamos en que el cliente es de *retail*, se obtienen *cross-border*.

Por otro lado, menciona que 13 millones de europeos viven fuera de su país de origen en otro Estado miembro y el 35% de los ciudadanos europeos viven cercanos a las fronteras de otros Estados, lo que podría dar lugar a que se contraten servicios en otros Estados ya sea por residencia o por cercanía. Sin embargo este no es el caso respecto de los servicios financieros.

Por lo que se refiere a las diferencias de precio, el análisis del GP se centra en diferencias de precio sobre productos o servicios concretos. Así, menciona señaladas diferencias en el precio de determinados seguros de vida de ahorro, seguros de coche, coste de mantenimiento anual de tarjetas de crédito, o muy amplia diferencia en los tipos de interés en préstamos, tanto de consumo como hipotecarios.

Si bien, se aprecia que puede haber elementos que justifiquen en parte estas diferencias de precios –condiciones de las economías domésticas, estructuras institucionales o financieras, niveles adquisitivos– se considera que estos elementos pueden no justificar tales diferencias de precios.

Por lo que se refiere al reducido nivel de cambio de proveedor de los clientes de *retail*, el GP, señala que según el informe de monitorización realizado por la Comisión Europea en 2013, en 2012, el 85% de los clientes con un préstamo personal o una tarjeta de crédito, nunca han cambiado de proveedor, ni lo han intentado.

Ello parece en el GP particularmente relevante teniendo en cuenta que los últimos estudios al respecto (Consumer Market Scoreboard) evidencian que los servicios financieros figuran entre los servicios respecto de los que los clientes tienen un mayor nivel de insatisfacción y que adicionalmente, existen opciones en mejores términos disponibles para los clientes, que no las utilizan ni contratan.



La práctica comercial de vinculación o empaquetamiento de productos –debiendo contratar el cliente obligatoriamente varios de ellos– se ve en el documento como una de las posibles causas de esta falta de cambio, y respecto de ello se plantea tomar acciones a nivel europeo como ya se está haciendo en relación con préstamos hipotecarios, cuentas de pago, intermediación de seguros o en relación con servicios de inversión.

El GP menciona iniciativas europeas ya tomadas que facilitan el potencial cambio de proveedor en relación con los préstamos hipotecarios y las cuentas de pago, a través de la Directiva de Crédito Hipotecario (2014/17/UE) y la Directiva de Cuentas de Pago (2014/92/UE), aún en proceso de implementación.

Por último, y en lo que respecta al nivel de concentración de los prestadores de servicios financieros a nivel nacional, el GP entiende que no hay una justificación para el hecho de que haya significativas diferencias entre unas jurisdicciones y otras. Así, a finales de 2013, mientras la cuota de mercado de las cinco entidades bancarias más grandes de Grecia era de un 95%, en Alemania o Luxemburgo era del 30%. Y a la misma fecha, la cuota de mercado de las cinco compañías aseguradoras más grandes en Estonia o Malta era del 100% mientras en Alemania o Croacia era del 40%.

b) Ejemplos concretos identificados en el GP

Junto a los indicadores más generales mencionados, el GP menciona casos concretos en que están identificados en relación con productos o servicios específicos que impiden, en términos prácticos, la prestación de servicios transnacionales.

Algunos de ellos son:

- La falta de transparencia en los tipos de conversión de moneda cuando se realizan pagos o se extrae dinero de cajeros en un Estado miembro que tiene una moneda diferente de la propia del cliente.

- La exclusión de cobertura de los seguros de salud en Estados diferentes del Estado de origen.
- La exclusión de cobertura en Estados diferentes, o las diferencias en el tratamiento fiscal, de seguros de vida de ahorro para la jubilación.
- Falta de cobertura para el cliente en caso de accidente de tráfico, si la compañía aseguradora que cubre al contrario, está situada en un Estado diferente y es insolvente. No todos los Estados miembros están adheridos al acuerdo voluntario de cobertura de víctimas en estos casos.
- Falta de transparencia en los cargos suplementarios en relación con el alquiler de coches, particularmente en relación con la cobertura de seguros.

En relación con estas situaciones, parece que el proceso para la identificación de las concretas actuaciones a iniciar a nivel de la UE es más claro, dado que el problema está identificado y tiene una naturaleza muy específica. Habrá, no obstante, que estar a lo que al respecto se establezca en el *Action Plan on Retail Financial Services*, que seguirá al GP y a su proceso de consulta pública.

c) *Análisis específico respecto de Fintech y prestación de servicios digitales*

El GP, en su amplio campo de análisis, centra una significativa parte del mismo en lo que genéricamente se denomina Fintech.

Se podría decir, no obstante, que el análisis de esta cuestión, si bien relacionada con la fragmentación del mercado financiero de *retail*, presenta unos perfiles tan específicos y amplios que la supera, planteando cuestiones que, obviamente, requieren y requerirán atención de las autoridades europeas, pero no específicamente en el ámbito de la fragmentación del mercado, ya que su ámbito es significativamente más amplio.

Del GP queda claro que bajo la común denominación de Fintech, se incluyen aspectos y reali-



dades diversas, que plantean retos y potenciales soluciones, también diversas. Estos aspectos son, al menos, los siguientes:

- *Aspectos que tocan al canal de comunicación entre el prestador y el cliente.*

Es un canal digital, sin presencia física directa, que plantea cuestiones muy relevantes en la prestación de servicios y contratación transnacional.

Sin ánimo de exhaustividad, podemos señalar que el GP enumera algunos de ellos, en concreto, la ciberseguridad; el reconocimiento de la identificación digital del cliente para cubrir las necesidades de conocimiento e identificación del cliente exigidas, entre otras, por la normativa de prevención del blanqueo de capitales y financiación del terrorismo; o la falta de armonización de la ley aplicable en ambos puntos del enlace digital, en la ley aplicable a los contratos, la específica normativa de protección de los consumidores, o el diferente régimen fiscal.

A esto hay que añadir la aplicación de normas de conducta o de protección del cliente, específicas de cada servicio o producto concreto, respecto de las que no siempre aplica la ley del Estado de origen.

Por último, parece una práctica relativamente frecuente- algunos ejemplos se mencionan en el GP- los supuestos de *geo-blocking*, esto es, de casos en que prestadores de servicios impiden la prestación de servicios, o la contratación, vía digital, a clientes situados en Estados diferentes del de establecimiento del proveedor.

Como también reconoce el GP, todos estos aspectos son objeto ya de análisis en el ámbito del Digital Single Market Strategy puesta en marcha por la Comisión Europea. Si bien la DSMS no se centra específicamente en servicios financieros, parece que, en este punto, los trabajos de la Comisión pudieran duplicarse por esta iniciativa, respecto de los que resulten en el ámbito de la DSMS, si bien esta nueva iniciativa

puede constituir un complemento en cuestiones específicas de los servicios financieros, para la primera.

Algunos de todos estos aspectos reflejados en el GP pueden ser tratados a nivel de la UE, en tanto, por ejemplo, el régimen de prevención de blanqueo de capitales está armonizado a nivel europeo. Otros de los elementos identificados en el GP parece que no tienen una solución o tratamiento fácil, en tanto aspectos como la ley civil aplicable a los contratos, o el régimen fiscal no son aspectos armonizados y estos potenciales condicionantes en la prestación de servicios estrictamente digitales transnacionales, serán difícilmente superables.

En este sentido, el GP también propone explorar opciones como la creación de un régimen jurídico y legal específico europeo para estas situaciones.

- *Aspectos que tocan a nuevos prestadores de servicios.*

El GP reconoce que en el ámbito Fintech se ha producido la irrupción de nuevos operadores, normalmente vinculados al ámbito del desarrollo y prestación de servicios tecnológicos, en la prestación de servicios financieros y que ello plantea retos desde el punto de vista de la regulación de estas entidades.

Este es, sin duda, un ámbito que excede claramente del análisis de las causas de fragmentación del mercado financiero minorista, si bien el GP lo menciona dentro de este aparente acercamiento amplio a la materia.

- *Aspectos que tocan a nuevas actividades.*

Dentro del ámbito de Fintech, se analizan comúnmente, nuevas actividades, tales como el *crowdfunding* o la utilización de tecnología *block-chain*, para, por ejemplo, la moneda Bitcoin o la utilización de robots en la prestación de servicios de inversión, como el asesoramiento.

Si bien se mencionan en el GP las dos primeras líneas de actividad, parece que la



regulación de ambas excede del análisis de la fragmentación del mercado financiero minorista.

En concreto, el Crowdfunding tiene su propio marco europeo de análisis, de lo que es un ejemplo el documento de trabajo del Staff de la Comisión Europea, hecho público el 3 de mayo de 2016, sobre *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*.

– *Aspectos que tocan a la gestión de datos.*

El GP menciona también el régimen de acceso de los prestadores de servicios financieros a datos de clientes que aún no lo son suyos.

Si bien este tema suele plantearse con la finalidad de que otras entidades puedan adaptar mejor el servicio o producto a las necesidades del cliente, el GP limita este problema al acceso a información sobre calidad crediticia de potenciales clientes, dado que no hay un régimen armonizado ni de información disponible ni de capacidad de acceso, a nivel europeo.

En términos amplios, este tema plantea cuál debe ser el alcance de esta apertura de datos y los estándares para su utilización (Open Bank Standards) a los diferentes proveedores de servicios financieros respecto de quienes no son sus clientes, lo que tiene serias implicaciones en materia de protección de datos de carácter personal.

Por ello, esta cuestión deberá de ser objeto de tratamiento específico a nivel europeo, donde esta normativa se encuentra armonizada. En concreto, la Autoridad Bancaria Europea ha sometido a consulta un Discussion Paper, denominado *Discussion Paper on innovative uses of consumer data by financial institutions*, cuyo plazo de remisión de opiniones finaliza el 4 de agosto de 2016.

No obstante, como señalamos, el GP limita el alcance de sus consideraciones al respecto a datos sobre calidad crediticia y antecedentes de préstamos de los clientes, respecto de las empresas que reúnen estos datos en ficheros de morosos.

Como hemos apuntado, hay ciertos aspectos que limitan o condicionan el desarrollo del Fintech en Europa que también pueden ser limitativos del desarrollo de un mercado unificado de servicios financieros de *retail*. Pero el alcance de ambas cuestiones permite concluir que nos encontramos ante temas diferentes.

En este sentido, se podría plantear incluso, que el GP en su amplio ámbito, realmente constituye dos iniciativas diferentes. Una evitar la fragmentación del mercado de servicios financieros de *retail* y otra, promover las condiciones para que la prestación de servicios digitales (Fintech) se pueda desarrollar.

En este sentido, puede ser un acicate al desarrollo de este segundo aspecto el que Reino Unido ha tomado claramente un papel activo y de liderazgo en este ámbito. Un reciente informe de E&Y realizado por encargo del Tesoro Británico, incluye una manifestación expresa de la Secretaria Económica del Tesoro, Harriett Baldwin del total apoyo del Gobierno Británico al desarrollo de la industria de Fintech en Reino Unido, y realiza un interesante análisis de qué aspectos deben ser desarrollados para procurar este desarrollo y mantener el liderazgo de Reino Unido en esta materia.

Para ello, analiza el informe aspectos tales como el talento y su existencia o acceso por Reino Unido, el capital necesario para financiar las inversiones en este sector, el apoyo regulatorio que se manifiesta completamente comprometido y también por el supervisor la FCA, y, por último, conseguir la demanda necesaria.

En relación con este último punto, parece claro que el levantamiento de los obstáculos al desarrollo de los esquemas de Fintech que expone el GP, podrán beneficiar de modo significativo esta industria.

d) Especificidades del mercado retail

Como hemos expuesto, el GP propone algunas ideas en materia de promoción de la contratación por parte de clientes de *retail* con proveedo-



res de servicios que no se encuentran en su propia jurisdicción.

Para ello, sostiene que debe favorecerse un más sencillo acceso a una información más completa sobre los productos y servicios a su disposición, plantea el establecimiento de comparadores de precios y servicios- actividad ya desarrollada en el sector asegurador, en los términos del Informe de EIOPA de enero de 2014 sobre «Buenas Prácticas en Webs de Comparación»- se debe eliminar la barrera que al cambio de proveedor suponen altos costes para el cliente por cambiar, y propone mejorar los sistemas de resolución extrajudicial de controversias entre los clientes y sus prestadores de servicios a nivel europeo, desarrollando la ya existente red FIN-NET y aplicando lo previsto en la Directiva sobre sistemas Alternativos de Resolución de Disputas (2013/11/UE).

Reconoce el GP que hay elementos específicos que determinan el comportamiento de los clientes de *retail*, que deben ser tenidos en cuenta, en cuanto que influyen en el nivel bajo de actividad transnacional. En este sentido, el Análisis del Eurobarómetro 373 –de septiembre de 2011, publicado en marzo de 2012– identifica las diferentes posiciones de los clientes respecto de los inconvenientes de contratar servicios o productos financieros fuera de su Estado de origen, tales como el idioma; el percibir una menor protección como consumidor en otro Estado miembro; el no tener claros los derechos propios en caso de problemas; el no percibir la necesidad de contratar fuera lo que ya puede contratar en su país; o la preferencia por contratar con presencia física.

Como hemos señalado, el GP pretende iniciar un proceso para identificar las medidas que se puedan tomar a nivel de UE para superar barreras que puedan fragmentar el mercado de una forma innecesaria, perjudicando por un lado, a los consumidores que no tienen acceso a una oferta más amplia en términos de servicios y costes, y por otro lado, a los propios prestadores de estos servicios, respecto de los que los potenciales rendimientos por el esfuerzo en innovación o digitalización no deberían ser innecesariamente limitados por barreras solventables.

Sin embargo, se echa de menos quizá, que se enfatice más en el GP la importancia que tiene para los clientes de *retail*, no ya aspectos tales como la contratación en persona con el valor añadido que ello pueda dar –a sus ojos– sobre una pantalla, sino la identificación clara de ante quién se puede quejar o reclamar si algo no funciona correctamente, o quién supervisa al proveedor de servicios, o sentirse arropado por sistemas de protección de clientes –asociaciones nacionales de consumidores, evidentes para el cliente– o sistemas de indemnización –de depósitos o de inversiones– que desconoce en otro Estado miembro.

Por tanto, siendo relevantes los obstáculos identificados por el GP, probablemente estos otros –que definen el mercado y no lo fragmentan– también deberían ser analizados.

II.3. INCARDINACIÓN CON OTRAS INICIATIVAS EUROPEAS

Como se ha señalado más arriba, en GP menciona iniciativas que la UE ha tomado o se encuentra en proceso de implantar, y que contienen medidas de protección de clientes de servicios financieros.

Son muchas las medidas mencionadas, en el ámbito del seguro (de vida, de riesgos distintos del de vida o de intermediación en seguros), de los servicios bancarios (crédito al consumo, cuentas corrientes, tarjetas, préstamos hipotecarios), en servicios de pagos, y en servicios de inversión (IIC, PRIIPS, MIFID II).

Sin entrar en detalles, por superar el alcance de este trabajo, estas piezas de regulación europea se centran, con carácter general, en la reserva de determinadas actividades de prestación de servicios, establecimiento de los requisitos mínimos prudenciales y organizativos que estas entidades deben cumplir, someterlas a un régimen de autorización administrativa que se reconozca en toda la UE, y finalmente, otorgarles el pasaporte para que, bien con establecimiento permanente o bien en régimen de libre prestación de servicios, puedan prestar servicios en toda la UE.



También recogen estas regulaciones medidas concretas de actuación o de información a los clientes, tendentes todas ellas a la protección de la posición de éste cuando contrata un servicio financiero.

Si bien el propio GP menciona dos casos –en materia de cuentas de pago y crédito hipotecario se han introducido medidas de comparación entre prestadores de servicios o productos– la finalidad de todas estas normas que menciona el GP es más bien, en general, la de conseguir niveles similares de protección de clientes de servicios financieros, y ofrecer a los prestadores de servicios la posibilidad de operar en toda la Unión, más que la de superar circunstancias de fragmentación del mercado.

Por tanto, esta nueva iniciativa supone en este sentido, un enfoque diferente de las medidas tomadas con anterioridad. No se trata de proteger a clientes de servicios financieros sino de promover la extensión del mercado único. Este diferente enfoque implicará diferentes medidas, lógicamente.

Por otro lado, también el GP trata de incardinar esta iniciativa con otras de la Unión Europea como la Digital Single Market Strategy, la Single Market Strategy o la Capital Markets Union.

En particular, con la primera y tercera, la finalidad principal del GP es coincidente, si bien habrá que seguir su proceso para ver si, al tiempo, puede ser duplicativa.

Como se ha señalado al principio, el engarce con la Capital Markets Union es menos evidente, si bien no parece apreciarse, al menos en este momento, y desde el punto de vista de filosofía de la propuesta, incompatibilidad u oposición alguna al respecto.

III. CONCLUSIONES

- La iniciativa de la Comisión responde a una situación de fragmentación del mercado de servicios financieros de *retail*, que se identifica como un problema para el mercado único.

La Comisión considera que esta situación puede ser perjudicial para los consumidores de servicios financieros que no tienen acceso efectivo a la competencia y sus beneficios en la prestación de estos servicios, y al tiempo, puede perjudicar la innovación y digitalización por parte de los prestadores de servicios.

- Sobre esta inicial identificación de un problema, la iniciativa en este momento inicial se presenta con un ámbito muy amplio de análisis, con una aproximación transversal a todos los servicios financieros que tienen regulaciones sectoriales específicas; también incluye casos muy concretos, e identifica obstáculos generales para la digitalización de los servicios financieros, y para la prestación transnacional de estos servicios, así como para la promoción de nuevos prestadores de servicios y de nuevos modelos de negocio; asimismo, expone las limitaciones para la circulación y el acceso, por prestadores de servicios financieros, de determinados datos personales.
- Resulta algo confuso cuáles son, en concreto, los servicios que la Comisión quiere incluir en la iniciativa y beneficiarse de ella. Así, los servicios de inversión que se mencionan en algunos momentos y se refieren en diversas ocasiones, sin embargo parece que no están dentro de la misma.
- Esta iniciativa coincide en el tiempo con el desarrollo –más en unos estados miembros que en otros– de nuevos operadores o modelos de negocio cuya naturaleza incluye la utilización del medio digital en su desarrollo –lo que se conoce en general como Fintech– y el avance en la iniciativa puede resultar muy positivo para el desarrollo de estos negocios.
- El amplio ámbito de la iniciativa, implica que los concretos aspectos a analizar en detalle a lo largo de su proceso, sean muy numerosos y diversos. Habrá que identificar en qué manera se puede o se debe inci-



dir en cada uno de estos aspectos por parte de las autoridades y la regulación europeas y, en su caso, nacionales.

- En resumen, nos encontramos ante una iniciativa que identifica un problema y lo expone con cierto detalle dentro de su amplitud, pero cuyo alcance concreto

requerirá avanzar en la misma para poder identificar medidas concretas a tomar respecto de algunos de los múltiples aspectos que cubre. Así, habrá que seguir el curso que la iniciativa vaya teniendo y su engrace con otras iniciativas en curso de la Comisión Europea.



BANCA DIGITAL EN EUROPA

Vanesa Casadas Puertas y Álvaro Martín Enríquez
BBVA

INTRODUCCIÓN

Las tecnologías digitales están cambiando la sociedad y la economía, dando lugar a nuevos comportamientos y modelos de negocio. Una de sus principales características es la inmediatez a la hora de recibir información a través de las nuevas formas de comunicación que emergen. **Estos nuevos canales de comunicación son ubicuos**, el usuario ahora puede estar conectado en cualquier momento y en cualquier lugar. Un buen ejemplo es el teléfono móvil, que emerge como una herramienta que acompaña continuamente a las personas. El móvil constituye una potente herramienta con capacidad para cubrir cualquier necesidad, tanto de comunicación como en el ámbito de los negocios o de la monitorización de la salud, por citar algunos ejemplos. La respuesta empresarial debe ser clara, hay que estar en el mundo *online* y *offline* con procesos digitales en ambos mundos y dando respuestas consistentes, inmediatas y ágiles en todos los canales.

Este cambio de la forma de interacción de las personas con la tecnología lleva a una nueva forma de relación de las empresas con sus clientes. Los negocios observan cómo sus clientes ya no se limitan a un rol pasivo en el cual sólo pueden aceptar o rechazar la oferta recibida, sino que ahora han aprendido a interactuar con las marcas. Las opiniones en redes sociales emergen como nuevas fuentes de información ante otros potenciales usuarios, permitiendo realizar una selección o filtrado de los autores percibidos como afines o fiables por cada usuario. En este nuevo entorno es habitual ver cómo se precisa de la ayuda de reputados líderes de redes sociales

(conocidos como *influencers*) para ayudar en la difusión de la oferta. Pero ese vínculo no se limita a respaldar o condenar la veracidad de las promesas empresariales, sino que obliga a ir más allá. Las firmas de éxito son aquellas capaces de dialogar con esos clientes y de transformar esas ideas en productos y servicios mediante metodologías como la innovación abierta. El cliente ya no es sólo el centro de las atenciones de la empresa, sino que también es el que impulsa la definición de la oferta. Por otro lado, esta interacción también permite el acceso al mercado de nuevos modelos de negocio, relacionados con nuevas formas de generación de confianza, a través de las opiniones públicas de los propios usuarios o de sistemas de puntuación, en el caso de plataformas de compra-venta, que pueden escapar al control de las empresas.

Sin embargo, además de escuchar al cliente hay que entenderle y cubrir sus demandas de forma personalizada. Para conseguirlo **se requiere un entendimiento holístico de las personas, que sólo puede lograrse combinando la información que recibimos de medios endógenos, como pueden ser las diferentes interacciones con la empresa, y por medios exógenos, como pueden ser las menciones en redes sociales.** Nunca antes en la historia se habían creado y almacenado tantos datos ni contábamos con la capacidad de procesamiento suficiente para gestionarlos y procesarlos. En este sentido, las nuevas técnicas de *Big Data* suponen una revolución no sólo en la gestión del capital relacional de la empresa o en la creación de una nueva oferta, sino también en lo que respecta a las mejoras de eficiencia interna y productividad.



En el caso de la banca, ésta ve cómo su rol tradicional, en el que se encargaba de ofrecer productos y servicios financieros para que los clientes pudieran hacer una buena gestión de sus finanzas, también está siendo modificado y amenazado. Entre las diversas funciones tradicionales se encontraba la custodia y la gestión de los fondos de sus clientes, un negocio estrechamente relacionado con la confianza en dichas entidades. Durante muchos años resultaba inconcebible pensar que esa función pudiese llevarse a cabo por empresas ajenas al mundo bancario. Sin embargo, la reciente crisis financiera ha mermado esa relación, poniendo de manifiesto que no siempre se ha operado con la diligencia necesaria, y abriendo las puertas a nuevas opciones para los clientes. Han cambiado los hábitos de las personas en parte como reacción a esa pérdida de confianza pero, también, debido a la expansión de las nuevas tecnologías digitales. Los consumidores tienen ahora un acceso ubicuo a la información que les permite comparar e investigar la oferta disponible antes de contratar cualquier tipo de producto o servicio. **La fidelidad de los usuarios de servicios financieros ha menguado, han aparecido nuevas propuestas que mejoran la experiencia y que hacen uso de recientes innovaciones como pueden ser las plataformas digitales¹ o, incluso, las criptomonedas².** En conclusión, estamos asistiendo a un momento de cambio en la industria financiera en el cual se va a redefinir el papel principal de la banca.

¹ Según la definición de la Comisión Europea en su consulta *Online Platforms and the Digital Single Market*, estas plataformas son capaces de facilitar interacciones directas entre los usuarios vía sistemas *online*, capitalizando el uso eficiente de los datos y los efectos de red. Aquí se incluyen buscadores, redes sociales, tiendas de aplicaciones y marketplaces entre otros servicios.

² Estas criptomonedas no sólo suponen la aparición de nuevas formas de moneda fuera del sistema fiduciario, sino que también suponen un cambio respecto a cómo se intercambia el valor. Se amparan en un sistema criptográfico para crear, almacenar y distribuir esa moneda digital fuera de los circuitos y controles de gobiernos o bancos centrales. Actualmente, la criptomoneda más conocida es Bitcoin.

EL PAPEL DE EUROPA EN LA ECONOMÍA DIGITAL

Europa está perdiendo liderazgo frente a otros países. Esta es una preocupación que ya aparece en los inicios de las Comunidades Europeas, tras la II Guerra Mundial, al observar el surgimiento de nuevos polos de liderazgo internacional que estaban relegando a Europa a un papel secundario en la esfera de influencia global. Esta preocupación aparece reflejada en el espíritu de todos los tratados posteriores, como pueden ser el propio Tratado de la Unión Europea o el Tratado de Amsterdam. No obstante, los tratados deben articularse en estrategias e iniciativas para poder alcanzar esos objetivos previstos. Como ejemplo, la Estrategia de Lisboa planteada en el año 2000 se desarrolló con el objetivo de hacer de Europa la economía basada en el conocimiento más próspera y dinámica del mundo para el año 2010, capaz de generar un crecimiento económico sostenido con más y mejores trabajos y mayor cohesión social. Sin embargo, diversos factores, entre los que se encuentran el ascenso de los denominados BRICs (Brasil, Rusia, India y China) junto con la pérdida de competitividad relativa provocada por la crisis económica, ha afectado gravemente al objetivo de un crecimiento medio previsto de un 3% del PIB para 2010³ que se marcaba en dicha estrategia, y ha obligado a su replanteamiento.

En este contexto, la Unión Europea (UE) identifica en su informe «Una nueva estrategia para el mercado único» una serie de carencias contra las que debe luchar⁴. Por un lado, el Mercado Único Europeo (MUE) lleva forjándose desde los inicios de las Comunidades Europeas pero todavía no se puede dar por completado y, además, se identifican signos de cansancio y fatiga, causada tanto por la erosión del apoyo político y social a la integración como por las dudas

³ Comisión Europea (2010) *Lisbon Strategy evaluation document*. Commission staff working document.

⁴ Monti, M. (2010) *Una nueva estrategia para el mercado único*. Informe al Presidente de la Comisión Europea.



respecto a la eficiencia de la economía del mercado interior. Por otro lado, es necesario tomar medidas efectivas de inversión para el crecimiento y la mejora de la cohesión económica, política y social, junto con el fomento de la financiación privada. A estos factores hay que añadir las debilidades identificadas en el rol internacional que juega Europa como organismo autónomo. Algunas asignaturas pendientes pasan por mejorar la acción de política exterior, la participación en mercados internacionales y la relación con países emergentes. Con estas premisas, se intuye que la creación de un auténtico mercado integrado puede suponer una ventaja para competir en un entorno globalizado, pero que aún siguen existiendo algunas barreras internas debidas, en parte, a la inexistencia de un marco regulatorio y fiscal totalmente unificado.

La economía digital ofrece una nueva oportunidad para replantearse la estrategia a seguir, para recuperar el liderazgo mundial y para reposicionar Europa. También es una ventana abierta tanto para reducir fronteras dentro de la UE como para incrementar su influencia a nivel global. La transición al entorno digital y los puentes que se tiendan a los europeos para integrarse en ese entorno se identifican ahora como claves para conseguir el éxito.

Teniendo en cuenta esta problemática, la Comisión Europea definió la Estrategia Europa 2020⁵ en el año 2010. En ella se identificaba la situación de la economía de la UE «(...) *nuestro PIB cayó un 4% en 2009, nuestra producción industrial retrocedió a los niveles de los años 90 y 23 millones de personas (el 10 % de nuestra población activa) se encuentran actualmente en paro*». **Y se plantea una hoja de ruta para una acción integrada y global frente a las iniciativas previas de digitalización construidas creando silos.** «*Europa 2020 es la estrategia de crecimiento de la UE para la próxima década. En un mundo en transformación, queremos que la UE posea una economía inteligente,*

sostenible e integradora. Estas tres prioridades, que se refuerzan mutuamente, contribuirán a que la UE y sus Estados miembros generen altos niveles de empleo, productividad y cohesión social»⁶. Esta estrategia aprendía de la anterior crisis y tomaba en consideración una serie de retos internos, como es el envejecimiento de la población, pero también retos externos como la escasez de los recursos mundiales o el cambio climático. Se articulaba en una serie de iniciativas emblemáticas entre las que destacaba una Agenda Digital para Europa, que recientemente ha tomado el nombre de uno de los pilares que la componían, el Mercado Único Digital.

Su transformación en la **estrategia de Mercado Único Digital (MUD) supone una evolución lógica del MUE y se presenta como un área prioritaria para la Comisión Europea.** La estrategia del MUD contiene 16 acciones que deben completarse antes de finales de 2016 y que se resumen en tres grandes pilares: acceso, entorno, y economía y sociedad. Bajo este nuevo marco se agrupan los anteriores pilares de la agenda digital, sujetos a algunas adaptaciones. El objetivo final supone la eliminación de barreras técnicas y jurídicas que impidan llevar a cabo ese mercado integrado, además de fomentar la creación de nuevos negocios digitales, garantizar el buen uso de las nuevas tecnologías y reforzar la seguridad y la confianza en los servicios digitales.

El **pilar de acceso comprende una serie de iniciativas para mejorar la accesibilidad al mundo online para las personas físicas y para las empresas,** con medidas como facilitar la expansión del uso del comercio electrónico, evitar el geo-bloqueo injustificado o mejorar la protección de derechos de autor. Pero la accesibilidad de este entorno requiere no sólo de infraestructuras, sino también de la capacidad de poder gestionar transacciones económicas de forma eficiente y segura en este entorno virtual. En este sentido, hay que destacar la necesaria expansión

⁵ Comisión Europea (2010) *COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN EUROPA 2020 Una estrategia para un crecimiento inteligente, sostenible e integrador*. Comisión Europea.

⁶ Comisión Europea web (2016) *Europa 2020 – La estrategia europea para el crecimiento* – Comisión Europea.



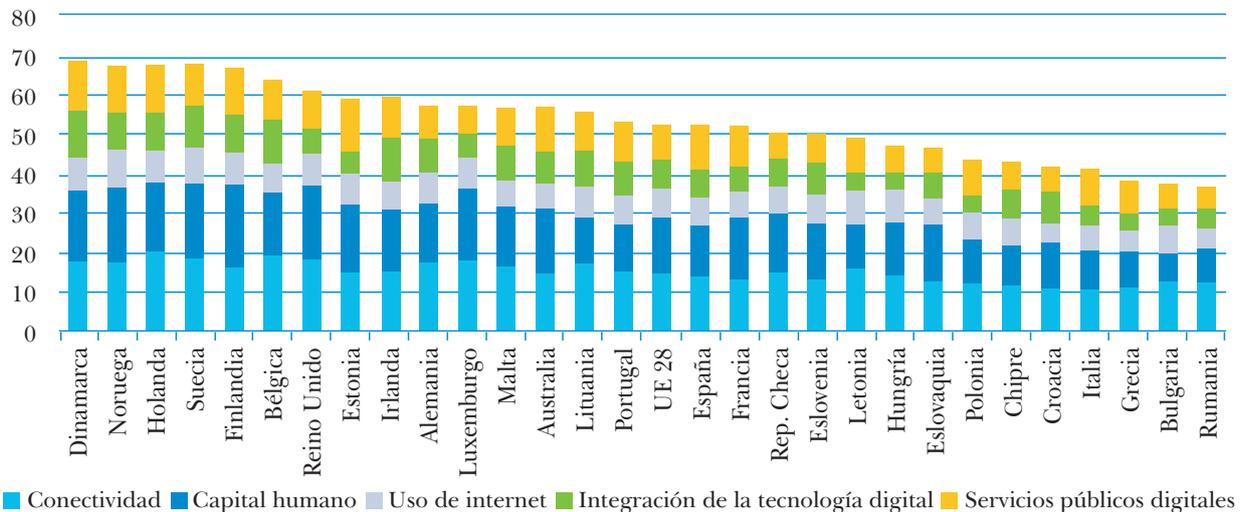
de los sistemas de pago entre países, algo que aparece recogido en otras iniciativas y regulaciones fuera de esta estrategia, pero estrechamente relacionadas con ella. Un claro ejemplo es la Directiva de Servicios de Pago 2 (DSP2) que ahora mismo está desarrollando sus estándares de nivel 2 y pendiente de transposición por parte de los Estados miembros. Una vez en pleno vigor, DSP2 fomentará la creación de pagos intracomunitarios seguros y eficientes. Otra aportación necesaria es el establecimiento de una identidad digital que sea interoperable entre los diversos Estados miembros. El Reglamento Europeo de Identificación Electrónica y los Servicios de Confianza para las Transacciones Electrónicas en el Mercado Interior, también denominado eIDAS, crea un marco de interoperabilidad para las diferentes identificaciones nacionales, si bien deja en manos de los Estados miembros los términos de acceso a la autenticación *online*.

El **pilar de entorno tiene como objetivo la creación de las condiciones correctas para que las redes y servicios digitales emerjan**. Este pilar une las iniciativas de mejora de infraestructuras, una reforma de la normativa de telecomunicaciones y aborda cuestiones de ciberseguri-

dad. Para lograr los objetivos propuestos es imprescindible una lucha unificada contra el cibercrimen, compartiendo información de las brechas de seguridad para poder adoptar las medidas pertinentes. En este sentido, la Directiva de Seguridad de las Redes e Información (NIS) y el nuevo Reglamento General de Protección de Datos (GDPR) juegan un importante papel para sentar las bases necesarias sobre las que construir ese contexto.

Finalmente, **el pilar de economía y sociedad comprende las condiciones necesarias para maximizar el potencial crecimiento de la economía digital**. Incluye aspectos de interoperabilidad y estándares, plataformas en línea, libre flujo de datos o el principio de «sólo una vez» para la solicitud de información a los ciudadanos por parte de la administración pública. Una vez más, podemos ver una estrecha relación de estos principios con lo marcado en GDPR y la necesidad de equilibrar la protección con el desarrollo de innovaciones beneficiosas para todos los ciudadanos. Tecnologías como *Big Data* o los servicios en la nube pueden ser claves para la consecución de los objetivos de este pilar.

GRÁFICO 1. ECONOMÍA DIGITAL EN EUROPA



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del indicador sintético Digital economy and science index (DESI) 2016.



Estas iniciativas deben llevarse a cabo de forma coordinada con los diferentes Estados miembros. **El problema al que se enfrentan las autoridades son las asimetrías internas en cuanto a la integración en esa economía digital.** Según los datos extraídos del *Digital Economy and Science Index* (DESI), documento elaborado anualmente por la Comisión Europea, los países escandinavos, junto con las Islas Británicas, Bélgica y Holanda lideran esa integración en la economía digital. Por su parte, los países del sur y este de Europa se muestran más rezagados. Aunque esta diferencia se da a todos los niveles, sí se puede señalar cómo la expansión del uso de servicios públicos digitales, el conocimiento de estas tecnologías por parte de los ciudadanos y la integración de estas tecnologías en actividades empresariales como puede ser el comercio electrónico parecen ser algunas de las claves que explican esta diferencia. No obstante, en todos los países se puede observar que existe margen de mejora en todos los ámbitos.

Para llevar a cabo el desarrollo de esta estrategia es necesaria, además de la colaboración de los Estados miembros, la participación de los reguladores, de los consumidores y de la industria. Todos estos actores deben velar por garantizar la inexistencia de bloqueos injustificados para desarrollar esta visión, colaborando en su identificación y eliminación. Consultas públicas como puede ser la del reciente Libro Verde de servicios financieros al por menor son ejemplos de las necesarias contribuciones que deben implicar a todos los actores de la sociedad para alcanzar una hoja de ruta común.

No obstante, también es necesaria la coordinación entre los diferentes organismos europeos para evitar la creación de silos regulatorios y para contribuir a crear una visión más integradora y unificada que permita la puesta en marcha de acciones concretas. En este aspecto hay que destacar la necesidad de una colaboración estrecha entre al menos dos de las Direcciones Generales dentro de la Comisión Europea. La transformación digital del sector financiero, integrada dentro de los objetivos de fortalecimiento de la economía digital, pasa por una acción coor-

dinada de la Dirección General de Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y Unión de los Mercados (DG FISMA) y de la Dirección General de Redes de Comunicación, Contenido y Tecnologías (DG CONNECT). Esta última es responsable de la estrategia general de creación del MUD, por lo que sus objetivos finales están muy enlazados con la adaptación de la industria financiera a ese nuevo entorno. La cuestión de fondo es simple: no se puede potenciar el uso comercial de la red si no hay soluciones financieras que puedan apoyar a esos servicios. La estrategia del MUD carece de iniciativas específicas relacionadas con el desarrollo de los pagos electrónicos, los contratos electrónicos y la facturación electrónica, que son factores esenciales para el comercio electrónico transfronterizo. Este tipo de requerimiento recae en DG FISMA, que es quien debe asegurar que no existen barreras para la aplicación de esos servicios, además de supervisar las innovaciones que están entrando en el mercado. En este sentido, destacan iniciativas como la creación del Área Única de Pagos Europea (SEPA, por sus siglas en inglés), que resultan vitales para la consecución de esos objetivos.

TRANSFORMACIÓN DIGITAL Y BANCA

La economía digital se está convirtiendo en la economía en general, borrando las fronteras entre la concepción tradicional y las nuevas formas de hacer negocio.⁷ Este fenómeno produce cierta inquietud en la UE, como también se refleja en muchos sectores económicos sujetos a un proceso de transformación que implica cambiar su forma de concebir el negocio y de gestionar sus procesos.

La transformación digital implica el uso de nuevas tecnologías, pero la clave no radica únicamente en su uso, sino en su aplicación en una proporción creciente de sistemas de gestión empresarial y en el aprovechamiento de los usos

⁷ OECD. (2014), *Addressing the Tax Challenges of the Digital Economy, OECD/G20 Base Erosion and Profit Shifting Project*, OECD Publishing, Paris.



sociales de la tecnología. Los negocios deben entender que esta transformación no trata sólo de digitalizar servicios analógicos, sino que deben crearse servicios específicos para ese entorno y nuevas formas de relación tanto con los clientes como con los empleados. **Esta integración en la economía digital supone un reto no sólo desde el punto de vista regulatorio o económico, sino también desde el punto de vista cultural, al ser necesario modificar los hábitos tanto de instituciones y empresas como de los propios ciudadanos para abrazar las oportunidades que ahora emergen.**

Una de las principales características de este nuevo entorno económico es la mayor importancia que adquiere el concepto de ecosistema, fomentado por la mayor facilidad de interrelación y de acceso a nuevos mercados que ofrecen estas tecnologías. En el caso de la industria financiera, se puede observar la existencia de cambios en los agentes económicos involucrados y en su interacción. **Este nuevo ecosistema se compone de agentes tradicionales, como pueden ser las entidades financieras, los reguladores o la sociedad en su conjunto. La novedad viene ahora de la mano de una serie de actores inéditos que están poco a poco revolucionando el sector y que refuerzan esa idea de interdependencia entre los diversos agentes.** Dentro de estos nuevos agentes podemos encontrar grandes empresas que provienen del mundo digital, pero también empresas más pequeñas y altamente especializadas. En el caso de las grandes empresas tecnológicas, éstas han irrumpido creando una serie de servicios que aprovechan su enorme base de clientes y su gran potencial para alcanzar rápidamente economías de escala.

Por su parte, las empresas especializadas o *Fintech* aprovechan su falta de dependencia de un legado de infraestructuras o procesos en muchos casos analógicos para desarrollar soluciones más ágiles y centradas en la experiencia del cliente. En ambos casos es habitual que precisen conectarse a la industria financiera tradicional para poder gestionar sus transacciones, ya que ofrecen los denominados servicios «*on top*». Estos servicios añaden una capa adicional a los servicios

bancarios tradicionales para aportar valor añadido a los clientes a través de recomendaciones, información ampliada o la agregación de la información de diversas entidades. Pero también existen otro tipo de *Fintech* enfocadas en la mejora de la eficiencia de determinados eslabones de la cadena de valor de las entidades financieras, como pueden ser las soluciones a la problemática del cumplimiento regulatorio que aportan las denominadas *Regtech*, pero que no suponen una desintermediación de la relación con el cliente.

Todos estos negocios son dependientes de los sistemas financieros tradicionales, ya que se centran en la búsqueda de resquicios en los cuales desarrollar nuevos modelos de negocio. Pero también hay que destacar que muchos de estos nuevos proveedores de servicios no tienen otra opción, ya que carecen de las licencias necesarias para cubrir toda la cadena de valor ni para dar cobertura a todas las demandas de sus clientes. El resultado puede ser, en todo caso, beneficioso para los clientes, ya que introduce más opciones en el mercado, fomenta la innovación e incrementa la competencia. Sin embargo, también requiere de un esfuerzo extra por parte de los reguladores, que deberán revisar la viabilidad de todas esas nuevas propuestas para garantizar la protección al consumidor, la estabilidad del sistema financiero y controlar los potenciales riesgos.

Los servicios financieros tradicionales también está viviendo esta transformación. Tradicionalmente, la banca se ha considerado una industria intensiva en conocimiento, debido a su uso de la información creada tanto dentro de la organización como en su relación con los clientes y el entorno. Esto aporta un excelente punto de partida para esta transición, pero probablemente no es suficiente. **Ante esta nueva situación hay que evolucionar los modelos de negocio, optimizar los procesos internos, además de perfeccionar la capacidad de adaptación a un entorno siempre cambiante.** Desde el punto de vista de la relación con los clientes hay cambios motivados en gran medida por esa nueva cultura digital que permite el acceso inmediato e ilimitado a una gran oferta de productos y servicios. Los clientes saben que sus fondos serán custodiados de forma segura y que las transaccio-



nes solicitadas serán gestionadas con la mayor diligencia en plazos ya estipulados. La gran diferencia la marca ahora la experiencia del cliente y el desarrollo de servicios de valor añadido que le aporten una mayor satisfacción a éste. Pero desde el punto de vista interno también es necesario un cambio cultural, cambiando metodologías y modificando los roles tradicionales para obtener una mayor flexibilidad y agilidad tanto por parte de los empleados como por parte de la misma organización. Para ello también es necesaria una mejor gestión del aprendizaje interno de la organización para mejorar la capacidad de transformación y anticipación dentro de una nueva economía.

¿CÓMO AFECTARÁ LA REGULACIÓN AL FUTURO DE LA BANCA?

A pesar de esa consciencia de necesidad de cambio y de todos los medios que se están poniendo para su desarrollo, **el uso de la banca digital sigue sin estar generalizado en la UE**. Una vez más, los países nórdicos lideran este ranking que presenta grandes asimetrías entre países, además de mostrar que existe un gran potencial de mejora. Uno de los principales motivos detrás de esta estadística es la inseguridad a la hora de realizar compras en línea o actividades bancarias⁸.

GRÁFICO 2. USO BANCA DIGITAL EN EUROPA



Fuente: Elaboración propia en base a datos de encuesta Eurostat.

En paralelo, el número de oficinas bancarias se está reduciendo en toda Europa, dando lugar a un modelo de relación con el cliente con menor dependencia de la presencia física. Esto último también trae consigo la entrada de esos nuevos actores que no precisan de oficinas a pie de calle para alcanzar a los clientes. La expansión de la economía digital en el ámbito financiero trae consigo el acceso a nuevas tecnologías y la creación de nuevos modelos de negocio para mejorar la eficiencia y competitividad de las diferentes entidades.

Teniendo en cuenta esto y recordando los ya mencionados retos que conlleva la integración en la economía digital, la banca tradicional ve cómo emergen nuevos desafíos que afectan a su actual cadena de valor y que se pueden agrupar siguiendo un enfoque sistémico en habilitadores, infraestructura y procesamiento y modelos de negocio. La forma en la que se afronten estos

⁸ Eurostat (2016). *1 out of 4 internet users in the EU experienced security related problems in 2015*. Eurostat Press Release.



desafíos será la que defina cómo será la futura industria financiera.

HABILITADORES DIGITALES

Los habilitadores digitales son una serie de tendencias emergentes que pueden dar lugar a una nueva forma de entender los servicios financieros y empujar al desarrollo de nuevos negocios. Lógicamente requieren de la atención del regulador para asegurar que se adecuan a las necesidades de este nuevo entorno, garantizando la seguridad de todos los actores involucrados. Tres de las tecnologías con mayor capacidad de sentar las bases para futuras disrupciones en el ámbito financiero son *Big Data & Analytics*, la ciberseguridad y la identidad digital.

La digitalización, la sensorización y la conectividad han producido crecimientos exponenciales en el volumen de datos durante los últimos 20 años. A esto hay que sumar que los avances en las tecnologías de almacenamiento han permitido mantener estos datos a costes cada vez menores. Pero, ante este nuevo fenómeno, la pregunta es evidente: ¿qué uso podemos dar a esos datos? **La respuesta viene dada por las nuevas técnicas de *Big Data & Analytics* que permiten analizar ingentes cantidades de información, ya sea estructurada o no, que proviene de diversas fuentes y en diferentes formatos para identificar patrones de comportamiento, tendencias futuras o análisis de fraude, entre otros usos.** La cuestión que emerge hoy en día es cómo ir más allá del análisis convencional y lograr transformar esa información en conocimiento accionable por las organizaciones.

Actualmente, la Comisión Europea ya tiene planes para sacar partido de esta nueva economía de los datos, algo en lo que el reciente GDPR tiene un fuerte impacto para ayudar a armonizar la diferente normativa nacional y fomentar el uso de estas tecnologías.

Uno de los conceptos clave que emergen en este entorno es la necesidad de informar a los individuos del uso de sus datos personales, algo

que refuerza GDPR. La protección y la confianza de los consumidores son aspectos clave para construir el Mercado Único Digital, así que establecer medidas de impulso, como fomentar que sean los propios usuarios los que acepten a quienes dan acceso a sus datos personales, es una necesidad. En este contexto, el principio de «consentimiento expreso» es clave y hay que confirmar que es interpretado por igual por parte todos los países miembros. Dentro de este concepto también hay que tener en consideración la idea de «interés legítimo» como excepción que debe ser capaz de equilibrar la necesidad de su aplicación con la garantía de los derechos fundamentales de los ciudadanos. En todo caso, hay que balancear la necesaria protección con los beneficios de la potencial generación de nuevos negocios.

Por su parte, dentro de la estrategia del MUD existe la iniciativa del portal de datos abiertos (*open data*) que aglutina datos recogidos y generados con fondos públicos. El acceso a estos datos puede ser de gran utilidad para la creación de innovaciones y para la toma de decisiones, además de favorecer la creación de un ecosistema donde fluya esa información entre los diversos participantes del mercado y agentes sociales. Para garantizar la seguridad, ese intercambio de datos debe cumplir requisitos de trazabilidad y además, una vez que este dato ha sido enriquecido, siempre y cuando no implique la transferencia de datos personales a terceros, hay que considerarlo un activo valioso y debe remunerarse como tal a quien lo ha generado.

En todo caso, hay que destacar que lo avanzado de la reciente regulación europea en este ámbito puede sentar precedentes a nivel mundial y contribuir a la creación de mayores estándares de privacidad y protección de datos.

La ciberseguridad es otra de las bases sobre las cuales se asienta la economía digital, ya que la creciente interconexión digital de la sociedad aumenta el riesgo de ataques de este tipo. Una característica relevante de los entornos de ciberseguridad es la propagación de las brechas. Esto es, un incidente cibernético en un lugar de



la red puede facilitar el acceso a información en otro punto. Ante esta situación, tanto empresas como gobiernos buscan formas de reducir la incidencia de estos ataques, al mismo tiempo que vemos cómo alcanzan una dimensión global y manejan información cada vez más sensible. En unos años se ha pasado de *hackers* independientes a grupos de atacantes organizados trabajando por un mismo objetivo y, en muchas ocasiones, sin una jerarquía definida. Las tácticas de cibercrimen son cada vez más sofisticadas y profesionalizadas, y aprovechan las efímeras oportunidades que surgen con la implantación de nuevas tecnologías. La finalidad de estos ataques puede ser el robo de datos o provocar errores en los sistemas, que lleven a su mal funcionamiento. Y la intencionalidad detrás de estos incidentes no tiene que ser necesariamente económica, en muchos casos nos encontramos con ataques sin ánimo de lucro, como pueden ser los recientes robos de información gubernamental confidencial que pueden ser motivados por ansias de venganza o la simple demostración de la capacidad del atacante. El efecto en cualquier caso es similar, originando pérdidas económicas para restablecer el buen funcionamiento de los sistemas y daño en la confianza del ciudadano. Los ataques generan sensación de indefensión y ponen en peligro la generalización del uso de las tecnologías digitales, lo que a su vez conlleva la potencial pérdida de oportunidades económicas. La necesidad de proteger nuestra información de ataques malintencionados o de usos fraudulentos está cada vez más presente y se convierte en una prioridad para disfrutar de las ventajas de la economía digital.

En este contexto, compartir información de cualquier ciberataque pasado o presente se convierte en una necesidad para prevenir potenciales brechas de seguridad. Para ello, la UE debe avanzar hacia un marco que la haga más resistente, facilitando la compartición de la información en caso de ciberataques y siendo lo más proactiva y eficiente posible en la gestión de estos incidentes. En el caso de los operadores de servicios esenciales, como pueden ser los bancos, se les exige cumplir con una serie de medidas y

notificar a las autoridades en caso de incidentes significativos, como exige la Directiva sobre la seguridad de las redes y de la información (NIS). Esta Directiva supone un gran avance en este ámbito y sienta las bases para la creación de un ciberespacio abierto, protegido y seguro, algo necesario para la consecución de un Mercado Único Digital en Europa. Pero la complejidad del marco normativo radica en la delicada relación de esta Directiva con GDPR y con los principios de libre circulación de datos, que pueden dar lugar a la exigencia de notificar «incidentes graves» a varias autoridades diferentes, lo cual complica la gestión y puede generar potenciales retrasos en la toma de medidas de prevención y mitigación. La creación de un mecanismo internacional unificado agilizaría los procesos y mejoraría la eficacia y rapidez tan necesarias para resolver crisis de este tipo.

Una vez más, hay que tener en cuenta que los requerimientos de GDPR no deben suponer una barrera para la aplicación de medidas de seguridad cibernética. En este punto hay que destacar que, de cara a la coordinación de respuestas conjuntas ante ciberataques, puede ser necesario compartir información personal, como pueden ser las direcciones IP.

En todo caso, la seguridad cibernética debe ser entendida desde una dimensión global, aplicando estándares internacionales como NIST, ISO 27001 o COBIT para garantizar un mejor entendimiento con todos los implicados a nivel mundial, evitando así problemas derivados de la deficiente coordinación entre diferentes jurisdicciones.

Finalmente, no hay que olvidar que la industria financiera es uno de los principales actores en la gestión de ciberseguridad, debido a la sensibilidad de los datos que se gestionan y a su relevancia para el buen desarrollo de la economía. Por este motivo, es de vital importancia que estas entidades se involucren en cualquier proceso regulatorio desde sus inicios y que aporten su punto de vista y conocimiento en este ámbito. En este sentido, la EBA ha publicado recientemente una consulta pública sobre los usos innovadores de datos de clientes del sector financiero, donde se men-



cionan los potenciales beneficios y riesgos, dando especial relevancia a los temas de seguridad.

Para el desarrollo de negocios *online*, uno de los elementos más controvertidos es cómo identificar en remoto a las personas y evitar usurpaciones de identidad y fraudes. En este sentido, **es necesario establecer un estándar de identidad digital válido que permita a las empresas conectar con sus clientes**. Para el sector financiero este asunto es crítico, ya que el necesario cumplimiento de las normativas anti-blanqueo o anti-financiación del terrorismo obligan a unos estrictos requerimientos relacionados con la identidad del cliente, cuyo cumplimiento exige grandes esfuerzos a nivel tecnológico.

La creación de sistemas de identificación en remoto, también llamados eID, se ha convertido en una necesidad y para ello han surgido numerosas iniciativas en diferentes países de la Unión, con éxito dispar. El reto ahora es que las soluciones aplicadas localmente sean interoperables, permitiendo a los ciudadanos de la Unión realizar trámites de forma ágil en todo el territorio europeo. En este sentido, el Reglamento eIDAS aporta ese marco necesario para conectar los diversos sistemas nacionales en operaciones relacionadas con la administración pública. Sin embargo, sigue existiendo un margen para la diversidad por parte de los Estados miembros, ya que éstos deben definir los términos de acceso a la autenticación en línea por el sector privado, lo que puede generar divergencias. Ya que no es posible lograr esta unidad, es conveniente revisar las actuales normas de blanqueo de capitales y de financiación al terrorismo para permitir identificaciones más ágiles, acordes con las nuevas tecnologías disponibles, que reduzcan la fricción en la relación con el cliente. Para ello, sería deseable que quedasen claramente definidos los principios regulatorios que han de regir antes y después de gestionar esa validación a través de sistemas alternativos de identificación en línea. Por su parte, el sector financiero ha propuesto diferentes métodos de gran fiabilidad como alternativa a los sistemas públicos. En esta categoría se encuentra la validación por videoconferencia, los sistemas de verificación por parte de terceros y el

análisis biométrico, algunos de los cuales ya reconoce como métodos válidos de verificación de identidad el Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (SEPBLAC).

INFRAESTRUCTURAS DIGITALES

La competitividad en la economía digital del siglo XXI no se puede conseguir usando tecnologías del siglo XX. La industria financiera se ha encontrado en una posición cómoda en la cual controlaba todos los procesos internos. Sin embargo, recientemente han irrumpido nuevas tecnologías que alteran el *statu quo*, y que pueden modificar la forma de gestionar los servicios financieros como los hemos conocido hasta ahora. En este caso identificamos dos tecnologías con capacidad de generar una disrupción en el sistema financiero: las de computación en la nube y los registros distribuidos o *blockchains*. El regulador no puede mantenerse ajeno a esta tendencia y debe actuar en consecuencia facilitando, una vez más, el uso de estas tecnologías, siempre que no se ponga en jaque la protección al consumidor o la seguridad del sistema financiero.

La computación en la nube o *cloud computing* supone un paradigma radicalmente distinto a la forma anterior de construir arquitecturas tecnológicas. *Cloud* es un conjunto de recursos y de almacenamiento que permite unir la capacidad de gestión de varios centros de procesamiento. Esto abre las puertas a una nueva forma de proveer servicios, más eficiente y que puede atender mejor picos de demanda que anteriormente suponían un problema. En este sentido, una de las grandes ventajas del *cloud* es el auto-escalado. Sin embargo, estos beneficios también entrañan riesgos, sobre todo los relacionados con la transferencia de información. Ante esta situación, el supervisor opta por imponer que muchos de estos procesos de transferencia de información deben llevarse a cabo de forma interna en la propia entidad a través de su propio centro de proceso de datos o *data center*. Pero, de forma más general, la normativa de protección de datos



también puede afectar cuando se requiere salir de la frontera nacional. En este sentido, el acuerdo de «*Safe Harbor*» («puerto seguro») que permitía el trasvase de datos entre Europa y Estados Unidos, fue declarado inválido en 2015 en la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) de 6 de octubre de 2015, «Sobre transferencia de los datos personales registrados en Facebook de Maximillian Schrems de la UE (Irlanda) a EE.UU.». Dicha decisión se ampara en el principio de proporcionalidad y considera que el acceso masivo a los datos por parte de dicha red social no es necesario. Tras esta sentencia se ha debido negociar un nuevo acuerdo que sustituya al anterior y que refleje mejor la realidad actual, con los avances tecnológicos que han tenido lugar. En este sentido, el concepto base de este acuerdo está evolucionando de un «puerto seguro» a un «escudo de privacidad» que garantiza que al trasvasar la información a EE.UU. se mantienen los mismos estándares de seguridad que se exigen en Europa.

En todo caso, al tratarse de una infraestructura multipropósito, los servicios en la nube se ven afectados por múltiples regulaciones que afectan a diversos ámbitos, como pueden ser la propiedad intelectual, la privacidad de los datos, el cibercrimen o el libre comercio. Para favorecer el desarrollo de servicios basados en esta tecnología en el sector financiero es importante que se adopte una regulación previa que pre-apruebe ciertos procesos genéricos, otorgando así una mayor certidumbre legal a su uso, en vez de una regulación *ex-post* que potencialmente frene las inversiones en este ámbito.

Finalmente, dentro de las nuevas tecnologías con mayor potencial de disrupción a la hora de entender cómo procesar los servicios financieros se encuentran las criptomonedas. Estas monedas suponen una forma de intercambio valor fuera del sistema fiduciario tradicional, generalmente acotadas en un entorno restringido. La gran diferencia que aportan estas criptomonedas frente a otras formas de monedas alternativas desarrolladas en el pasado es la aplicación de tecnología criptográfica y la existencia de registros contables o *ledgers* distribuidos sobre los que descansan. En

ellos hay un registro de todas las operaciones y éstas se almacenan de forma descentralizada. El más conocido ejemplo de criptomoneda es **Bitcoin, que se sustenta sobre un *ledger* distribuido denominado Blockchain. Este registro supone una de las tecnologías más prometedoras debido a su gran potencial para cambiar la forma en la que se prestan los servicios financieros actuales.** Las transacciones llevadas a cabo en ese entorno permiten prescindir de gestores intermedios que requieran de un cierto nivel de confianza y se realizan de forma descentralizada.

Debido a lo reciente de esta tecnología, sus aplicaciones prácticas en la industria financiera aún se están descubriendo. A día de hoy se han llevado a cabo pilotos de prueba en operaciones de pagos transfronterizos, aunque también se plantean otras posibilidades como puede ser la elaboración de contratos complejos que autoejecuten sus propias cláusulas (conocidos como *smart contracts*). A esta novedad hay que añadir que se trata de un sistema descentralizado, lo que dificulta identificar una entidad responsable de su gestión y su regulación como un sistema. En todo caso, existe una posible alternativa denominada *blockchain* restringido (*permissioned*), que podría dotar de entidad jurídica a los nodos de acceso al sistema conocidos. Debido a las dificultades planteadas, es preferible que las autoridades supervisen el buen funcionamiento de esas aplicaciones caso a caso, sin caer en la tentación de regular una tecnología. Para ello, deberán tener en cuenta tanto los beneficios como los peligros que entrañan, y evitar penalizar las innovaciones desarrolladas por los diferentes actores que desean usar esta tecnología.

NUEVOS MODELOS DE NEGOCIO DIGITALES

La combinación de estas nuevas tecnologías, junto con las nuevas necesidades de los consumidores, dan lugar a la creación de nuevas oportunidades de negocio. Las entidades depositarias de fondos se ven sujetas a una estricta regulación prudencial, pero emergen nuevos espacios relacionados con los servicios financieros donde ha



sido más fácil generar nuevos modelos de negocio. En este sentido, desde el punto de vista regulatorio podemos identificar tres modelos que están despuntando: negocios basados en el acceso a cuentas por parte de terceros, los mecanismos de finanzas alternativas y el asesoramiento automatizado.

La DSP2 introduce unas novedades que permiten disociar la cadena de valor de los servicios de pago, facilitando el acceso a nuevos actores. De esta manera, los nuevos proveedores pueden ahora especializarse en dar servicios para el cliente final, tanto transaccionales como meramente informativos, aportando una mejor experiencia y descansando en otros proveedores para la protección y el eventual movimiento de fondos. Pero también pueden enfocarse en gestionar esa transacción, custodiando los fondos de la cuenta del cliente y perfeccionando la eficiencia de esa gestión. Incluso, una misma entidad puede proveer ambos servicios simultáneamente y no necesariamente conectarlos entre sí. **En este contexto, cobra especial importancia la figura de los proveedores de servicios de pago terceros, que ahora pueden acceder a las cuentas bancarias gestionadas por entidades financieras, y que previamente no estaban regulados.**

Evidentemente, en este nuevo contexto emergen una serie de cuestiones que deben ser reguladas en detalle y que requieren de posteriores desarrollos legislativos, algunos de los cuales están escribiéndose ahora mismo. Uno de los temas candentes es cómo se delimitan las responsabilidades entre las diferentes entidades implicadas. Este asunto cobra especial importancia debido a que los requerimientos para almacenar fondos son más estrictos que los que pueden aplicarse a las entidades que simplemente aportan información o inician pagos. Si a esta situación le añadimos que la propia DSP2 establece que la entidad que custodia la cuenta bancaria es la que, en caso de una operación fraudulenta, debe abonar los fondos perdidos al cliente sin menoscabo de la asignación de responsabilidad, nos encontramos con una situación que hace que sea de vital importancia establecer mecanismos previos para delimitar responsabilidades entre empresas.

En este contexto también emerge la necesidad de garantizar la mayor protección al consumidor, estableciendo las mismas exigencias de seguridad a todos los involucrados en la cadena de valor de pagos. En este sentido, la EBA ya ha iniciado la definición de los Estándares Técnicos Regulatorios para la autenticación robusta de clientes y comunicación segura dentro de la DSP2. En dicho documento se establecerán los requerimientos básicos para proteger a los clientes, con medidas como la necesidad de una autenticación robusta en el caso de servicios que exigen acceso a la información del cliente o, más sensible aún, en el caso de ordenar transacciones. La banca ha realizado grandes esfuerzos para mantener los más altos estándares de seguridad para la gestión y custodia de fondos de los clientes y, entre otras medidas, se ha desarrollado una labor de concienciación para evitar que los clientes compartan con terceros las credenciales que dan acceso a sus cuentas. Este último punto es de gran importancia que siga manteniéndose de forma confidencial por parte del usuario para evitar posibles fraudes.

En general, los principios que establece la DSP2 fomentan la libre competencia y ayudan a la creación de nuevos productos y servicios. Pero esta situación ideal de oferta sólo será posible si realmente se abren los servicios por parte de todos los proveedores, corrigiendo la potencial posición dominante en el mercado que puedan tener algunos actores respecto a otros. De igual forma que las entidades financieras están aportando acceso a las plataformas que custodian los datos y fondos de los clientes, permitiendo que nuevos actores puedan crear servicios, como pueden ser las herramientas de información y control de gasto, agregando información de diversas entidades financieras, también es necesario que cualquier elemento técnico presente en los dispositivos electrónicos sobre los que puedan crear esos nuevos servicios financieros sean accesibles por terceros. Esto es de especial relevancia en el caso de los teléfonos inteligentes o *smartphones* que contienen elementos que pueden ser usados para mejorar el servicio al cliente, como pueden ser sistemas de comunicación sin contacto (NFC),



pero que pueden no estar accesibles para todas las entidades que deseen proveer de estos servicios, ya que sólo se permite su uso a las aplicaciones del propio fabricante.

Finalmente, hay que remarcar que esta Directiva elimina la necesidad de establecer contratos entre los iniciadores del servicio y las entidades que custodian la cuenta bancaria. Y, además, no se establece remuneración alguna para este uso de las plataformas financieras, aunque ésta no se prohíbe. Este último punto es crítico, ya que la falta de generación de ingresos por ese uso puede conllevar el desinterés por invertir en innovaciones para el mantenimiento de esas cuentas bancarias y la gestión de esa parte administrativa del pago. Una de las formas en las que se podría monetizar ese servicio podría ser otorgando un acceso básico a esas plataformas, pero permitiendo el cobro por servicios de valor añadido. De esta forma podría asegurarse el interés empresarial en todos los eslabones de esa cadena de valor y garantizar la continuidad de este nuevo modelo de negocio.

Otro modelo de negocio que emerge con fuerza son las finanzas alternativas, que adoptan diversas formas como pueden ser préstamos entre usuarios (P2P), financiación de forma comunitaria (*crowdfunding*) o las plataformas *online* (*marketplaces*). Las finanzas alternativas aún son pequeñas en volumen, si bien podrían ser prometedoras. Este tipo de financiación ha captado el interés de inversores que buscan mayores rentabilidades y de prestatarios que encuentran nuevas formas de financiación fuera de circuitos tradicionales.

Uno de los puntos fuertes de estos servicios radica en ofrecer una experiencia de usuario completamente *online*, con procesos totalmente automatizados y una rápida concesión y disponibilidad de fondos. Estas características son muy apreciadas por pequeñas y medianas empresas (PYMEs) que demandan fuentes de financiación ágiles; y por usuarios que quieren gestionar sus necesidades de forma rápida.

Sin embargo, hay que apuntar que detrás de esta financiación no siempre se encuentra una

entidad financiera regulada. Por ejemplo, en el caso de foros que sirven de punto de encuentro entre inversores y prestatarios, la plataforma donde se negocia no necesariamente admite responsabilidades, dejándolo como un acuerdo entre las partes. Esto puede generar diversos problemas, que pueden ir desde la jurisdicción aplicable en caso de disputa hasta la falta de protección adecuada para las partes. Las diversas legislaciones existentes en diferentes países establecen requisitos divergentes para las plataformas de financiación alternativa, distintos límites de inversión y diferentes categorizaciones. Un marco regulatorio armonizado dentro de la UE, que proteja a los inversores, sería una forma de unificar esas las diversas normativas que han emergido a nivel nacional en los diversos Estados miembros y corregir la actual fragmentación del mercado.

En todo caso, para evitar la confusión de los usuarios de estos servicios y para un mejor entendimiento del potencial riesgo de los mismos, sería de gran interés distinguir claramente cuándo se está contratando un depósito bancario y cuándo se trata de otro tipo de producto de inversión.

Por último, la evolución de la inteligencia artificial está permitiendo el desarrollo de herramientas de asesoramiento automatizado cada vez más sofisticadas. Si bien no se prevé que vaya a liberarse completamente del apoyo humano a corto plazo, sí se puede afirmar que cuentan cada vez más con una mayor autonomía. En el caso del asesoramiento patrimonial se trata de un asunto clave ya que, al reducir costes de manera notable, puede permitir el acceso a pequeños inversores que antes no podían participar de estos productos. Sin embargo, la digitalización de la gestión de activos también lleva consigo otras ventajas como son la reducción del sesgo que puede aportar el servicio ofrecido por una persona, además del acceso a toda la información disponible en tiempo real y la capacidad de reaccionar en consecuencia de forma inmediata. El funcionamiento de estas herramientas se basa en la combinación de información aportada por el cliente, generalmente cuestionarios



para identificar tanto su capacidad de inversión como su apetito por el riesgo; y en la información externa, como puede ser la situación de los mercados. En el caso de los asesores automatizados, esta información es procesada a través de un algoritmo que es el encargado de gestionar la cartera de inversiones según estima óptimo. El algoritmo es la clave detrás de la propuesta de valor que aportan los diferentes servicios, por eso es importante mantenerlo de forma confidencial aunque deba cumplir determinados requisitos para salvaguardar a los consumidores.

Actualmente existen formas que pueden ser percibidas por el cliente como asesoramiento simple, como pueden ser las comparaciones o simulaciones. Evidentemente, estas formas no conllevan la complejidad en la toma de decisiones que puede aportar una verdadera herramienta de asesoramiento automatizado que tenga en cuenta muchas más facetas de las necesidades del cliente. En este sentido, es importante diferenciar ambos casos y que el cliente lo perciba correctamente a la hora de tomar sus decisiones.

El interés reciente que están ganando estas herramientas y, sobre todo, su potencial de futuro ha llevado a la EBA, ESMA (Autoridad Europea de Valores y Mercados) y EIOPA (Autoridad Europea de Seguros y Planes de Pensiones) a publicar en diciembre de 2015 una consulta pública sobre la automatización en el asesoramiento financiero. Dicha consulta ayuda a identificar riesgos y beneficios potenciales de estas herramientas bajo el paraguas de las diferentes regulaciones que hoy en día les afectan como puede ser el marco de las Directiva europea sobre los mercados de instrumentos financieros I y II (MiFID I y II) o el ya mencionado GDPR, entre otras.

CONCLUSIONES

La transformación digital conlleva una serie de desafíos y oportunidades que afectan a todas las industrias, incluida la financiera. Además, los consumidores son los grandes beneficiados de este proceso, ya que ahora pueden disfrutar de un aumento de la competencia y una oferta más amplia. Las fronteras entre los diversos servicios se están borrando, tanto las físicas como las que están vinculadas a los distintos territorios nacionales. Simultáneamente, asistimos a un nuevo escenario que fomenta la creatividad y el desarrollo de innovaciones. Sin embargo, la regulación no siempre evoluciona al mismo ritmo, imponiendo limitaciones con legislaciones locales o políticas que pueden frenar el desarrollo de un mercado integrado dentro de Europa. Para esto es necesaria una mayor armonización a nivel Europeo, tanto entre reguladores como entre supervisores y autoridades de competencia.

Los canales digitales ofrecen una gran oportunidad para los servicios financieros en Europa, siempre que se consiga superar esa fragmentación del mercado interior, permitiendo operar en cualquier país de la Unión, incluso en aquellos en los que no se cuenta con establecimiento permanente. Para ello, es de vital importancia asegurar la eliminación de barreras innecesarias y establecer un marco legal que, además de garantizar la protección a los consumidores y preservar el sistema financiero en su conjunto, sea capaz de fomentar el desarrollo de innovaciones. Así, es necesario mantener un diálogo permanente entre todos los actores que conforman el ecosistema financiero, buscando soluciones que beneficien a todos y que estén inspiradas en los principios básicos de la UE.



BANCA EN LA SOMBRA E INDUSTRIA DE GESTIÓN DE ACTIVOS: LA PROPUESTA DE CLASIFICACIÓN POR ACTIVIDADES DEL FSB

Guillem Morey
Banco Popular

1. INTRODUCCIÓN

Una gran parte de los esfuerzos regulatorios por parte del Financial Stability Board (en adelante FSB) desde 2011 (posteriormente integrado en las legislaciones de las 26 jurisdicciones participantes en la iniciativa) viene dado por la necesidad de reducir la ciclicidad característica del sistema bancario en la sombra. No es extraño pues, que en un contexto de entradas récord en fondos de inversión, especialmente los considerados comúnmente como de «bajo riesgo»: Monetarios, Renta Fija y Mixtos y ETF, los reguladores muestren preocupación ya no por la falta de regulación, sino por el tamaño agregado del sector.

En este trabajo nos centraremos en intentar desgranar a qué puede deberse esta preocupación, y cuál es la iniciativa de cuantificación que el FSB ha puesto en marcha en su último informe.

2. CONCEPTO DE BANCA EN LA SOMBRA

La banca en la sombra es definida por el FSB ya desde 2011 como «*La intermediación crediticia total o parcialmente fuera del sistema bancario*», que lleva, en agregado y siguiendo esta misma definición, a la existencia de todo un sistema parabancario, el llamado «sistema bancario en la sombra» o «*Shadow Banking System*», que estaría formado tanto por lo que el FSB llama «entidades» como por lo que se conocen como «actividades» de banca en la sombra realizadas por entidades bancarias convencionales.

Esencialmente, el sistema bancario en la sombra cumple una función idéntica al sistema bancario convencional: El relacionar unidades deficitarias con unidades excedentarias de recursos, intermediando en el proceso y beneficiándose de economías de escala y de su capacidad interna para evaluar los riesgos en los que se incurre. No obstante, a diferencia del sistema bancario convencional, esta intermediación no es realizada por una única entidad («*under one roof*»), sino por una pluralidad de intermediarios especializados («*daisy chain*») que llevan a cabo toda una serie de transformaciones, mediante las que se estructura dicha intermediación, y en las que en vez de existir como contrapartida en el balance una base de depósitos, o un prestamista de último recurso como es el caso de la banca convencional, existe una apelación constante a los mercados financieros (Pozsar, 2010).

No es posible asumir que banca en la sombra sea equivalente a actividad financiera no regulada; de hecho como veremos todas las actividades y entidades que son asumibles como banca en la sombra esencialmente lo están, y en muchos casos ampliamente.

No obstante, las regulaciones individuales/nacionales existentes, y sobre todo la supervisión tanto



en cuanto a instituciones como a actividades se ha demostrado insuficiente para evitar problemas del sistema financiero en agregado, en los momentos de estrés de mercado, siendo necesario un marco Macropudencial para prevenir futuras crisis (Borio, 2003).

2.1. ACTIVIDADES DE BANCA EN LA SOMBRA

Los procesos de transformación a los que nos referimos son las llamadas «actividades» de banca en la sombra; son una de sus principales características definitorias, y son realizadas secuencialmente por toda la cadena de intermediarios, aunque no deben existir todas las fases para que una actividad sea considerada, *per sé*, como «banca en la sombra».

Esencialmente, las actividades a mencionar y que son realizadas por dichos intermediarios son las llamadas *transformación de vencimientos*, de *liquidez* y de *crédito* (Luttrell, 2012).

- **La transformación de vencimientos** deriva del hecho de que exista una diferencia temporal entre los vencimientos de los activos financiados y los pasivos con los que estos se financian. Tradicionalmente, el negocio bancario parte de la obtención de márgenes positivos derivados de la diferencia entre los tipos a largo (a los que se presta) y a corto (a los que se remuneran los depósitos).

Los intermediarios bancarios en la sombra, en ese sentido, son capaces de replicar la estructura prestando a plazos largos y financiándose a corto en mercados mediante la emisión de activos similares a depósitos –«*deposit like liabilities*» (o al menos *percibidos* como similares a depósitos), sometiendo al intermediario a riesgos de mercado relacionados con la necesidad de renovar periódicamente la financiación al vencer dichos instrumentos (Pozsar, Adrian, Ashcraft, y Boesky, 2013).

- **La transformación de crédito** implica la mejora sintética de la calidad de una cartera de obligaciones a través de la subordinación y la prelación de créditos que cons-

tituyen su garantía (Pozsar 2012). Claessens y otros (2012), definen esta transformación como «La segregación y reempaquetado de flujos de caja provenientes de obligaciones con el fin de crear sintéticamente activos finales de calidad máxima que son financiados en mercado».

Se puede añadir que dicha financiación se obtiene en atención a la calidad percibida por parte de los participantes del mercado y no en atención a los componentes que subyacen en dicho instrumento financiero. El ejemplo más claro sería la prelación de los distintos tramos de bonos que financian una titulación de activos.

- **La transformación de liquidez** consiste esencialmente en la financiación de activos ilíquidos mediante activos nuevamente «similares a depósitos» percibidos como líquidos por los participantes del mercado. En este aspecto, tiene gran importancia la existencia de líneas de liquidez por parte del sistema bancario convencional en relación a la percepción de dichos activos como «líquidos».

La comisión Europea en su *Green Paper* de 2012, añade que los intermediarios en la sombra comparten además la transferencia de riesgos de crédito, transmisión que por una parte puede estar sesgada en cuanto los riesgos que realmente se asumen (Adrian, Ashcraft y Centorelli, 2013), como por otra parte puede dar lugar a riesgos derivados del almacenamiento de los activos («*Warehousing*») previos a su transformación.

Por otra parte, también se asume que una actividad de banca en la sombra utiliza apalancamiento, ya sea de forma directa (mediante concesión de líneas de crédito por parte del sistema bancario convencional) o indirecta (mediante la cesión de los activos creados en mercado, en forma de Repo).

2.2. ENTIDADES DE BANCA EN LA SOMBRA

Al margen de estas actividades, existen entidades que por su propia naturaleza son consideradas



como banca en la sombra, en el sentido que intermedian por sí mismas crédito fuera del sistema bancario, obteniendo su financiación en los mercados de capitales:

2.2.1. *Titulización de activos*

El primer grupo estaría compuesto por entidades de propósito especial (SPV), vehículos de financiación estructurada (SIV), vehículos de titulización (ABCP Conduits) y todas aquellas estructuras de ingeniería financiera pertenecientes de forma indirecta a los bancos convencionales, especialmente en uso en el período pre crisis.

Es comprensible que el ojo del regulador se situara sobre estas entidades, que fueron las que acuñaron el término «banca en la sombra» por parte de McCulley en 2007.

Indiscutible es su papel en la creación de activos de elevada calidad y liquidez mediante el reempaquetado sucesivo y su financiación en mercado en el contexto del modelo de «original para distribuir»; lo que sirvió para incrementar la oferta de crédito, y en el contexto de una demanda desmesurada de activos líquidos y de elevada calidad («*global savings glut*», acuñado por B. Bernanke en 2005) llevó a la burbuja inmobiliaria y a la crisis subprime en EEUU, y por contagio al resto de economías globales.

Este tipo de estructuras están actualmente en desuso, a raíz de las reformas regulatorias y contables acometidas en el período inmediatamente posterior a la crisis.

2.2.2. *Fondos de inversión en mercado monetario*

La principal característica de estas instituciones de inversión colectiva es que sus participaciones son percibidas por parte de los inversores como sustitutos de un depósito, con elevada diversificación y liquidez casi instantánea.

No obstante, las carteras de los mismos están compuestas por activos con vencimiento a más largo plazo, frecuentemente con menor liquidez

real de lo que cabría esperar, y sometidos de un modo u otro a riesgo de crédito.

El regulador, tras los eventos de la crisis financiera, percibe la sensibilidad de estas IIC's a las espirales bajistas en los precios provocadas por las ventas forzadas motivadas por reembolsos del propio fondo. Por tanto, esta imagen de seguridad («*captación de fondos mediante la emisión de activos similares a dinero*» o «*deposit like liabilities*» que atrae a gran parte de sus inversores –ICI, 2009, Stevens, 2011-), acompañada del elevado volumen de activos medios gestionados, compatible con el riesgo sistémico, su relación con el sistema bancario convencional y la evidencia empírica de que pueden estar sujetos a pánicos de mercado, ha llevado a que estén presentes en todas las definiciones de banca en la sombra realizadas hasta ahora.

Como veremos, la acción regulatoria sobre los fondos monetarios, y que parte de las recomendaciones de la IOSCO en 2012 ha ido encaminada a reducir la posibilidad de que los reembolsos masivos en situaciones de estrés sistémico puedan desembocar en problemas de liquidez, tanto de los propios vehículos como de las entidades bancarias convencionales que asumen un «*moral hazard*» cuando comercializan estas estructuras de inversión entre sus clientes.

2.2.3. *Instituciones de Inversión colectiva de Renta Fija (Fondos y ETF)*

El tercer grupo de entidades que realizan por sí mismas banca en la sombra son las Instituciones de inversión colectiva que intermedian o transforman crédito.

Se excluyen por tanto fondos de inversión de Renta Variable y fondos de inversión en REITS siempre que dicha participación exprese una fracción de la titularidad directa del bien (por tanto aquellos fondos cuyo subyacente sea un título hipotecario negociable o no, se considerarán como intermediarios de crédito y por tanto banca en la sombra).

La medición del fenómeno de la banca en la sombra por funciones económicas que introduce



el Financial Stability Board en su informe de 2015 denota la preocupación que le produce el rápido crecimiento de todo este conjunto de IIC's (incluidos los ETF). Una de las características centrales de la banca en la sombra es el hecho que presenta una elevada correlación con el ciclo económico, expandiéndose en los momentos de elevada liquidez y baja aversión al riesgo (Adrian y Shin, 2010), y no presentando aparentemente riesgos ni (usualmente) interrelación con la banca convencional hasta que los mercados muestran señales de estrés, lo que les es intrínseco dada su fragilidad e inestabilidad natural (Gennaioli, 2011).

Posteriormente, revisaremos el estado del desarrollo de las distintas iniciativas regulatorias en relación a estas IIC's así, como la nueva clasificación por funciones económicas a la cual han de atenerse las jurisdicciones participantes en su reporte al FSB.

2.2.4. *Compañías financieras*

El cuarto grupo se compone de empresas financieras que concedan crédito, o que presten garantía sobre créditos de terceros, o aquellas que lo transformen (ya sea en calidad como en liquidez) *sin estar reguladas como un banco*.

2.2.5. *Determinadas actividades de seguro*

En este caso, el FSB fija la vista en el negocio de aseguramiento (o reaseguramiento) de crédito emitido en mercado. Esta descripción corresponde a las aseguradoras *monoline*, que tuvieron un papel central en la crisis. Esta actividad de aseguramiento de emisiones estructuradas forma parte de la transformación de crédito, si bien no mediante el mecanismo de la diversificación de los subyacentes sino mediante un aval explícito.

Para terminar de definir el fenómeno de la banca en la sombra, mencionar que existen una serie de actividades que si bien a priori podrían ser consideradas como tal, quedan excluidas de las mediciones realizadas por el FSB de acuerdo

con las jurisdicciones participantes al no llevar aparejado el mismo tipo de riesgos:

- Cualquiera de las actividades mencionadas anteriormente, siempre que la misma se consolide («prudencialmente») en los balances de una entidad bancaria convencional. En este caso es irrelevante que sea la propia entidad quien lo realiza, o una empresa participada, siempre que se dote el colchón de capital correspondiente.
- Respecto a este tema, el hecho de que una entidad consolide prudencialmente sus actividades de intermediación crediticia no bancaria, no resta a estas la calificación de banca en la sombra, sino que únicamente mitiga los riesgos para el sistema al dotarse las provisiones correspondientes equivalentes a si la entidad realizara esas actividades por sí misma. Dichas actividades no cuentan en las medidas, pero constituyen un «moral hazard» para las entidades.
- La titulización para retener («*self securitization*»). En este caso, existe una transformación de riesgo (mediante la prelación de crédito de los distintos bonos), de plazos (la vida residual de los bonos de titulización es menor que la de la cartera subyacente) y de liquidez (los bonos son más líquidos que la cartera), pero si dicha operación corresponde a la creación de un colateral válido para la obtención de liquidez, y este se queda en el balance de la entidad promotora de la titulización, no hablaríamos de banca en la sombra.
- Compañías de seguros y fondos de pensiones. Este tipo de instituciones son excluidas de los criterios de medición del fenómeno; en principio no por no realizar una actividad de banca en la sombra (que la realizan), sino por considerar el FSB que su propia naturaleza y su regulación no les hacen especialmente sensibles a los shocks cíclicos. Se considera en definitiva que no manifiestan riesgos análogos a la banca.



3. LA INTERRELACIÓN ENTRE EL SISTEMA BANCARIO CONVENCIONAL Y EL SISTEMA BANCARIO EN LA SOMBRA: LOS DATOS DEL INFORME DEL FSB

La razón que subyace tras las iniciativas regulatorias sobre banca en la sombra desplegadas tras 2010, empezando por su correcta conceptualización, cuantificación en sus medidas amplia («*broad measure*») y estricta («*narrow measure*») y actualmente la subdivisión de esta última en la clasificación por funciones económicas que los Estados miembros deben reportar (FSB, 2015), es que el fenómeno de la banca en la sombra presenta una serie de riesgos para el correcto funcionamiento de los mercados financieros y por ende para la estabilidad de todo el sistema financiero en agregado.

Estos riesgos son intrínsecos a la existencia de la intermediación crediticia fuera del sistema, pero se agudizan cuando esta manifiesta una fuerte interrelación con el sistema bancario convencional. Los riesgos más importantes a los que nos referiremos en este trabajo son:

- **Arbitraje regulatorio:** Este factor se define como el transvase por parte de la banca convencional de actividades fuertemente reguladas a otras con una función económica análoga, pero con menores requisitos regulatorios, y es según Adrian (2013) la razón de ser de la banca en la sombra. Acharya y otros (2013) describen como el arbitraje regulatorio por parte de la banca convencional en el negocio de titulización de activos a través de entidades fuera de balance dio lugar a la crisis financiera en 2007¹.
- **Crecimiento (y apalancamiento) procíclico:** la banca en la sombra emerge y se expande en momentos de abundante liquidez y en un contexto de baja aversión al riesgo (Adrian y Shin 2010) que permite la

creación de crédito mediante aportación de colaterales aceptables, en ocasiones creados sintéticamente, y que ante la iliquidez y/o su imposibilidad de valoración en momentos de estrés de mercado, pierden valor rápidamente en momentos de stress, lo que lleva a ventas forzosas que ahondan en las pérdidas, y que a su vez incrementan el shock.

- **Transmisión sesgada de los riesgos:** Los procesos de transformación de activos que realiza la banca en la sombra son sensiblemente complejos a la hora de dilucidar los riesgos reales de los activos que componen las carteras.

En especial, la transformación de crédito por la vía de la prelación de acreedores pone el énfasis en la necesidad de someter las carteras a estudios estadísticos que reflejen la probabilidad real de impago en agregado en cualquiera escenario posible, algo nada sencillo. En la práctica, los riesgos se agrupan y transmiten sin que se transmita la totalidad de la información relevante sobre los mismos («*flawed risk transmission*»), ahondando en potenciales problemas de agencia (Adrian, Ashcraft y Centorelli, 2010).

En todo caso, por un lado la asimetría informativa entre compradores y vendedores de riesgo obliga a confiar en modelos proporcionados por proveedores externos de dichos estudios de riesgo (agencias de rating), y finalmente provoca incentivos para la venta de los activos en los momentos de estrés, algo que como veremos a continuación predispone naturalmente a la disrupción de los mercados.

- **Fragilidad de la financiación:** La fragilidad en la financiación de la banca en la sombra es algo intrínseco a la misma, derivado de la existencia natural de transformaciones de riesgos, crédito y vencimiento en unas u otras actividades.

La banca en la sombra financia cualquiera de las actividades mencionadas anteriormente mediante la captación de pasivo en

¹ Acharya, V.V., Schnabl, Philipp, Suarez, Gustavo, 2013. Securitization without risk transfer. Journal of Financial Economics 107.



el mercado (Mehrling, 2013, Harutunyan, 2014), y con frecuencia (pero no siempre), esta financiación en mercado se instrumenta mediante la emisión de títulos garantizados con los propios activos que se financian, los cuales se presuponen con bajo o nulo riesgo (Genniaoli, Scheifer y Vishny, 2011).

Dado que los participantes del mercado no están preparados para asumir que un activo financiero de máxima calidad pueda tener grandes fluctuaciones de precio o pueda ser ilíquido (Metrick, 2015), en el momento en que exista un shock en el mercado se producen ventas desordenadas, que impactan en la valoración de los activos del resto de participantes produciendo una espiral de pérdidas que no puede ser detenida por medios convencionales, como es el caso de la existencia de un fondo de garantía de depósitos y un prestamista de último recurso, como es en el caso de banca convencional (Gorton y Metrick, 2010).

3.1. LA INTERRELACIÓN DIRECTA DE BANCOS CONVENCIONALES CON EL SISTEMA BANCARIO EN LA SOMBRA

La interrelación entre la banca convencional y la banca en la sombra puede manifestarse de distintos modos. Esencialmente, el problema de este fenómeno es la amplificación de las hipotéticas crisis del mercado en los casos en los que entidades a la sombra (más frágiles) presenten relación cruzada con entidades convencionales (menos frágiles y que gozan de respaldo público). La experiencia empírica demuestra que cuanto mayor sea la interrelación, menos efectivas son las medidas convencionales para detener los episodios de crisis financiera, y mayor termina siendo el coste.

Por ello, desde el primer informe del FSB, el determinar (y limitar) el nivel de relación ha sido siempre una de las principales prioridades.

En relación a los tipos de relación entre ambos sistemas, puede existir en primer lugar una relación *directa* entre la banca en la sombra y la banca

convencional en el momento en que una entidad de banca en la sombra sea propiedad de una entidad convencional. En este caso, la relación puede obedecer o no a la búsqueda de un arbitraje regulatorio, derivando la actividad costosa en capital (por el efecto de un fuerte marco regulatorio) a otra levemente regulada.

Otro tipo de relación directa parte de la inexistencia de una relación de propiedad, pero en la que exista una inversión cruzada en instrumentos de deuda, préstamos y repos por parte de bancos y entidades en la sombra, en un sentido y en otros, así como la inversión igualmente en un sentido y otro en fondos monetarios.

Esto da lugar a interdependencias y vulnerabilidades (por ejemplo, la necesidad de deshacer una posición viva por parte de una de las entidades puede situar a la otra en un problema de financiación), y crea concentraciones comunes de riesgos, a pesar de que a nivel de propiedad no exista tal relación (FSB, 2011).

3.1.1. *Inversión «en» y financiación «por parte de» la banca convencional en el sistema bancario en la sombra*

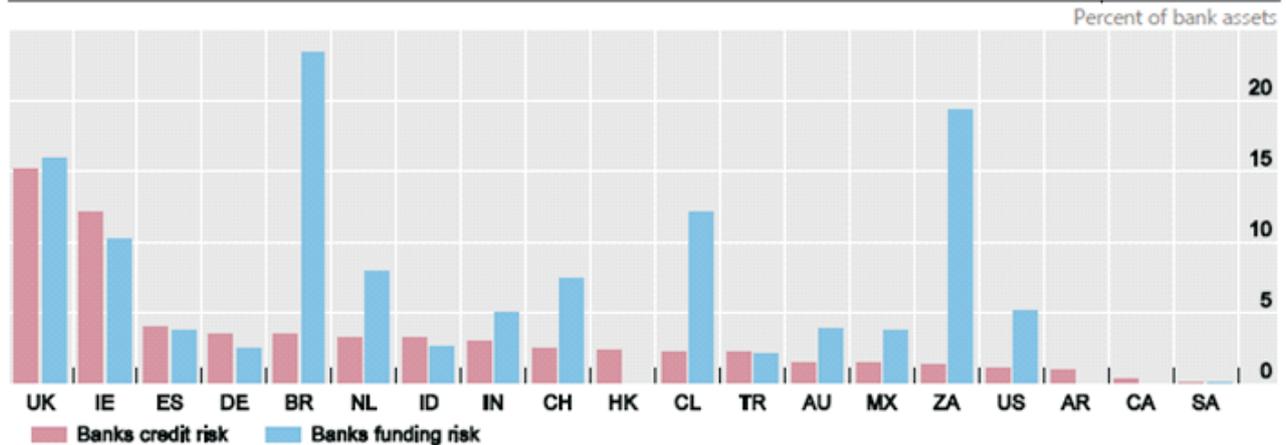
En el informe del FSB, se aprecia como el riesgo de crédito por parte de los bancos derivado de exposiciones a banca en la sombra es limitado, fundamentalmente por el marco regulatorio agravado que se ha ido desarrollando con los años. No obstante, el informe hace referencia al hecho de que no se trata únicamente del volumen de exposición en agregado, sino de la calidad (o mala calidad) de la misma, hecho que se pone de relevancia en determinadas jurisdicciones por mucho que el volumen no sea significativo.

Por la parte del pasivo (riesgo de financiación o *funding risk* de las entidades convencionales a través de entidades de banca en la sombra), se observa que en determinadas jurisdicciones se sitúa por encima del 15%, derivando esta exposición en gran parte de operaciones de repo por parte de fondos de inversión con la banca, instrumentados con colateral de deuda pública.

**BANK'S ASSETS AND LIABILITIES TO OFIS**

At end-2014

Exhibit 17



Note: Banks' refer to the broader category of 'deposit-taking institutions'. AR = Argentina; AU = Australia; BR = Brazil; CA = Canada; CH = Switzerland; CL = Chile; DE = Germany; ES = Spain; HK = Hong Kong; IE = Ireland; ID = Indonesia; IN = India; MX = Mexico; NL = Netherlands; SA = Saudi Arabia; TR = Turkey; UK = United Kingdom; US = United States; ZA = South Africa.

For the United States, bank assets to OFIs include bank loans to OFIs only, while bank liabilities to OFIs include checkable and time and savings deposits of OFIs only. For South Africa, the measure of banks' credit risk is based on bank loans to only some OFIs while the measures reflect banks' assets and liabilities from a broader range of OFIs. For the United Kingdom, interconnectedness measures reflect banks' assets and liabilities to OFIs and to financial auxiliaries.

Sources: National financial accounts data; other national sources, FSB calculations.

Fuente: Financial Stability Board (2015).

3.1.2. *Inversión «en» y financiación «por parte del» sistema bancario en la sombra en la banca convencional*

En este caso, se trataría de la exposición de las entidades de banca en la sombra a activos emitidos por la banca, y también financiación de estos por parte de los bancos, ya sea mediante líneas de crédito o mediante activos cedidos en repo a los bancos para la obtención de liquidez.

En el primer caso, llama la atención que no menos de 8 jurisdicciones presentan exposiciones por parte de su sector bancario en la sombra a bancos convencionales de más del 10%, llegando al 40% en el caso de Chile.

Como comenta el FSB, el problema vuelve a no ser el tamaño, sino la calidad crediticia de los bancos en los que se invierte.

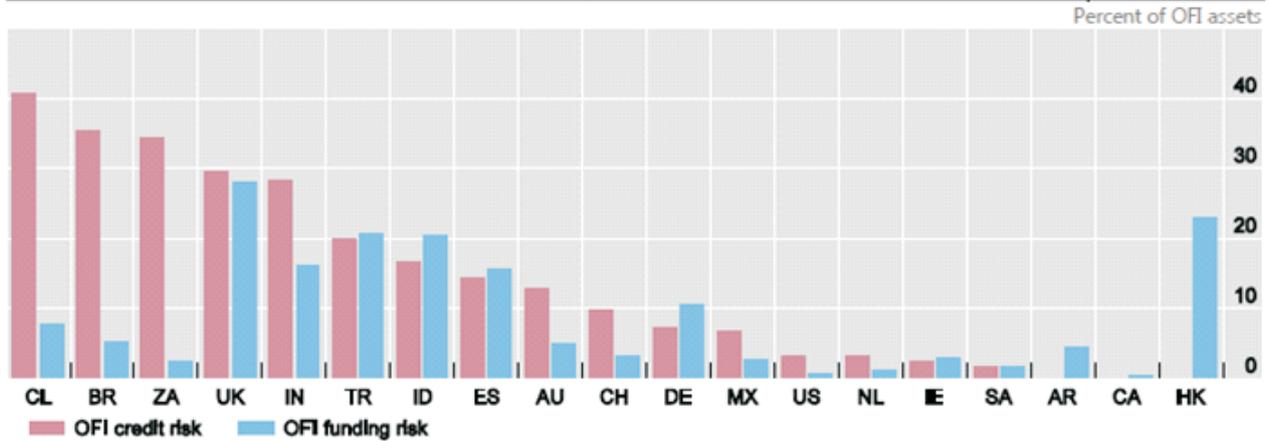
En la parte del pasivo (financiación de la banca en la sombra por parte de la banca convencional), vemos varias jurisdicciones en las que la banca en la sombra financia más del 20% de sus pasivos mediante la banca convencional, ya sea mediante crédito o mediante repo, y un total de 7 jurisdicciones que superan al 10%.

Nuevamente, no se puede inferir que este tipo de operativa implique elevados riesgos, pero en todo caso, el hecho de que existan problemas para renovar los créditos o que se exijan mayores *haircuts* en los repos puede provocar procesos de

OFIS' ASSETS AND LIABILITIES TO BANKS

At end-2014

Exhibit 18



Fuente: Note: 'Banks' refer to the broader category of 'deposit-taking institutions', OFI = Financial Intermediaries, AR = Argentina; Au = Australia; BR = Brasil; CA = Canada; CH = Switzerland; CL = Chile; DE = Germany; ES = Spain; HK = Hong Kong; IE = Ireland; ID = Indonesia; IN = India; MX = Mexico; NL = Netherlands; SA = Saudi Arabia; TR = Turkey; UK United Kingdom; US = United States; ZA = South Africa.

For the United States, bank assets to OFIs include bank loans to OFIs only, while bank liabilities to OFIs include checkable and time and savings deposits of OFIs only. For South Africa, the measure of banks' credit risk is based on bank loans to only some OFIs, while the measure for banks' funding risk represents bank liabilities from a broader range of OFIs. For the United Kingdom, interconnectedness measures reflect banks' assets and liabilities to OFIs and to financial auxiliaries.

Sources: National financial accounts data; other national sources; FSB calculations.

Fuente: Financial Stability Board (2015).

ventas forzadas en los fondos de inversión que siguen estas políticas.

3.2. LA INTERRELACIÓN INDIRECTA DE BANCOS CONVENCIONALES CON EL SISTEMA BANCARIO EN LA SOMBRA

La segunda relación, posiblemente más capciosa y difícil de valorar será la existencia de vínculos indirectos entre la banca convencional y la banca en la sombra.

En primer lugar, pueden existir avales o aseguramientos explícitos por parte de bancos convencionales respecto a emisiones realizadas por entidades en la sombra (por ejemplo, Credit Default Swaps) o pueden existir sensu contrario, aseguramientos o instrumentos financieramente

equivalentes por parte de entidades no bancarias hacia títulos emitidos por la banca, que provoquen una transformación de crédito de las mismas (por ejemplo, un seguro que mejore la calidad crediticia de un tramo de una titulización).

En segundo lugar, existe un riesgo moral en la distribución comercial de productos de inversión colectiva conceptuales como banca en la sombra (IIC's de Renta Fija y Monetarias, y en menor medida fondos Hedge), en el sentido de que se produce una interrelación derivada del apoyo tácito a las mismas por parte de la entidad convencional.

Uno de los principales problemas de la exposición indirecta es la dificultad de su medición. El BCE² propone que una buena forma de medir la

² EBC, «Report on Financial structures», 2015.



interrelación parte del precio de mercado de activos como bonos, CDS e incluso acciones. Esto parte de la idea de que los precios de los activos son los que más acertadamente pronostican la existencia de riesgos implícitos y del contagio de los mismos.

4. LA NUEVA MEDICIÓN POR ACTIVIDADES Y SU RELACIÓN CON LA INDUSTRIA DE GESTIÓN DE ACTIVOS

En sus informes, desde 2011, el FSB planteaba la acción regulatoria en diversas fases, empezando por la cuantificación del fenómeno, mediante:

- Un macro-mapeo del sistema («*cast the net wide*») sobre toda aquella intermediación financiera no bancaria, lo que arrojaba una medida llamada *broad measure*.
- Partiendo de esta, se realizaban una serie de eliminaciones de entidades y actividades.
 - En primer lugar, se eliminaban aquella intermediación financiera que no fuera «de crédito análoga a los bancos» (Ejemplo, intermediación de renta variable o REITS).
 - En segundo, se eliminaba aquella actividad de banca en la sombra que fuera

tal, pero que estuviera consolidada en los balances de una entidad convencional (como por ejemplo, la titulización dentro del mismo grupo de entidades «*self securitization*»).

- Finalmente, se eliminaban aquellas entidades que sí intermediaban crédito, pero que no mostraban riesgos asociados a la banca en la sombra, incluyendo pero no limitándose a transformación de crédito, de vencimientos, de liquidez, o que presentaran elevados apalancamientos.

Esta medición, calculada en estos términos, es lo que se conoce como la medida estricta («*narrow measure*»), y ha sido hasta ahora tomada como la medida «real» del tamaño del sector de la banca en la sombra, así como del riesgo real que esta puede suponer para el sistema financiero convencional³ (FSB, 2015).

En 2014 (datos de 2013), la medida amplia englobaba un volumen de 75,2 Miles de millones, «Trillions» americanos (en adelante Tr). USD para el agregado de 22 jurisdicciones (128% del PIB), habiendo crecido 4,8 Tr USD (6 puntos porcentuales más sobre PIB), y la medida estricta, tras depurar la anterior de las entidades y actividades ya comentadas, se situaba en 27,4 Tr USD.

ASSETS OF FINANCIAL INTERMEDIARIES

26 jurisdictions

Exhibit 2

	Size in 2014 (\$ trillion)	Growth in 2014 (year-over-year, percent)	Average annual growth (2011-2014, percent)
Banks	135	6.4	5.6
OFIGs	68	9.0	6.3
Shadow Banking	36	10.1	6.3

Note: Growth rates adjusted for exchange rate effects.

Sources: National financial accounts; other national sources; FSB calculations.

Fuente: Financial Stability Board (2015).

³ «shadow banking that may pose financial stability risks», FSB 2015.



En 2015 por su lado, en global (*Broad Measure*) existe un crecimiento de 1,6 TR que sitúa la medida en 80 Tr. USD, debiéndose la diferencia al efecto de mayores valoraciones por efecto mercado tanto en la parte de la renta variable como en la renta fija.

4.1. LA NUEVA METODOLOGÍA DE NARROW MEASURE: LA CLASIFICACIÓN POR ACTIVIDADES

En su informe de 2015, el FSB propone una nueva metodología para calcular la medida estricta, y en la cual lo realmente importante viene por el cambio metodológico a la hora de realizar las eliminaciones.

Frente a la anterior idea de eliminar desde la medida amplia (que no tenía en cuenta por ejemplo fondos de pensiones ni compañías aseguradoras), la actual medida busca la cuantificación del fenómeno actividad por actividad, incluso si es realizada por entidades como fondos y planes de pensiones.

Las actividades económicas deben ser reportadas por los Estados individualmente y son las siguientes:

- Gestión de instituciones de inversión colectiva, incluyendo vehículos de inversión, propiamente IIC's y cuentas que agrupen a una pluralidad de clientes (cuentas ómnibus). Volveremos sobre este punto para remarcar que es, en nuestra opinión, la principal preocupación del FSB en el momento actual.
- Entidades que concedan crédito y que dependan de financiación a corto plazo. En este caso, las entidades y actividades que realizan esta actividad transforman vencimientos y posiblemente funcionen mediante apalancamientos elevados, y por tanto pueden ser susceptibles a shocks derivados del cierre del mercado. Además, el FSB detecta relación entre este tipo de actividades (llevadas a cabo, por ejemplo, por financieras de consumo o automoción)

y sus entidades matriz, lo que puede dar lugar a transferencias de riesgos entre ambas.

- Intermediación en mercados financieros dependiente de financiación a corto plazo, o en otro orden de cosas, financiación mediante colateral.

En este caso hablamos de actividades de intermediación entre participantes del mercado, dentro de este o mediante operaciones OTC, que pueden consistir en operaciones de contado o sobre derivados, financiadas mediante la cesión de los títulos⁴ o mediante la emisión de deuda a corto plazo en el mercado, o mediante la concesión de líneas de crédito por parte de la banca convencional que puedan suponer una interrelación entre unos y otros.

- Actividades que facilitan la creación de crédito. En este caso hablamos de las comentadas actividades de aseguramiento, aval y/o mejora de la calidad crediticia de un determinado subyacente, con instrumentos como los CDS u otros análogos. En este caso, el incentivo a la concesión de crédito por parte de otras actividades de banca convencional o en la sombra es mayor, al existir un menor o nulo riesgo de impago; y se produce, como hemos comentado una relación indirecta al transferir el riesgo de impago a una entidad que a su vez puede tener problemas de financiación.
- Intermediación de crédito basada en la titulización. Entendemos que en este caso, el FSB habla de titulizaciones no-retenidas por las propias entidades cedentes, y que han estado en el origen de la crisis finan-

⁴ Dado que el correcto funcionamiento del mercado de repo ha sido una de las principales preocupaciones del FSB, existen muchos desarrollos sobre este tema desde 2011. Para más información sobre las directrices propuestas por el FSB sobre ello, ver:

http://www.fsb.org/wp-content/uploads/SFT_haircuts_framework.pdf

http://www.fsb.org/wp-content/uploads/shadow_banking_overview_of_progress_2015.pdf



ciera a través del modelo de originar para distribuir, con elevada existencia de información asimétrica⁵, dando lugar a transformaciones de liquidez, de crédito y de vencimientos (Kara, Marques-Ibanez y Ongena, 2012).

Estas cinco actividades **dan lugar a una nueva medida estricta**, compatible nuevamente con la

idea de que es este y no otro el tamaño real de la intermediación bancaria en la sombra. Con datos de 2014, estas cinco actividades totalizarían 36 Tr. USD contra 27,4 Tr. USD medidos con la anterior metodología, en este caso ya con 26 jurisdicciones participantes, incluyendo Irlanda, lo que totalizaría el 59% del PIB de dichas jurisdicciones y el 12% de los activos de sus sistemas financieros.

CLASSIFICATION BY ECONOMIC FUNCTIONS

Exhibit 1

Economic Function	Definition	Typical entity types ²¹
EF1	Management of collective investment vehicles with features that make them susceptible to runs	Fixed income funds, mixed funds, credit hedge funds, real estate funds
EF2	Loan provision that is dependent on short-term funding	Finance companies, leasing companies, factoring companies, consumer credit companies
EF3	Intermediation of market activities that is dependent on short-term funding or on secured funding of client assets	Broker-dealers
EF4	Facilitation of credit creation	Credit insurance companies, financial guarantors, monolines
EF5	Securitisation-based credit intermediation and funding of financial entities	Securitisation vehicles

Fuente: Financial Stability Board (2015).

4.2. LA GESTIÓN DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

La titulización, junto con los fondos monetarios, había sido desde 2011 el principal foco de preocupación por parte del FSB en lo que a entidades y actividades de banca en la sombra se

refiere. En los años pasados, el crecimiento del sector bancario en la sombra en los países emergentes (con China a la cabeza) tomó en cierto modo el relevo.

En este último informe encontramos que la preocupación principal ha pasado a ser el crecimiento de los fondos de inversión, en especial los de Renta Fija y Monetarios (en menor medida, Hedge Funds), que agrupan el 60% de la medida estricta, habiendo registrado un crecimiento del 10% anual de media en los últimos 4 años.

⁵ Ver el sobresaliente trabajo de Rosario Martín «La titulización en Europa durante la crisis», Documentos de trabajo n° 49, CNMV, 2011.



OFI SUBSECTORS

26 jurisdictions								Exhibit 26
	MMFs	Finance Companies	SFVs	Hedge Funds ¹	Investment Funds	Broker-Dealers	REITs	Trust Companies
Size in 2014 (\$ trillion)	4.3	3.6	4.9	0.4	27.4	9.6	2.1	2.7
Growth in 2014 (year-over-year, %)	19.8	2.5	-2.0	104.6	12.2	10.5	12.1	26.2
Average annual growth (2011-2014, %)	4.7	-1.1	-5.0	34.3	11.6	5.5	13.9	39.6

Note: Growth rates adjusted for exchange rate effects. SFVs = Structured Finance Vehicles, REITs = Real Estate Investment Funds and Trusts.

¹: Hedge funds are significantly underestimated in this report, and their growth rate may therefore not be representative.

Sources: National financial accounts data; other national sources; FSB calculations.

Fuente: Financial Stability Board (2015).

En Octubre de 2015, el BCE⁶ señalaba el crecimiento experimentado por las actividades gestión de inversiones, especialmente en las de Renta Fija. La medida amplia en la eurozona totalizaría 29 TR USD según el FSB en 2014, y 23 Tr. USD según el BCE, lo que supondría un crecimiento del porcentaje del 33% el 39% de los activos del sistema bancario convencional desde 2009.

Desbrozando las múltiples actividades de las que está compuesta esta medida, hallamos que el crecimiento más grande, de más del 100% desde 2009, corresponde a los fondos de inversión, pasando de 5,4 Tr. € a 10,5 Tr. € en 2015. Desde esa fecha, se pueden discriminar las entradas en fondos de renta variable (excluidos del *narrow measure*) por importe de 250.000 M€ y en Renta Fija y Mixtos, que totalizarían 1,5 Tr. € en total. Es muy notable el papel de financiadores tanto del sector bancario como del corporativo, como de los gobiernos que están asumiendo los fondos de inversión, dado que el sector tiene en sus carteras el 27% de toda la deuda corporativa no

financiera, el 10% de toda la deuda financiera y el 12% de toda la deuda pública emitida.

Especialmente preocupante le parece al BCE el crecimiento del 20% experimentado en 2015, así como (en menor medida) su concentración geográfica: el 90% de dichas IIC's están domiciliadas en Luxemburgo, Irlanda y Países Bajos.

Según datos del BCE, los fondos de inversión (no monetarios) han provisto de crédito a entidades financieras por importe de 1,3 Tr. €, a Gobiernos por importe de 1 Tr. € y de 325.000 M€ a corporaciones no financieras; a lo que habría que sumar 2,4 Tr. € en acciones y 250.000 M € en activos no financieros, incluido el sector inmobiliario.

En cuanto a los fondos monetarios, el BCE señala un crecimiento menor, del orden 34.000 M€ en entradas para un crecimiento total en 2014 de 120.000 M€ debido al efecto valoración (entendiendo, como señala también el BCE, que hasta el 26% de los fondos monetarios de la Zona Euro gestionan en divisas no EUR, como USD y GBP).

Es importante señalar en este punto que dichos fondos monetarios en divisa distinta del EUR son claves en la financiación de la banca en dichas monedas, manifestándose fuertes interre-

⁶ Report on Financial Structures, BCE, 2015.



laciones entre fondos irlandeses en GBP y la banca británica.

También señalar la interdependencia entre los fondos monetarios y la banca convencional, dado que más del 40% de las carteras en agregado de los fondos están compuestas de valores emitidos por o préstamos concedidos a la banca convencional, dando lugar a un importante canal de interrelación.

La situación comentada en Europa, no obstante, concuerda con la situación global de entradas sostenidas tanto en fondos de inversión como en ETF's, especialmente de Renta Fija, que experimentaron en el primer trimestre de 2016 entradas netas de 43.700 M€⁷, tras un año 2015 récord con entradas netas de 325.000 M USD. Citamos el record de entradas en dichos instrumentos porque llama la atención especialmente después de su comportamiento en momentos de mercado como los de Agosto del año pasado, hecho que ha llevado a iniciar⁸ una investigación por parte del regulador americano.

5. CONCLUSIONES

La banca en la sombra, entendida como el agregado de actividades de intermediación crediticia o análogas a ella fuera del sistema bancario, presenta crecimientos anuales entre 2011 y 2014 del orden del 6,3%, por tanto prácticamente iguales a los que presenta el sistema convencional.

No obstante, dentro de este agregado, el sector correspondiente a fondos de inversión de Renta Fija, así como de ETF, presenta crecimientos del 11,6% en los últimos 4 años, crecimientos que pueden verse superados en este año 2016.

Los fondos de inversión, especialmente los de renta fija y los fondos monetarios, son considerados banca en la sombra, al realizar extensivas

transformaciones de liquidez, riesgo y especialmente vencimientos. En esta faceta, no dejan de ser entidades que realizan actividades de intermediación de crédito no sujetas a provisiones ni colchones de capital *stricto sensu*. Además, sus participaciones son percibidas como líquidas y reembolsables a petición inmediata del partícipe («*deposit-like liability*»); y por tanto sujetas a riesgos de retiradas masivas, que pueden coincidir con momentos de mercado en los que no exista liquidez para la venta de los activos del fondo, más que asumiendo grandes descuentos («*fire sales*»).

Que esto sea así, es perfectamente compatible con el hecho de que están extensamente regulados en sus facetas de políticas de inversión, gestión y valoración (UCITS) como en la distribución de sus participaciones entre los inversores (MIFID).

Por tanto el temor que puedan mostrar los supervisores no viene por la falta de regulación, como fue el caso de la crisis de la banca en la sombra post 2007 en su aspecto de titulización de activos, sino por las implicaciones para el sistema en agregado, derivados del crecimiento del sector en un entorno de elevada liquidez.

EL FSB propone inicialmente una nueva metodología para el cálculo de la medida estricta, basada en el reporte por parte de los Estados miembros de 5 grupos de actividades, lo que abre en cierta forma el marco de la anterior metodología (que recordemos se basaba en la realización de determinadas «eliminaciones» de actividades sobre la medida amplia), e incrementa el agregado global hasta 36 Tr. USD.

Dichas actividades a reportar por parte de las 26 jurisdicciones participantes (que cubren el 80% del PIB Global y el 90% de los activos del sistema financiero) son, 1) Entidades que concedan crédito y que dependan de financiación a corto plazo, 2) Intermediación en mercados financieros dependiente de financiación a corto plazo, o en otro orden de cosas, financiación mediante colateral, 3) Actividades que facilitan la creación de crédito, 4) Intermediación de crédito basada en la titulización, y 5) y más importante, la Gestión de instituciones de inversión colectiva, incluyendo

⁷ <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-06/bond-etfs-attracted-record-u-s-global-inflows-in-first-quarter>

⁸ «Why ETFs proved so fragile that [August] morning raises many questions and suggests it may be time to re-examine the entire ETF ecosystem.», Luis Aguilar, SEC.



vehículos de inversión, propiamente IIC's y cuentas que agrupan a una pluralidad de clientes.

Esta clasificación por actividades denota, en nuestra opinión, un incremento de la preocupación por parte del regulador sobre el crecimiento del sector de la inversión colectiva y del mercado de ETF, especialmente del de Renta Fija. Hemos visto como la participación en el crédito es muy relevante, tanto en el mundo corporativo como en el sector financiero, como en la financiación de la deuda pública, especialmente en el caso europeo, y las interrelaciones entre unos y otros sectores no son nada desdeñables.

Fuera de Europa, hemos visto como en algunas jurisdicciones existe una elevada dependencia por parte de la banca convencional, de financiación desde el sistema bancario en la sombra (en algunos casos, con un 15% de los pasivos bancarios financiados mediante cesión en repo de bonos públicos a fondos de inversión).

Dichas jurisdicciones (Brasil y Sudáfrica) se encuentran afectadas, en el momento actual, por problemas coyunturales relativamente importantes, relacionados con una recesión y desequilibrios en las cuentas públicas, y pueden ser un foco de problemas en el futuro.

Del informe del FSB se pone de manifiesto que existe en 7 jurisdicciones un elevado compo-

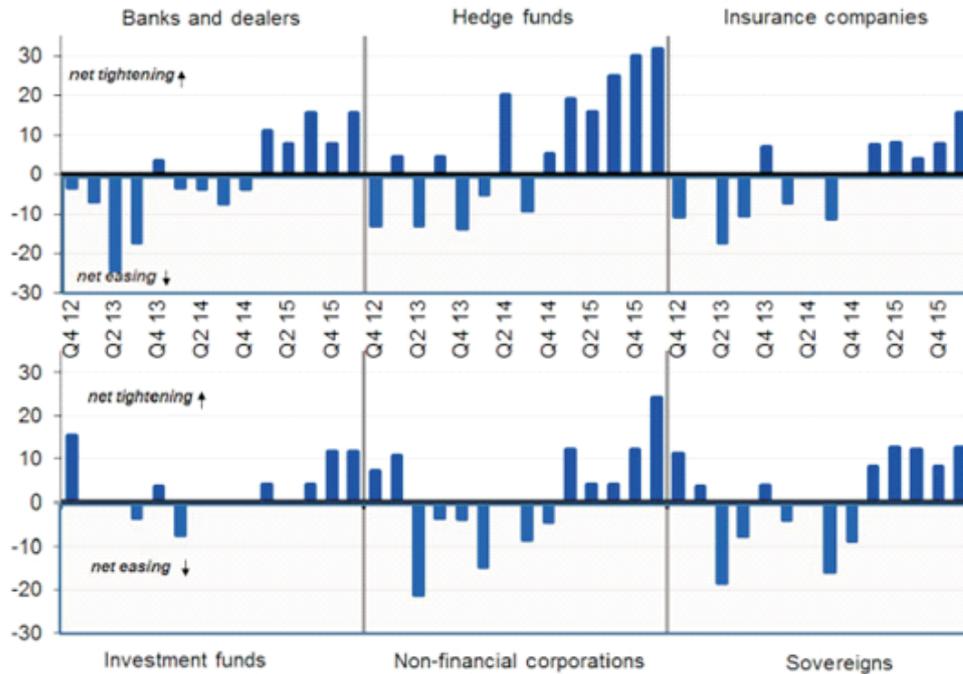
nente de relación con la banca para la financiación de sus activos, con más del 10% de estos financiados mediante créditos o repos. Nuevamente, no se puede deducir que esto represente un riesgo inmediato, pero ante problemas en la renovación de dichas líneas de crédito, o mayores *haircuts* en la renovación de los préstamos garantizados con repo, podría darse en distintas jurisdicciones un proceso de venta de activos.

La preocupación del FSB parte de la base de que las crisis en el sector de la banca en la sombra, tienen un elevado componente procíclico, y se desencadenan siempre desde una situación de elevada liquidez y baja aversión al riesgo (Adrian y Shin, 2010), y son precedidas por un empeoramiento de las condiciones financieras, derivando en un contagio a través de la contracción de la liquidez y del crédito (Acharya y Öncü, 2013).

Esta preocupación de que en empeoramiento de las condiciones financieras puede ser un precursor de una crisis en el sistema bancario en la sombra también llega al BCE, que ha iniciado encuestas trimestrales desde Diciembre de 2015 sobre condiciones de crédito a grandes bancos y *dealers* (SESFOD 2015). En ellas, se pone de manifiesto que para muchos participantes del mercado, estas están empeorando, tanto en general:



CHART A. CHANGES IN OVERALL CREDIT TERMS OFFERED TO COUNTERPARTIES ACROSS THE ENTIRE SPECTRUM OF TRANSACTION TYPES



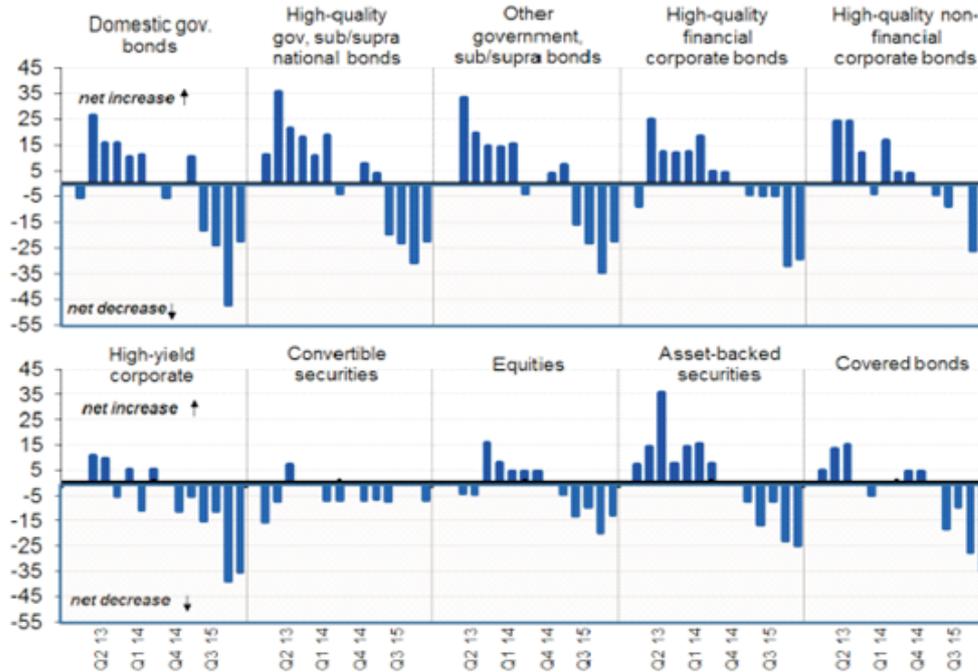
Source: ECB.

Notes: The net percentages is defined as the difference between the percentage of respondents reporting “tightened somewhat” or “tightened considerably” and those reporting “eased somewhat” or “eased considerably”

Fuente: Encuesta SESFOD 2015, Banco Central Europeo.

Como en lo que afecta estrictamente a la liquidez percibida, en especial en el mercado de bonos corporativos. Recordemos que el 27% de todas las emisiones de deuda corporativa en la Eurozona están en carteras de fondos de inversión, o son colateral de ETF.

**CHART B. CHANGES IN LIQUIDITY AND FUNCTIONING OF MARKETS
(Q4 2012 - Q1 2016; NET PERCENTAGE OF SURVEY RESPONDENTS)**



Source: ECB.

Notes: The net percentages is defined as the difference between the percentage of respondents reporting “increased somewhat” or “increased considerably” and those reporting “decrease somewhat” or “decrease considerably”

Fuente: Encuesta SESFOD 2015, Banco Central Europeo.

En mi opinión, la única forma de valorar si estas exposiciones directas entre bancos y banca en la sombra en general (y fondos de inversión de renta fija y monetarios en especial) pueden ser causa de un riesgo sistémico sería estandarizar la práctica de los stress test (habituales en la banca) a los intermediarios no bancarios en general, y a los fondos de inversión en particular.

Finalmente, es muy importante el valorar que, más allá de las exposiciones directas e indirectas entre las IIC's y la banca convencional, hay una exposición indirecta que asumen las entidades por la comercialización en sus redes de productos de inversión bajo su marca o denominación, que impliquen transformación de riesgos, plazos o

vencimientos. Este riesgo, conocido como «step-in-risk» no está adecuadamente cuantificado, ya que un problema grave en alguno de los productos de inversión colectiva comercializados por una entidad llevaría sin duda a esta al apoyo del vehículo, produciéndose una interrelación no contemplada a priori, y que puede tener consecuencias en términos de estabilidad.

BIBLIOGRAFÍA:

- «Global Shadow Banking Monitoring report» Financial Stability Board, 2011-2015.
- «Report on financial structures», BCE 2015.



- «Shadow Banking», Pozsar, Adrian, Ashcraft y Boesky, 2010 – 2012.
- «Regulating the shadow banking System», Gorton y Metrick, Reserva Federal de Nueva York, 2010.
- «Repo and securities lending», Adrian, Begalle, Copeland y Martin, Publicaciones de la Reserva Federal de Nueva York, 2013.
- «Securitization, Shadow Banking, and Financial Fragility», Jeremy C. Stein, Harvard University, May 2010.
- «Capital requirements and the securitization decision» Donahoo y Schaeffer 1991.
- «Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?» Borio, 2003.
- «Transforming shadow banking into resilient market-based financing», Financial Stability Board, 2015.
- «The Financial Instability Hypothesis», Minsky, 1992.
- «Understanding the Risks Inherent in Shadow Banking: A Primer and Practical Lessons Learned» Luttrell, Rosenblum, Thies, 2012.
- «Financial Intermediaries and Monetary Economics», Adrian y Shin, 2010.
- «Shadow Banking, Sovereign Risk and Collective Moral Hazard», di Iasio y Pierobon, 2012.
- «Regulating the Shadow Banking System», Gorton & Metrick, Brookings Papers on Economic Activity, 2010.
- «Shadow banking around the globe; how large and how risky?» VVAA, FMI, 2014.
- «Runs on Money Market Funds», Schmidt, Timmermann y Wermers, 2014.
- «Strengthening Oversight and regulation on Shadow Banking: Regulatory framework for haircuts on non-centrally cleared securities transactions», Financial Stability Board 2014.
- «The Growth of a Shadow Banking System in Emerging Markets: Evidence from India», Acharya, V, H Khandwala & T S Öncü (2013), Journal of International Money and Finance.
- «Shadow Banking: Economics and Policy», Claessens, Pozsar, Ratnovski, Singh (2012), FMI Staff Discussion Note 12/12.
- «La titulización en Europa durante la crisis», Rosario Martín, documentos de trabajo nº49, CNMV, 2011
- «The global Financial Crisis», Geithner y Metrick, Coursera, 2015.
- «Securitization without risk transfer». Acharya, Schnabl, Philipp, Suarez, Gustavo, 2013. Journal of Financial Economics 107.

B) MERCADOS Y SERVICIOS FINANCIEROS



LA REFORMA DE LA POST-CONTRATACIÓN DE VALORES EN ESPAÑA

Jesús Benito
Consejero Delegado de **IBERCLEAR**

Ignacio Solloa
Consejero Director General de **BME CLEARING**

INTRODUCCIÓN A LA POST-CONTRATACIÓN

La post-contratación consiste en un conjunto de normas y procesos que permiten la acreditación de los derechos sobre los valores, así como el intercambio de dichos valores y los importes efectivos pactados en la contratación. Los valores se registran mediante anotaciones en cuentas abiertas en entidades que son parte de las infraestructuras de mercado, los Depositarios Centrales de Valores (DCVs). La primera anotación de valores, tras la emisión y su alta en el correspondiente registro informático del DCV constituye la función notarial del depositario central de valores. Los valores emitidos son suscritos por inversores, por lo que el DCV debe facilitar los procesos de pago de la emisión, así como el correspondiente registro de las unidades adjudicadas en las cuentas de los inversores reconociéndoles su propiedad. Una vez realizada esta tarea, la emisión puede ser admitida a cotización.

La anotación de los valores suscritos en las respectivas cuentas de los inversores da lugar a lo que se conoce como Servicios de Registro y Custodia de los valores: las asignaciones son anotadas en cuentas generales de terceros clientes en los participantes de los DCVs y, a su vez, en las cuentas de detalle de los mismos en los sistemas informáticos de dichos participantes. Una vez

anotados los valores y liquidados los efectivos de la primera emisión, durante la vida de los valores, los intermediarios financieros y la infraestructura de mercado, el DCV, custodiarán los títulos. Esta función implica procesar los eventos corporativos a que haya lugar, como por ejemplo: pagos de cupón o de dividendos, según sean valores de renta fija o de renta variable; facilitar el derecho de asistencia a Junta y el correspondiente derecho de voto en caso de los accionistas o Juntas de bonistas; atender a las instrucciones de los inversores cuando tengan que decidir entre acudir o no a ampliaciones de capital o entre escoger un dividendo en efectivo o en nuevas acciones; facilitar el cumplimiento fiscal; etc.

Asimismo, los intermediarios financieros y las infraestructuras de mercado, velarán por que los inversores puedan cumplir con las obligaciones que se derivan de las operaciones de compraventa de los valores en los mercados secundarios, con lo que facilitarán que el vendedor entregue valores al mismo tiempo que recibe el cobro de los mismos al precio acordado en los procesos de contratación y viceversa, cuando el inversor compra valores en los mercados secundarios. Todo ello se realiza bajo el estricto cumplimiento del principio de entrega contra pago, fundamental para la seguridad de unos mercados de valores que tratan de evitar que se materialice el denominado riesgo de principal.



El riesgo de principal es aquél en el que el vendedor o el comprador, por la circunstancia que sea, no pueda cumplir con una de las partes del negocio jurídico, los valores o el efectivo. Para evitar este riesgo, los DCVs establecen la infraestructura necesaria para asegurar que quien paga por los valores que compra, recibe los títulos acordados en tiempo y forma, así como que el que vende y entrega los mismos, recibe los efectivos pactados en el momento de la venta. Estamos ante la función de la liquidación de los mercados de valores.

Adicionalmente al riesgo de principal, en los procesos de liquidación surgen otros riesgos que pueden comportar que la entrega o el pago de una operación acordada en los mercados secundarios fallen, es decir, no se liquide en la fecha y de la forma acordada en el momento de la contratación. Este riesgo, denominado de contrapartida, puede inducir fallos en la liquidación de otras operaciones del mercado. Por ejemplo, podría suceder que un inversor compre unos valores que se liquidan una fecha y a su vez venda con liquidación en la misma fecha. Esta concatenación de operaciones puede producir un efecto dominó que implique que el fallo en la liquidación de una de ellas cause fallos en otras relacionadas, generando fallos en cadena que pueden afectar al correcto funcionamiento de los procesos globales de liquidación de los mercados provocando, en consecuencia, una situación de riesgo sistémico.

Otro factor de riesgo posible proviene de los procesos de neteo de la operativa que se ejecutan en los mercados de valores. Con el objetivo de simplificar al máximo el número de operaciones a liquidar diariamente en el DCV, los altos niveles de contratación alcanzados en los últimos veinte años se han simplificado a la hora de liquidarse mediante el denominado proceso de compensación de la operativa. Básicamente esto consiste en netear los valores y efectivos a entregar y recibir por cada intermediario financiero por todas las operaciones que tiene que liquidar cada día.

Cuando como ocurre en la actualidad se procesan miles de operaciones diarias en cada intermediario financiero, las ventajas de este sistema

se multiplican exponencialmente. De igual forma, también se multiplican los riesgos de liquidación, es decir, el riesgo de que un fallo en la liquidación de un intermediario financiero afecte al conjunto de los que compensan (netean) su operativa junto con el incumplidor, aumentando en razón del posible efecto dominó comentado.

Precisamente para tratar de controlar y minimizar ese riesgo sistémico, una vez que se definió la Reforma del sistema de compensación y liquidación de valores en España, quedó claro que uno de los objetivos era desplazar la firmeza de las operaciones desde la contratación hasta el entorno de la liquidación. En ese momento la posibilidad de introducir los servicios de una entidad de contrapartida central (ECC) cobró fuerza ya que la interposición (novación) genera básicamente los siguientes beneficios:

- Garantizar el buen fin de las operaciones.
- Gestionar el riesgo de contrapartida, minimizando el riesgo ante posibles incumplimientos por parte de los agentes involucrados.
- Simplificar la liquidación de las operaciones, realizando previamente a la misma una compensación de valores y efectivos, consiguiendo de esta manera minimizar el volumen de valores y de efectivo que se llevan a liquidar.
- Reducir los requisitos de capital exigibles a los participantes por la reducción de las exposiciones y porque éstas son frente a una ECC.
- Utilizar los mecanismos de resolución de incidencias de la ECC.

A modo de resumen podemos decir que las infraestructuras del mercado de valores que se dedican a dar servicios en el área de la post-contratación son básicamente dos: las ECCs y los DCVs. Las primeras se centran en ofrecer servicios de interposición y neteo de las instrucciones a liquidar y en gestionar de forma profesional el riesgo de contrapartida con el objetivo de minimizar el riesgo sistémico en los mercados a los que sirve. Por su parte, las funciones básicas de los



DCVs son tres: el registro central de emisiones y la representación anotada de los valores emitidos; la custodia y gestión de cualquier evento corporativo de los valores anotados; y, por último, liquidar centralmente las operaciones del primer y segundo mercado, facilitando la entrega y recepción de los valores vendidos/comprados y su correspondiente cobro/pago de los efectivos acordados.

EL SECTOR DE LA POST-CONTRATACIÓN EN EUROPA. UN ANÁLISIS PREVIO. (1990-2015)

A primeros de los años noventa, el sector de las infraestructuras de mercado de valores se caracterizaba, en la mayoría de los países de la Unión Europea, por contar en cada país con uno o dos DCVs, tratándose en este último caso de una entidad de carácter privado para los valores de emisores corporativos y el Banco Central correspondiente para la deuda pública. Casos especiales eran el Reino Unido con cuatro Depositarios Centrales y España que tuvo hasta seis durante algunos años.

Tras la firma del Tratado de Maastricht en 1992 tuvo lugar un proceso de consolidación que, primero, fue nacional entre las distintas DCVs de cada país. Este proceso tuvo pocas excepciones: Bélgica, Grecia y Portugal, que mantuvieron dos DCVs y España, que pese a fusionar en IBERCLEAR, CADE (la central de deuda pública del Banco de España) y el SCLV, siguió contando con las SCL locales de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia.

Con la llegada del euro en 1999, tuvieron lugar las fusiones de DCVs de varios países en torno a dos grupos liderados, cada uno, por Depositarios de Valores Internacionales, (ICSDs) figura mixta que se corresponde con los Depositarios Centrales *stricto sensu* para eurobonos emitidos en sus libros y con custodios globales para los valores emitidos en DCVs nacionales; es el caso de Euroclear y Clearstream.

Asimismo, en los primeros años del nuevo siglo surgió una nueva figura, las ECCs, prove-

niente de los mercados de derivados donde el plazo de los contratos registrados suponía un riesgo de contrapartida mayor que en los mercados de contado.

En este contexto, el coste elevado de la compensación y liquidación de los valores transfronterizos frente a los domésticos, era señalado como uno de los problemas para conseguir una verdadera unión financiera en el seno de la Unión Europea (UE), capaz de competir en el entorno cada vez más global y competitivo de los mercados de capitales.

Para tratar de armonizar los procesos de post-contratación de los países de la UE entre 2001 y 2005 se publicaron los conocidos como Informes Giovannini que incluían muchas recomendaciones para avanzar en una mayor integración del sector en Europa.

Estas iniciativas no fueron suficientes para conseguir una liquidación transfronteriza tan eficiente y económica como la aplicada a escala nacional, por lo que surgieron nuevas propuestas buscando este objetivo. En julio de 2006 se lanzó un nuevo proyecto impulsado por los Bancos Centrales para tratar de armonizar la liquidación transfronteriza: TARGET2 Securities (T2S). Se trata de un desarrollo de gran envergadura que persigue la creación de una plataforma tecnológica común para los DCVs y los Bancos Centrales en donde de forma integrada se liquide toda la operativa europea de los mercados de valores.

T2S gestionará todas las cuentas de valores de los participantes abiertas en los DCVs, así como todas sus cuentas de efectivo en donde liquidan la operativa proveniente de los mercados de valores. Con ello la liquidación doméstica puede procesarse exactamente igual que la transfronteriza, de manera que se puede hablar de una liquidación sin fronteras entre los países representados por los 24 DCVs europeos.

Además, T2S se ha configurado como un catalizador en pro de una armonización profunda de todas las prácticas de post-contratación y no sólo las de liquidación. Así, auspiciado por un grupo de trabajo de T2S, en el «*Harmonization Steering Group*» se está avanzando en los procesos de



armonización concernientes a áreas como los eventos corporativos, las Juntas Generales y los derechos de voto, los procesos de retención y devoluciones fiscales, etc.

La otra propuesta europea necesaria para avanzar en la convergencia operativa y procedimental necesariamente tenía que ser un adecuado marco legal y normativo que permitiera la armonización. De esta manera, son dos las piezas básicas de la arquitectura del mercado de valores europeo. Por un lado, el Reglamento de Infraestructuras de Mercado (EMIR, «*European Market Infrastructure Regulation*») que regula, entre otras materias, a las ECCs y, por otro, el Reglamento de Depositarios Centrales de Valores («*CSDR, Central Securities Depositories Regulation*»).

EL SISTEMA ACTUAL DE LA POST-CONTRATACIÓN EN ESPAÑA

El sector de las infraestructuras de los mercados de valores en España tiene unas peculiaridades que lo diferencian respecto a las europeas. Ya se ha comentado que en España, tras la unificación en IBERCLEAR del registro y liquidación de la Deuda Pública con la renta fija privada y la renta variable de ámbito estatal, se ha seguido contando con sistemas de compensación, liquidación y registro en las Rectoras de las Bolsas de Valores de Barcelona, Bilbao y Valencia, donde se procesan exclusivamente los valores de ámbito local.

Sin embargo, las peculiaridades de nuestro sistema son de importancia en otros aspectos; IBERCLEAR tiene dos plataformas técnicas diferenciadas para registrar y liquidar valores: una, CADE, para la renta fija y otra, SCLV, para la renta variable.

La renta fija se liquida en España, en general, de forma similar al resto de Europa; es decir, mediante saldos disponibles en las cuentas de valores de las entidades participantes en el DCV. Cada entidad participante autorizada a gestionar valores por cuenta de sus clientes dispone en los libros del DCV de dos cuentas que gestiona. Una, la Cuenta Propia, en la que se anotan los saldos

propiedad de la entidad participante y la denominada Cuenta de Terceros, en la que se registran de forma global la suma de todos los saldos de sus clientes.

Sin embargo, para la renta variable, en la plataforma SCLV, se exige además de saldo suficiente, la entrega al sistema de un número identificativo del origen de los valores en el momento de su adquisición, ya fuera a título lucrativo (donación, legado...) o a título oneroso. Este código, que identifica la causa y la fecha en que los valores fueron adquiridos por su propietario, se denomina Referencia de Registro (RR). En este caso el sistema del DCV controla que cada uno de los saldos de valores de las cuentas de sus entidades participantes, ya sean Cuenta Propia o Cuenta de Terceros, esté amparado por las distintas RRs que dieron lugar a dicho saldo. Las entidades participantes, a su vez, llevan el control entre el saldo, la RR y los detalles de la titularidad de cada RR-saldo por cada código valor.

Este procedimiento otorga una elevada seguridad al sistema y una gran protección al inversor, por cuanto le confiere mucha trazabilidad a disposición del supervisor, a la vez que mitiga los riesgos derivados del denominado «depósito irregular», es decir, que las entidades participantes del DCV puedan, por error, negligencia o dolo, utilizar valores de unos clientes para liquidar operaciones de otros.

El sistema de RRs está vigente desde la creación del DCV español en 1992 y ha sido capaz de adaptarse para poder afrontar un crecimiento exponencial de la contratación en la Bolsa española y, consecuentemente, de su liquidación en IBERCLEAR. Asimismo, no ha sido obstáculo alguno para que la inversión no residente en valores de renta variable española haya llegado a niveles elevados de hasta el 80% del total contratado en la Bolsa española.

Otra de las características del sistema español es la dualidad del servicio del DCV. Por un lado, IBERCLEAR es hoy un DCV como cualquier otro Depositario Central europeo, si bien con las características exclusivas españolas que estamos comentando. Pero, además, gestiona una función de



compensación, que si bien otros DCVs en Europa también realizaban, han dejado de ofrecer.

Nos estamos refiriendo a la función de Mecanismo de Garantía («*Guarantee Arrangement*») que realiza IBERCLEAR para la renta variable española. Esta función es muy similar a la que las ECCs realizan con su proceso de gestión de los riesgos de contrapartida. Sin embargo, a diferencia de las ECCs, IBERCLEAR no realiza novación, es decir, no se interpone en nombre propio entre comprador y vendedor, sino que es el conjunto del sistema, es decir todas las entidades participantes en el SCLV, las que tendrían que afrontar el riesgo de que la Fianza en Garantía del Mercado aportada por todos ellos no fuera suficiente en caso de producirse un fallido en los procesos de liquidación de la renta variable.

En consecuencia, el actual modelo de post-contratación de la renta variable española es también *sui generis* al no existir una entidad especializada en la gestión y asunción de los riesgos de contrapartida, sino ser el propio DCV el que, además de sus tres funciones básicas (registro notarial de la emisión, custodia central de los valores y liquidación central de la operativa), realiza una cuarta consistente en la compensación y gestión del riesgo de contrapartida.

Otra cuestión que exige una normalización en el ámbito europeo, es el momento en que se establece la Firmeza de las instrucciones a liquidar sobre la renta variable. En España conforme a la Directiva europea de la Firmeza, una instrucción de liquidación está protegida en el caso de que una entidad participante en el sistema de liquidación entre en concurso de acreedores, desde el momento en que dicha instrucción ha sido admitida en el sistema. Dicho momento lo define cada sistema de liquidación de valores en sus reglas de funcionamiento. Así, para el caso de la renta variable, en la actualidad dicha firmeza está en el entorno de la contratación, en concreto desde el momento en que las Bolsas españolas envían a IBERCLEAR el fichero con la operativa contratada en fecha de contratación. En otros países y sistemas este momento de entrada está definido en procesos más próximos temporalmente a la liquidación.

LA REFORMA ESPAÑOLA DE LA POST-CONTRATACIÓN

Dada la situación descrita era inevitable iniciar una profunda revisión de los procesos normativos y operativos de la post-contratación española. Los antecedentes de la misma cabe fecharlos en diciembre de 2007 con la elaboración de un documento conjunto entre el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Dicho documento se retomaría con una consulta pública al mercado que se inició en febrero de 2010 y casi un año después, en enero de 2011, se publicó por parte de la CNMV un documento con el detalle general de la propuesta de Reforma del sistema español de compensación, liquidación y registro.

Como aspectos básicos de esta Reforma destacan:

- La introducción de una Entidad de Contrapartida Central (ECC).
- La adopción de cambios en el momento de la firmeza en el Depositario Central de Valores (DCV).
- La eliminación del Principio de Aseguramiento de la Entrega.
- La liquidación exclusiva por saldos eliminando las Referencias de Registro.
- La normalización de la llevanza del registro de detalle por parte de las entidades participantes del DCV.
- El establecimiento de una base de datos gestionada por el DCV, IBERCLEAR, con los detalles de la titularidad, que permita la eficiente trazabilidad y supervisión del sistema.

BME CLEARING: SU NUEVO PAPEL COMO INFRAESTRUCTURA EN EL MERCADO

INTRODUCCIÓN A LAS ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA CENTRAL

Las Entidades de Contrapartida Central, ECC o CCP en su acrónimo inglés o cámaras de com-



pensación o «*Clearing Houses*» como también son llamadas, se desarrollan junto a los mercados de derivados americanos. Los productos derivados tienen dos características que les hacen muy propensos al llamado riesgo de contrapartida que, de manera general, puede definirse como el proveniente de que una de los dos contrapartes de un acuerdo no cumpla con el mismo. De forma más específica, en el mundo de los derivados o en el mundo de la liquidación de valores, este riesgo de contrapartida es el riesgo de que una de las contrapartes de la operación no realicen la liquidación de la misma. Las dos características de los productos derivados que inciden especialmente en el riesgo de contrapartida son las de su alto apalancamiento y que puede existir un largo periodo de tiempo entre la negociación y la liquidación de los contratos.

Enumeramos los principios de gestión de riesgo que utiliza una ECC:

- Existencia de un miembro compensador de la cámara que se hace responsable solidario frente a la ECC de todas sus operaciones y de las de sus clientes.
- Existencia de otros miembros de la cámara, que no son compensadores en el sentido de que no son directamente responsables frente a la ECC y necesitan, por tanto, de un miembro compensador que se haga responsable de ellos frente a la cámara y les compense. Estos miembros llamados no compensadores son miembros de los mercados y, por su papel en el mismo les interesa tener un rol en la cámara, pero su negocio es realmente el de la ejecución y es por ello que necesitan los servicios de una entidad especializada en la compensación para que procese sus operaciones en la cámara.
- Interposición de la cámara entre el comprador y vendedor de una operación de un mercado. De esta manera, la ECC actúa como contrapartida del miembro compensador de la parte compradora y como contrapartida del miembro compensador de la parte vendedora. A esta interposición se le llama novación. Con ella se extinguen los derechos y obligaciones que tenía el comprador con el vendedor y viceversa y nacen los mismos derechos y obligaciones pero esta vez de la cámara con el comprador y, por otro lado, de la cámara con el vendedor.
- Compensación de los derechos y obligaciones que tiene la cámara con cada uno de los participantes de la misma. Dado que la ECC es contraparte de todas las operaciones, la ECC, en función de su regulación, produce un neto o compensación de modo que cada participante en la cámara y la propia cámara es sólo responsable de las obligaciones derivadas de la posición neta.
- Introducción de un sistema de garantías relacionado con la posición pendiente de liquidar, de modo que la garantía se calcula en función del tamaño y del riesgo de precio de la misma. Las mejoras informáticas y de comunicación de sistemas, hacen posible que estas garantías por la posición se controlen y requieran prácticamente en tiempo real.
- Como complemento de la garantía por posición, se exigen garantías relacionadas con la solvencia del miembro compensador y, adicionalmente, de una garantía colectiva solidaria (o *default fund*) entre todos los miembros compensadores. El objetivo de esta garantía colectiva es reforzar las líneas de defensa de la ECC, de forma que en el hipotético caso de que las garantías exigidas a los miembros, tanto las relacionadas con su posición pendiente como las prudenciales adicionales, fueran insuficientes, se pueda restituir el equilibrio de la ECC mediante un fondo solidario al que han contribuido todos los miembros de forma proporcional a su actividad y riesgo.
- La entidad de contrapartida central está dotada de mecanismos legales que le proveen de una gran seguridad jurídica.



INICIATIVAS REGULATORIAS RELACIONADAS CON LAS ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA CENTRAL

En los últimos años las entidades de contrapartida central han ido cobrando una mayor relevancia y, como consecuencia, han sido objeto de distintas actuaciones por parte de las autoridades, a nivel mundial.

En 2004 el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) emitieron un documento conjunto de recomendaciones para el desempeño de la función de las ECC. Entre las principales recomendaciones de dicho documento se pueden destacar: i) la necesidad de un sistema legal sólido, transparente y aplicable; ii) la identificación, medición, seguimiento y limitación de cada clase de riesgo asumido y la exigencia de garantías y medidas acordes a los mismos; iii) la adecuación de los recursos de la ECC y de los participantes; iv) disponer de procedimientos para liquidación en efectivo y por entrega; y v) tener unos protocolos claros y públicos sobre eficiencia, gobierno, transparencia, supervisión y gestión de incumplimientos.

Estas recomendaciones de CPSS-IOSCO se habían publicado antes de la gran crisis financiera en la que los productos derivados jugaron un papel relevante. Como consecuencia de ello, el 25 de septiembre de 2009, en una reunión del foro del grupo de los veinte (G-20), se acordó que «todos los contratos de derivados OTC estandarizados deberían ser negociados en mercados o plataformas electrónicas de negociación, cuando fuera posible, y ser compensados a través de entidades de contrapartida central al final de 2012».

Esto claramente suponía un impulso a la actividad de las entidades de contrapartida central que acogieron este nuevo flujo de derivados OTC que deben compensarse en una cámara, pero suponía asimismo un motivo de preocupación para las autoridades, ya que las ECC se convierten en sistémicas.

Para dar continuidad a este proceso, tanto en Estados Unidos como en Europa surgen iniciati-

vas que persiguen aumentar y homogeneizar la regulación de las ECC, que hasta entonces habían tenido una regulación de tipo nacional. En Europa se publica en julio de 2012 el Reglamento 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (EMIR) y, posteriormente, también se publican una serie de normas técnicas de regulación que desarrollan extensamente el nuevo Reglamento.

EMIR regula con mucho detalle la autorización y supervisión de las ECC, los requisitos de capital, la cooperación supervisora transnacional, los requisitos organizativos, las normas sobre conflictos de interés, el gobierno corporativo de la ECC, las normas de conducta, los requisitos prudenciales (requisitos en materia de garantías, el fondo de garantía frente a incumplimientos, los procedimientos en caso de incumplimiento o el cálculo de riesgo en situaciones de estrés financiero).

UTILIZACIÓN DE ECCS PARA LA LIQUIDACIÓN DE VALORES DE RENTA VARIABLE

Durante los últimos años se ha generalizado en numerosos mercados, tanto regulados como no regulados, la utilización de una ECC, como paso previo a la liquidación de los valores de renta variable y al registro/custodia de los mismos.

Este desarrollo no se ha debido tanto a la urgencia de la gestión del riesgo de contrapartida sino al interés en contar con los mecanismos antes comentados de novación y compensación, que simplifican y reducen riesgos en el proceso de liquidación.

Se puede definir los procesos de cámara en un sentido amplio como el conjunto de procesos de recepción y aceptación de las operaciones recibidas, la transformación, conciliación, compensación de saldos y confirmación de las instrucciones de liquidación que tiene por objeto determinar las posiciones de valores y de efectivo que han de llevarse después a la fase de la liquida-



ción, para lo cual se calcula, para cada participante y para cada ISIN contratado en una sesión de mercado, en un complejo sistema de cuentas, el total efectivo a pagar (recibir) y el número de valores a recibir (entregar). Gracias a este proceso previo, la liquidación de los valores se realiza de una forma más eficiente en el sistema de liquidación donde cada participante realiza la entrega (recepción) de los valores recibiendo (entregando) a su vez el efectivo, de acuerdo con los saldos proporcionados por la fase de compensación.

PROCESOS OPERATIVOS DE BME CLEARING COMO ECC

Conviene recordar que el actual sistema de post-contratación de valores de renta variable en España funciona desde hace años con gran eficiencia y con gran seguridad jurídica. Por tanto, la Reforma se realiza con el objetivo de corregir ciertas especificidades del sistema para hacerlo aún más eficiente y para que este mejor adaptado para asumir los cambios que se avecinan en los próximos años.

A continuación, se desarrollan con un cierto detalle los distintos aspectos de la operativa prevista por BME CLEARING.

Miembros compensadores

La estructura de diferentes tipos de miembros compensadores es la habitual en una ECC. Existen los miembros compensadores individuales, que se responsabilizan de su actividad por cuenta propia y la de sus clientes y los miembros compensadores generales que se responsabilizan igualmente de su actividad y la de sus clientes, pero que adicionalmente pueden adquirir la responsabilidad de los miembros no compensadores. Para ambos tipos de miembros compensadores, cuando se habla de responsabilidad se incluyen también los movimientos de efectivo con la cámara y la constitución de garantías.

Miembros no compensadores

La ECC admite también miembros no compensadores, como es habitual en otras ECC. Los miembros no compensadores son entidades que son miembros negociadores en el ámbito de la contratación por lo que les interesa participar en la cámara, siendo miembros de ésta pero sin llegar a la responsabilidad de un miembro compensador. Por esta razón mantienen una relación con un miembro compensador general para la compensación de su actividad.

Estructura de cuentas

La estructura de cuentas se adecúa al resto de las ECC europeas. Se mantienen Cuentas Propias, Cuentas de Cliente Individual (Individual Segregated Account) y Cuentas de Clientes con Segregación General (Omnibus Segregated Account).

Todas las cuentas abiertas en BME CLEARING deben tener asociada una cuenta de liquidación de una entidad participante de IBERCLEAR, de modo que las transacciones anotadas en una cuenta de la ECC se liquiden en la cuenta asociada en IBERCLEAR.

Gestión de transacciones de venta para la liquidación

Este procedimiento se habilita para evitar que, faltando valores, se entreguen en la liquidación valores correspondientes a otros clientes que formen parte de la misma cuenta general de terceros en IBERCLEAR y que no son los que carecen de valores suficientes en las correspondientes cuentas de registro de detalle para atender sus obligaciones de entrega.

Mediante este mecanismo, las entidades participantes (por cuenta de los miembros compensadores) podrán retener transacciones de venta. De esta manera, BME CLEARING no incluirá estas transacciones de venta en las instrucciones de liquidación de su fecha teórica de liquidación. Las entidades participantes, a medida que vayan disponiendo de saldo sufi-



ciente en las cuentas generales de terceros para atender a la liquidación de estas transacciones de ventas, las liberarán y en ese momento la cámara generará las instrucciones de liquidación correspondientes.

Compensación y agregación. Generación de las instrucciones de liquidación

En cada cuenta de registro neto se compensarán las obligaciones de pago con los derechos de cobro de efectivo y las de entrega de valores con las recepciones de valores que resulten de las transacciones que tengan la misma fecha de negociación, fecha teórica de liquidación e ISIN. BME CLEARING generará una instrucción de liquidación por el saldo neto resultante.

En cada cuenta de registro bruto se agregarán la totalidad de las transacciones de compra y, separadamente, la totalidad de las transacciones de venta que tengan la misma fecha de negociación, fecha teórica de liquidación e ISIN. BME CLEARING generará dos instrucciones de liquidación: una para el conjunto de obligaciones de compra y otra para el conjunto de obligaciones de venta resultantes de las transacciones que tengan los atributos comunes antes mencionados.

Instrucciones de liquidación

Tras la liquidación de las instrucciones de liquidación en IBERCLEAR, se cerrarán las posiciones registradas en BME CLEARING y cesarán las responsabilidades de la ECC y del miembro o del cliente que fuera contrapartida respecto a estas posiciones e instrucciones de liquidación.

PROBLEMAS EN LA LIQUIDACIÓN

BME CLEARING aplicará los mecanismos de gestión de incidencias en la liquidación respecto de las transacciones pendientes de liquidar después del último ciclo de liquidación de la fecha

teórica de liquidación y las transacciones de venta retenidas en la ECC (que sigan retenidas después de su fecha teórica de liquidación).

Préstamo de última instancia

El préstamo de última instancia es un mecanismo donde unos prestamistas aportan unos valores para resolver, en primera instancia y si existen suficientes valores disponibles en préstamo, incidencias en la liquidación.

Si existen valores disponibles en préstamo, entonces el préstamo es posible y se generarán en D+3 (en un ciclo especial a última hora de préstamo) dos transacciones de préstamo; una del prestamista frente a BME CLEARING y otra de BME CLEARING frente al prestatario (titular de la cuenta en la ECC en la que ha habido un fallido por falta de entrega de valores). Con los valores obtenidos por el prestatario, se atenderá en el mismo ciclo especial a la instrucción que, de otra forma, habría sido fallida. De esta manera, no habrá compradores afectados. Junto a las instrucciones de préstamo se generarán asimismo unas instrucciones en las que el prestatario entrega colateral al prestamista, como garantía.

El préstamo de última instancia conlleva la obligación para el prestatario de satisfacer una retribución al prestamista que, por su parte, vendrá obligado a pagar al prestatario un tipo de interés determinado sobre el colateral recibido como garantía.

Una vez liquidada la instrucción de liquidación de la transacción inicial del préstamo de última Instancia, BME CLEARING anotará, en las respectivas cuentas, la transacción de devolución, de manera que la cuenta del prestatario reflejará la obligación de devolución de los valores y la cuenta del prestamista reflejará la obligación de devolución del colateral recibido. La liquidación de la transacción de devolución del préstamo sólo podrá tener lugar a instancias del prestatario, siendo posible la liquidación parcial.



Recompra

BME CLEARING llevará a cabo la recompra en el caso de que las instrucciones de liquidación de posiciones de venta o las transacciones de venta retenidas no se liquiden en el último ciclo de liquidación de la fecha máxima estipulada para ejecutar la recompra.

Cuando la transacción de devolución del préstamo de última instancia no se haya liquidado en el último ciclo de liquidación de la fecha máxima estipulada, BME CLEARING llevará a cabo la recompra, de la misma manera.

Liquidación en efectivo

En el caso de que no sea posible llevar a cabo la recompra, por falta de valores disponibles, BME CLEARING realizará la liquidación en efectivo de las instrucciones de liquidación de posiciones de venta y de compra afectadas. La liquidación en efectivo supondrá el cargo de una compensación al vendedor fallido y su abono al comprador afectado.

Penalizaciones

Cuando no se haya podido constituir un préstamo de última instancia, el vendedor fallido pagará una penalización equivalente a la retribución diaria del préstamo. En el caso de la recompra, el vendedor fallido deberá pagar el precio ofertado por el proveedor de valores seleccionado y la penalización dependerá de ese precio.

Adicionalmente, el vendedor fallido o el prestatario, en su caso, tendrá que asumir una penalización por el coste administrativo de la ejecución de la recompra. Los costes y gastos en que BME CLEARING incurra, derivados de la gestión de las incidencias en la liquidación, junto con las correspondientes penalizaciones, serán cargados al miembro compensador responsable de la posición respecto de la que se haya producido la incidencia en la liquidación.

IBERCLEAR: NUEVO SISTEMA DE REGISTRO Y LIQUIDACIÓN

EL NUEVO SISTEMA REGISTRAL

La desaparición de las Referencias de Registro (RR) en el sistema de liquidación y registro de la renta variable es, como ya se ha comentado, una de las características más importantes de la Reforma. Sin duda, las RRs dotaban al sistema de una alta seguridad y trazabilidad para las tareas del supervisor, facilitando el control del mismo. Por ello, la Reforma ha pretendido que su eliminación no comportara una disminución en los niveles de seguridad, control, trazabilidad..., en última instancia de la supervisión global del sistema español.

Sin embargo, es importante destacar que el procedimiento registral español, pese a los numerosos cambios que a continuación describiremos, sigue manteniendo una de sus características más relevante y que no es exactamente igual a otros sistemas de registro de valores. Estamos hablando del denominado «Registro de Doble Escalón».

Los sistemas registrales de valores directos no están armonizados en Europa. Existen diversas estructuras de tenencia de valores que difieren a lo largo del mundo. En un ejercicio de clasificación simplificada, podemos englobar los diferentes sistemas en dos grandes bloques: sistemas de tenencia de valores directos y sistemas de tenencia de valores indirectos.

Los sistemas de valores directos son aquellos en los que las cuentas de valores de cada uno de los inversores se abren en los soportes informáticos manejados por el DCV. Dichas cuentas son operadas por los intermediarios financieros pero, al anotarse los títulos en las cuentas del DCV, se elimina el riesgo de custodia de los intermediarios financieros. Hoy en día, este sistema es el utilizado en los países nórdicos, en Grecia y en la mayoría de los países del este Europeo. Fuera de Europa, en la mayoría de países de Hispanoamérica y de Asia siguen también este sistema.

Por su parte, los sistemas de tenencia indirecta son los propios de los países más relevantes de



la Unión Europea (Alemania, Francia, Reino Unido, Italia, Holanda, Bélgica, etc.), así como de Canadá y Estados Unidos.

¿Dónde encuadraríamos al sistema español? Esta pregunta se ha respondido tradicionalmente englobando al sistema registral español dentro de los sistemas de tenencia indirecta.

Efectivamente, el sistema registral español engloba las cuentas denominadas de terceros (cuentas de terceros clientes de los intermediarios financieros) en una única cuenta abierta en el DCV, IBERCLEAR, cuya suma de saldos por código valor debe coincidir, necesariamente y en todo momento, con el desglose de cada saldo por valor anotado en los libros de los intermediarios financieros.

El sistema español tiene también algunas de las características de los sistemas directos, como consecuencia de su especial configuración. Así, el Registro se compone en España de dos escalones. Uno, el Registro Central, es el representado por las anotaciones efectuadas en el sistema informático de IBERCLEAR. Este Registro es el denominado Registro Central o primer escalón.

Adicionalmente, se cuenta con el Registro de Detalle, el segundo escalón, constituido por registros informáticos anotados en las entidades financieras, y donde se abren las cuentas de valores de los inversores. Es importante destacar que, tanto uno como otro, son parte integrante del Registro de Valores español, donde la anotación de los valores confiere al inversor la presunción de ser el propietario titular de los mismos a todos los efectos.

En lo básico, este sistema registral de doble escalón se mantiene. La Reforma avanza también en cuestiones importantes en el plano del registro. Así, hasta ahora sólo es posible que los intermediarios financieros cuenten con dos cuentas de valores en el DCV, la Cuenta Propia y la Cuenta de Terceros. El nuevo sistema va a permitir que las entidades financieras abran las cuentas que deseen, tanto propias como de terceros, facilitando su gestión comercial y operativa.

Adicionalmente, será posible la apertura de cuentas de valores de un nuevo tipo, nos referi-

mos a las Cuentas Individuales abiertas en el DCV a nombre de un titular único, ya sea persona física o jurídica. La llevanza de cada una de estas cuentas se podrá realizar de forma directa por el titular de dicha cuenta, estando limitado en principio a organismos públicos esta posibilidad; o bien de manera indirecta, de forma que la gestión de las cuentas individuales será responsabilidad del intermediario financiero del que la persona física o jurídica en cuestión sea cliente.

Este nuevo tipo de cuentas permitirá eliminar el riesgo de custodia de los inversores, por cuanto en caso de discrepancia entre los saldos registrados en el Registro Central y el Registro de Detalle en las cuentas generales de terceros será necesario acudir a una prorrata en los casos en que los valores en el Registro Central sean menores que los anotados en el de Detalle.

EL NUEVO SISTEMA DE LIQUIDACIÓN

La Reforma coincide temporalmente con T2S, la Plataforma de Liquidación de los bancos centrales europeos que, en régimen de «outsourcing», van a utilizar los DCVs europeos.

IBERCLEAR ha previsto la migración a la plataforma de T2S como un proyecto articulado en dos pasos. En una primera fase, que finaliza en abril de 2016, se implantó una nueva Plataforma de Liquidación y Registro de valores, denominada ARCO, inicialmente para la renta variable. Posteriormente, en septiembre de 2017, dicha Plataforma técnica se conectará con T2S y se migrará a la misma, momento en que los valores de renta fija serán incluidos en ARCO.

En consecuencia, buena parte de las características de la liquidación en T2S se han tenido en cuenta a la hora de diseñar la plataforma ARCO. El sistema será un sistema único, es decir, igualmente válido para la renta variable y para la renta fija, a diferencia del sistema actual. Es decir, se liquidará basándose exclusivamente en los saldos en las cuentas de valores.

El sistema liquidará instrucciones procedentes de una ECC o de una plataforma de negociación,



en cuya liquidación no interviene una ECC; así como operaciones comunicadas directamente por las Entidades Participantes del DCV, IBERCLEAR.

De igual forma, los procesos de liquidación serán exactamente los mismos para las ECCs que accedan al sistema, al igual que para distintas plataformas de negociación, todo lo cual facilita la libre y justa competencia conforme a lo establecido por el Reglamento de CSDs. Asimismo, los DCVs que se conecten con IBERCLEAR, tendrán que cumplir con los mismos requisitos que cualquiera de sus Entidades Participantes, cumpliendo con el objetivo de que la liquidación y custodia transfronterizas estuvieran sujetas a unas mismas normas y reglas.

Por último, cabe destacar que unas semanas después de la implantación de la Reforma está previsto que la fecha de liquidación de las operaciones bursátiles y de la operativa ejecutada en otras Plataformas de Negociación pase a liquidarse en IBERCLEAR dos días después de su fecha de contratación (D+2), cumpliendo con lo establecido en el Reglamento de CSDs.

SUPERVISIÓN Y CONTROL DEL SISTEMA

La eliminación del control y trazabilidad en el sistema que las Referencias de Registro facilitaban, no podía derivar en una disminución de la seguridad, trazabilidad y control por parte de las autoridades supervisoras en el nuevo sistema. Así, surge una pieza básica en esta Reforma: se trata del denominado «*Post-Trade Interface*» o PTI.

El PTI es una base de datos, un repositorio de información en el que se recogerán las operaciones y sus titularidades, con el objetivo de garantizar la trazabilidad completa de las operaciones, es decir, desde la contratación, pasando por la compensación y liquidación hasta llegar al registro.

Adicionalmente, el PTI será el vehículo de información entre las distintas entidades que participan en cada infraestructura del mercado (Bolsa o plataforma de negociación, ECC, DCV), todo ello asegurando que la eficiencia de post-contratación sea máxima y que el coste operativo sea mínimo.

El PTI es un mecanismo o herramienta inexistente en otros mercados. Es preciso explicar con claridad su configuración y razón de ser. En concreto, es necesario resaltar que no se trata de un mecanismo del sistema registral español. Las anotaciones en el PTI no producen efectos registrales para los inversores, cuestión que, como ya se ha explicado, es función del Registro de Doble escalón (Registro Central y del Registro de Detalle).

El PTI no se inmiscuye, tampoco, en los procesos de liquidación, siendo éstos los establecidos por T2S y, en consecuencia, el PTI cumple con los procesos armonizadores de dicho proyecto.

En definitiva, el PTI se configura como una herramienta para todas las entidades implicadas en el proceso de la gestión eficiente de la información de la post-contratación, con procedimientos, lenguajes y formatos estandarizados para la comunicación y gestión de la información necesaria entre ellas y entre éstas y las infraestructuras, por lo que asegura el acceso a la información en igualdad de condiciones y manteniendo la necesaria confidencialidad de la misma.

Además, el PTI es una herramienta obligatoria de anotación de todas las operaciones y sus titularidades, con el objeto de habilitar unos mecanismos de vigilancia adecuados de toda la cadena de valor u operativa de los mercados de valores. De esta forma los supervisores cuentan con un repositorio que les asegura una trazabilidad total y un control y supervisión suficientes del sistema, similar a la seguridad alcanzada en el sistema actual con las RRs.



PROPUESTAS PARA LA RECUPERACIÓN Y RESOLUCIÓN DE LAS ECC Y EL EMIR. NUEVOS RETOS

Miguel Ángel Herrero, CNMV

Pasados ya siete años de que, a fin de corregir las debilidades identificadas tras el estallido de la crisis financiera en 2008, los líderes del G20 se comprometieran a reformar significativamente buena parte de las actividades llevadas a cabo en el sector financiero y, en general, del funcionamiento de los mercados de capitales, a nadie llamará la atención apuntar el papel destacado que las entidades de contrapartida central (o ECC) han encontrado desde hace ya tiempo en la agenda de todas las autoridades regulatorias. Después de todo, el fortalecimiento de los mercados de derivados imponiendo, entre otras, la obligación de compensar a través de una entidad de contrapartida central los derivados OTC de carácter estandarizado era uno de los pilares más significativos de esa reforma.

La reforma tenía una clara intención de posibilitar, y de hecho obligar, la transferencia de riesgo desde entornos tradicionalmente bilaterales y opacos, hacia las entidades de contrapartida central, en donde éste puede ser gestionado de manera más transparente y eficiente. Ello habría de facilitar que, en una posible crisis financiera y la eventualidad de la quiebra de una o varias entidades financieras relevantes, la capacidad del sistema en su conjunto para afrontar por sí solo dicho evento aumente. Como consecuencia de lo anterior, se reduciría la probabilidad de que pueda ser necesario destinar recursos públicos a la resolución de dichas situaciones, lo que bajo todo punto de vista se considera totalmente inaceptable.

Todo ello también ha dado lugar a que cada vez distintas voces se alcen para describir a las

entidades de contrapartida central como entes «super-sistémicos» o nuevas entidades demasiado grandes para caer. Es aquí cuando nuevamente nos encontramos de lleno con otro de los objetivos del G20 en materia de regulación financiera: desarrollar un régimen efectivo para la reordenación y resolución de entidades sistémicas. Con ello se pretende en primer lugar, evitar que las entidades sistémicas se enfrenten a una situación en la que no son capaces de mantenerse solventes y viables por sus propios medios y, en segundo lugar, cuando esto no resulte posible, mitigar la probabilidad de que el rescate de dichas entidades o en su liquidación afecte a la estabilidad financiera o deba requerir del soporte del contribuyente.

Las entidades de contrapartida central ocupan un papel singular en el sistema financiero. El posible cierre desordenado de una de ellas puede conducir a una disrupción de carácter sistémico y provocar que los mercados financieros a los que sirven dejen de funcionar de manera eficiente. Por ello son candidatas naturales a estar sometidas no solo a un marco de funcionamiento conforme a los más elevados estándares de seguridad, sino que también, a un régimen adecuado para su posible recuperación o resolución.

Como consecuencia de lo anterior, y ante el papel preeminente de las ECC en la nueva arquitectura financiera global, las autoridades han trabajado intensamente en el desarrollo de un marco regulatorio más sólido que asegure el funcionamiento seguro de estas infraestructuras, de



tal forma que cumplan con las altas expectativas que se han depositado en ellas.

En este artículo comentaremos el estado de desarrollo de los trabajos que se están llevando a cabo para robustecer el régimen regulatorio de las entidades de contrapartida central, que ha sido mucho en los últimos tiempos. No obstante, habrá que reconocer que todavía existen áreas que requieren de más trabajo por parte de las autoridades públicas, las propias ECC y, con mayor generalidad, sus miembros y usuarios, en particular en lo que se refiere al establecimiento de un marco adecuado para la recuperación y la resolución de estas infraestructuras.

De hecho, es ésta una buena ocasión para realizar un balance del estado de las iniciativas regulatorias en este ámbito. El 21 de junio de 2016 comenzarán a ser ya completamente aplicables las obligaciones de compensación centralizada en la Unión Europea para la negociación de contratos OTC sobre derivados relacionados con los tipos de interés. Próximamente también veremos como otras obligaciones de compensación van paulatinamente siendo aplicables en otros tipos de contratos de derivados. Es conveniente asegurar que las entidades de contrapartida central cuentan con todas las herramientas necesarias para gestionar los riesgos del nuevo flujo de actividad que deberán procesar.

Cabe recordar que ya en 2012 el FSB identificó la existencia de regímenes adecuados de recuperación y resolución de ECC como una de las cuatro protecciones de las que habría de dotarse el sistema financiero para garantizar que el establecimiento de obligaciones de compensación centralizada se producía en condiciones de seguridad adecuadas¹.

¹ Las cuatro salvaguardas identificadas por el FSB son: i) acceso abierto y justo para todos los participantes de las ECC, siempre basado en criterios transparentes y objetivos; ii) existencia de acuerdos de cooperación entre autoridades, tanto a nivel doméstico como a escala internacional; iii) la existencia de regímenes de recuperación y resolución adecuados que permitan a las entidades de contrapartida central mantener el funcionamiento de sus servicios críticos ante cualquier situación extrema; iv) la existencia de acuerdos de

ESTADO DE LAS INICIATIVAS MÁS RELEVANTES EN CUANTO A RECUPERACIÓN Y RESOLUCIÓN DE ECC Y, EN GENERAL, SOBRE EL REFORZAMIENTO DEL FUNCIONAMIENTO DE ESTAS INFRAESTRUCTURAS

Con anterioridad a adentrarnos más profundamente en las particularidades de las propuestas actuales relacionadas con la recuperación y resolución de las ECC, conviene identificar con mayor concreción el estado de las iniciativas emprendidas desde 2009 a raíz del comunicado del G20 en lo que se refiere al funcionamiento sólido y eficiente de este tipo de infraestructuras.

RESISTENCIA Y SOLIDEZ DE LAS ECC

En 2012 la Organización Internacional de Comisiones de Valores y el Comité de Infraestructuras de los Mercados Financieros (CPMI-IOSCO, por sus siglas en inglés) emitieron la pieza angular a escala global de la regulación aplicable a las entidades de contrapartida central: los Principios sobre Infraestructuras de los Mercados Financieros (PFMI, por sus siglas en inglés). Mediante el desarrollo de estos estándares internacionales se fortaleció notablemente el funcionamiento de las ECC, instándolas a mantener los procedimientos y los recursos adecuados para resistir situaciones de múltiples incumplimientos simultáneos bajo condiciones de mercado extremas.

En la práctica, desde su adopción por todas las jurisdicciones relevantes del G20, los Principios han conducido a una mejora en la gestión de riesgos y del gobierno de las ECC, lo que, por ejemplo, resulta visible al observar en numerosos casos el incremento sustancial de los recursos financieros que estas infraestructuras deben mantener.

En el ámbito de la UE, los PFMI han sido adoptados principalmente mediante el desarrollo de un Reglamento europeo que regula el funcionamiento de las ECC de forma coherente con

liquidez adecuados que permitan a la ECC financiarse ante cualquier evento extremo.



dichos estándares internacionales². De hecho, en muchos aspectos la regulación europea ha ido más allá de los planteamientos iniciales de los Principios y ha concretado la formulación de carácter más general de éstos.

No obstante, desde la publicación de los PFMI se puso de manifiesto una serie de debilidades para su aplicación coherente a escala global, motivado esencialmente por esa naturaleza genérica de los principios. Para corregir esta situación el FSB conjuntamente con IOSCO, CPMI y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea prepararon un plan conjunto para coordinar sus iniciativas en este campo y facilitar la implantación consistente de los estándares internacionales.

En lo que se refiere al fortalecimiento de las ECC, en estos trabajos se han identificado una serie de prioridades que deben ser tratadas a corto plazo. Estas prioridades incluyen la revisión de las políticas y procedimientos para realizar pruebas de tensión tanto para dimensionar sus recursos financieros como para gestionar satisfactoriamente el riesgo de liquidez.

En este sentido, la posibilidad de realizar pruebas de tensión organizadas por las autoridades supervisoras se ha puesto encima de la mesa en más de una ocasión. No es muy claro decir, por el momento, el objetivo concreto que tendrían estos ejercicios o si se seguiría una orientación macro-prudencial, verificando el impacto que pudiera tener en el sistema la quiebra de uno o varios de los participantes en la ECC o de la propia ECC, o una orientación micro-prudencial, estableciendo un conjunto de escenarios mínimos definidos por las autoridades que las ECC debieran implantar en su sistema de gestión de riesgos. En todo caso, cabe recordar que en el ámbito de la Unión Europea, el EMIR ya contempla la obligación de que ESMA realice ejercicios de índole similar a escala europea.

La realización de estos ejercicios a escala global tendería a promover la confianza en los siste-

mas de gestión de riesgos implantados por las entidades de contrapartida central. Asimismo, constituirá un cierto mecanismo de disciplina de mercado al facilitar la comparación de los resultados obtenidos en el ejercicio por parte de cada una de ellas.

Asimismo, la revisión de las pruebas de tensión utilizadas por las entidades de contrapartida central no se ha quedado únicamente ahí. El plan de trabajo conjunto ha abordado también el modo en que dichas pruebas pueden ser realizadas por las entidades de contrapartida central de manera más rigurosa incluyéndose cuestiones como:

- El gobierno interno de las ECC y el modo en el que éste influye y determina en la selección de escenarios de estrés.
- El modo en el que se identifican los escenarios de tensión para cada producto y la forma en que dichos escenarios son transformados en movimientos de los factores de riesgo de los productos que son compensados por la ECC.
- El uso que la ECC hace de los resultados de sus pruebas de estrés, en particular, para determinar la suficiencia de sus recursos financieros y el modo en el que se toman medidas correctivas en caso de que el resultado de estos ejercicios así lo sugiera.
- La utilización complementaria de otras pruebas, como los análisis de sensibilidad o las pruebas de tensión inversas para evaluar las debilidades de las pruebas de tensión utilizadas por las ECC.

PLANES DE RECUPERACIÓN

Si bien los trabajos relacionados con la capacidad de resistencia de las ECC han constituido un primer paso necesario en su regulación adecuada, por sí sólo, esto no es suficiente. La crisis financiera ha demostrado que las autoridades deben estar preparadas para lo peor. Por ello, se necesita planificar convenientemente el modo en el que las entidades de contrapartida central

² El Reglamento 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (EMIR).



pueden afrontar eventos extremos o casi imposibles.

De este modo, en octubre de 2014 CPMI-IOSCO complementó los PFMI mediante la elaboración de una guía sobre recuperación de infraestructuras de los mercados financieros. En esta guía, se establecen una serie de estándares sobre el modo en el que las ECC debieran diseñar sus planes de recuperación. La publicación de dicha guía se produjo de manera simultánea a la publicación por parte del FSB de un Anexo específico al documento de Atributos Clave de los Regímenes de Resolución Efectivo, que había servido de base a escala global para la elaboración de regímenes de resolución de entidades de crédito. El nuevo Anexo incluía las especificaciones particulares con las que los atributos clave debieran ser aplicados al entorno de las ECC.

La coincidencia en la publicación de ambas guías no es una mera coincidencia. La recuperación y la resolución están completamente interrelacionadas. Son dos caras de una misma moneda. La recuperación se refiere a la capacidad de una ECC para reponerse de cualquier situación que pueda amenazar su viabilidad y su fortaleza financiera de forma tal que pueda continuar prestando sus servicios sin que se requiera el uso de los poderes y atribuciones que la legislación aplicable pudiera conceder a las autoridades de resolución.

Por ello, la recuperación consistirá en todas aquellas actuaciones que una entidad de contrapartida central puede emprender, al amparo de sus propias normas y procedimientos pre-establecidos, para hacer frente a cualquier pérdida no cubierta por sus recursos financieros disponibles, cualquier descubierto de liquidez o déficit de capital, independientemente de que éste sea consecuencia inmediata de la quiebra de uno o varios de sus participantes o que tenga como origen otra causa.

La resolución, por su parte, se presenta como el marco por el cual las autoridades públicas tienen la capacidad de intervenir, una vez las medidas de recuperación han resultado fallidas o no son aconsejables de utilizar, de forma que, en

todo caso, se asegure la prestación de los servicios básicos de la ECC.

De acuerdo a la guía de 2014 de CPMI-IOSCO, existen dos elementos sustanciales que debe tener un régimen de recuperación efectivo: el diseño de los planes de recuperación y las herramientas que recuperación.

El objetivo de los planes de recuperación es identificar toda la información y los procedimientos necesarios para permitir a la ECC seguir prestando sus servicios esenciales durante una situación crítica en la que su viabilidad esté comprometida. Los planes cumplen con otra función relevante. Son el instrumento por el cual las diferentes partes interesadas en el funcionamiento de la ECC pueden prever de antemano las actuaciones que serán emprendidas para que ésta pueda retornar a la viabilidad por sus propios medios. Sirven, por tanto, como un mecanismo de transparencia que permite a sus miembros y usuarios anticipar los efectos de la entrada de la ECC en un proceso de recuperación.

La responsabilidad de elaborar un plan de recuperación debe recaer en la propia ECC y debe estar adecuadamente aprobado por su consejo de administración. Ésta debe contar con los mecanismos de gobierno apropiados a todos los niveles para asegurar que el plan de recuperación se integra eficientemente en todas las actividades relevantes que requieren ser ejecutadas durante el proceso de recuperación. Resulta también conveniente que todas las partes interesadas, incluyendo los miembros compensadores o sus clientes, puedan estar involucrados en la elaboración del plan de recuperación en la medida que es previsible que éstos deban sobrellevar las pérdidas que la activación del proceso de recuperación pudiera ocasionar.

La ECC debe evaluar también su capacidad legal para llevar a la práctica el plan. Ello resulta particularmente relevante en un contexto en el que cada vez más las entidades de contrapartida central prestan sus servicios de manera transfronteriza. La confluencia de las normas y acuerdos contractuales sobre los que se pudiera sustentar el plan de recuperación pudiera entrar en



conflicto con las disposiciones legales existentes en otras jurisdicciones, lo que, a su vez, comprometería los resultados del proceso de recuperación.

Es necesario también que el plan se revise periódicamente de tal forma que se asegure que éste permanece actualizado en todo momento. Asimismo, resulta conveniente que se prevea la elaboración de pruebas periódicas del plan, medida que puede resultar complementaria a las que, de manera ordinaria, la ECC debe realizar sobre la adecuación de sus procedimientos de gestión de incumplimientos.

El contenido del plan debe, al menos, abarcar los siguientes aspectos:

- La definición de los servicios críticos que deben ser cubiertos por la entidad de contrapartida central aún si ésta pudiera estar inmersa en algún tipo de proceso en el que su viabilidad pudiera estar amenazada. Por su propia ubicación en el sistema financiero, la mayoría de los servicios que una ECC pudiera realizar se suelen considerar sistémicos debido a que, de no prestarse, los mercados financieros en los que se desarrollan dejarán de funcionar eficientemente. Incluso si existen otras entidades de contrapartida central prestando servicios similares, resulta dudoso que éstas pudieran albergar la actividad de la otra ECC en un corto periodo de tiempo.
- La identificación del tipo de eventos que pudieran suponer una amenaza para la viabilidad de la entidad de contrapartida central. Estas situaciones pueden estar relacionadas directamente con la actividad de interposición de la ECC a resultas de la gestión de la quiebra de uno o varios de sus participantes, bien sea por la materialización de pérdidas crediticias o por la existencia de descubiertos en su liquidez, o bien pueden tener su origen en otras causas no relacionadas con el incumplimiento.
- Los criterios con los que se determinaría la necesidad de activar el plan de recuperación. Si bien, en algunas circunstancias

podiera ser evidente la necesidad de poner en marcha medidas extraordinarias –por ejemplo, en caso de pérdidas catastróficas de la ECC durante la gestión de un incumplimiento– en otros casos, se deberá evaluar con más detenimiento la conveniencia de activar las actuaciones previstas en el plan.

- La definición de las medidas que se podrán tomar para posibilitar que la ECC retorne a su estado normal de actividad. El abanico de actuaciones deberá ser lo suficientemente amplio, siendo previsible que no todas las acciones se puedan realizar en todos los casos. Es más, la ECC debiera definir razonablemente en su plan qué tipo de medidas se utilizarían según la clase de evento que hubiera originado la situación de crisis. Con ello, se tendería a asegurar que los usuarios y el resto de partes interesadas en la ECC conocen suficientemente las actuaciones que se desarrollaran en dichos supuestos y pueden anticipar las consecuencias de su participación en la entidad de contrapartida central.
- Las consecuencias que la activación del plan pudieran tener en el funcionamiento de las infraestructuras y las plataformas de negociación vinculadas con la entidad de contrapartida central y el modo en el que se prevén mitigar los posibles efectos indeseados en el grado de eficiencia en la negociación o en la pos-negociación de los mercados a los que la ECC da servicio.

MEDIDAS DE RECUPERACIÓN

En general, las medidas de recuperación que una entidad de contrapartida central puede contemplar para retornar a la viabilidad tras un evento catastrófico deben considerar el tipo de circunstancia que se ha producido para llegar a tal situación. Así por ejemplo, una ECC puede verse obligada a emprender actuaciones extraordinarias como resultado de la imposibilidad de cubrir con los recursos financieros prefinanciados las pérdi-



das derivadas de la gestión de un incumplimiento. En otros casos, las pérdidas pueden estar causadas por otros motivos tales como una defectuosa ejecución de sus políticas de inversión, la manifestación de una pérdida de origen operacional significativa o por la mala evolución de su negocio.

En cada una de esas circunstancias la ECC deberá considerar las medidas más adecuadas que, de conformidad con su plan de recuperación, conviene utilizar en cada caso. Para ello, habría de considerar los siguientes criterios de decisión:

- Si las medidas que se utilizarán servirán para cubrir totalmente las pérdidas sufridas por la entidad de contrapartida central.
- Si se cuenta con suficiente base legal para utilizarlas en los plazos adecuados que requiere una situación de crisis particular.
- Si tienen en consideración los incentivos que pudieran originar en las actuaciones de todas las partes interesadas a lo largo de todo el proceso de recuperación.
- La capacidad para minimizar el impacto negativo que su ejecución pudiera ocasionar en los miembros compensadores, sus clientes y en general los participantes indirectos y más ampliamente el sistema financiero.

Las medidas de recuperación deberán ser lo más predecibles posibles de tal forma que aquellas entidades que potencialmente puedan sufrir pérdidas durante la recuperación, sean capaces de anticiparlas y gestionarlas adecuadamente. La manera en la que se asignarán esas pérdidas, o eventualmente los descubiertos de liquidez, entre los distintos miembros y usuarios de la entidad de contrapartida central puede afectar la capacidad del sistema financiero de sobrellevar satisfactoriamente una situación de crisis en general.

Las herramientas de recuperación se pueden, resumidamente, agrupar en las siguientes:

- Medidas para la distribución de las pérdidas no cubiertas causadas por el incumplimiento de uno o varios de los participantes de la entidad de contrapartida central. Entre estas, se pueden citar: el recorte en

los pagos de las liquidaciones de pérdidas y ganancias diarias, la solicitud de nuevas aportaciones dinerarias a los participantes, el uso de las garantías iniciales depositadas por los participantes no incumplidores o cualquier otra medida, incluyendo la asignación de las pérdidas a los accionistas u otras terceras partes que tuviesen algún tipo de compromiso preexistente con la ECC.

De entre todas estas actuaciones, suele ser común considerar que los recortes en los pagos pendientes de la entidad de contrapartida central y el uso de las aportaciones de los accionistas o de sus garantes, como la medida que mejor replicaría un escenario de insolvencia de la propia ECC. El uso de la garantía inicial es ciertamente polémico. Por una parte, permitiría distribuir entre más usuarios de la ECC las pérdidas catastróficas producidas durante un incumplimiento. Asimismo, en determinados mercados en los que típicamente los inversores finales (*buy side*) toman posiciones unidireccionales, siendo sus contrapartes naturales entidades financieras (*sell side*), se tendería a reducir la cuantía de los recortes de sus liquidaciones de pérdidas y ganancias que, de forma probable, sufrirían en caso de quiebra de una de esas entidades financieras en la entidad de contrapartida central.

Por otra parte, el uso de la garantía inicial podría contribuir a hacer menos predecible el resultado del proceso de recuperación ya que aquellos a los que se les habría desposeído de parte de sus garantías, debieran depositar esa misma cuantía para seguir operando con la ECC, lo cual, en no pocos casos resulta dudoso que ocurra. Igualmente, la utilización de la garantía inicial puede tener connotaciones diversas en el tratamiento que la regulación prudencial pudiera dar a esa posibilidad. Suele ser común que a los efectos del cálculo del capital regulatorio mínimo, la garantía inicial sea considerada como remota respecto a la posible insolvencia de



la contraparte. Por ello, las entidades prudencialmente reguladas no necesitan asignar cuantías muy significativas de capital por ese concepto. No obstante, el hecho de que se puedan identificar escenarios en los que dichas garantías pudieran ser utilizadas, podría poner en duda el criterio actualmente utilizado.

- Medidas con las que poder atender las necesidades de liquidez no cubiertas con los recursos líquidos disponibles. Cuando la entidad de contrapartida central no se encuentre en condiciones de cumplir con sus obligaciones financieras en tiempo y forma al no contar con liquidez suficiente, debe asegurarse de que puede atender dichos compromisos a través de mecanismos alternativos. Caben distinguir estas medidas en dos clases.

En primer lugar, la ECC puede haber establecido acuerdos con terceras partes para la provisión de liquidez en caso de que esta sea requerida. Dicha aportación generalmente se realizaría contra el depósito de colateral que la entidad de contrapartida central no es capaz de hacerlo líquido dentro de los plazos adecuados para atender a sus compromisos de liquidez. Este mecanismo no se diferenciaría excesivamente del que la ECC ya debiera disponer dentro de su marco ordinario de gestión del riesgo de liquidez, donde los acuerdos de liquidez con terceras partes ya se contemplan. Por ello, en el contexto de un posible proceso de recuperación, no resulta claro ver el modo en el que a través de la provisión de liquidez por parte de terceros se podrán satisfacer los compromisos de liquidez no cubiertos previamente por ese mismo mecanismo.

Como alternativa, las entidades de contrapartida central pueden incluir en sus propias normas internas ciertas obligaciones a sus participantes, de tal forma que sean éstos los que, en caso de necesidad acaben asegurando que la ECC cumple adecuada-

mente con sus compromisos de liquidez. Ello puede hacerse por dos vías. En el primer caso, los participantes a los que les son debidas las cuantías pudieran estar obligados a aportar liquidez a la ECC contra el colateral que ésta les entregue por los mismos montos que les son debidos. Con ello, de una manera un tanto artificial pero efectiva, se podría conseguir que la entidad de contrapartida central cumpliera con sus obligaciones, si bien, en la práctica tales compromisos solo se habrían satisfecho con la entrega del colateral y no del efectivo.

En el segundo caso, las aportaciones de liquidez podrían ser realizadas, con carácter más general, por la totalidad de participantes de la ECC o por un grupo concreto dentro de éstos, no necesariamente aquellos a los que se les debe dinero. A través de esta estrategia, los descubiertos de liquidez de la entidad de contrapartida central serían distribuidos entre una mayor parte de participantes, los cuales, a su vez, podrían prever con cierta anticipación las cuantías que les serían reclamadas. En todo caso, la ECC debería incluir entre sus procedimientos de gestión de riesgos pruebas periódicas sobre la capacidad de los participantes de atender estas solicitudes de fondos con carácter inmediato.

- Medidas para la reposición de los recursos financieros. Una vez utilizados los recursos financieros de la ECC para sufragar las pérdidas derivadas de algún suceso extraordinario, incluyendo las producidas durante la gestión de un incumplimiento, se deben considerar las alternativas con que se cuenta para que dichos recursos retornen a un nivel adecuado. De esta manera, se habría de garantizar que la entidad de contrapartida central es capaz de proseguir con sus actividades ordinarias y prestar sus servicios en los mercados a los que sirve. Cabe diferenciar dos procedimientos principales, dependiendo de la naturaleza del quebranto sufrido y la forma en la que éste fue resuelto. Si los



recursos financieros utilizados provenían esencialmente de los miembros de la ECC, por ejemplo del uso de las contribuciones a la garantía colectiva, será necesario que se establezca en sus propias normas internas, el modo, los plazos y número de veces que los participantes se verán obligados a reponer sus aportaciones iniciales. Por otro lado, si las pérdidas cubiertas por la ECC fueron de otra índole, y no se cubrieron total o parcialmente con los recursos de los participantes, sino que, por ejemplo, se utilizó el capital propio de la entidad de contrapartida central, el plan de recuperación deberá determinar el modo en el que se repondrán los fondos propios utilizados.

- Medidas para re-establecer el equilibrio en el libro de contratos tras el incumplimiento de un participante. Una vez se ha producido la quiebra de uno de sus miembros, la entidad de contrapartida central debe hacerse cargo de la gestión de la posición abierta del incumplidor. El cierre de dicha posición debe realizarse de forma tal que se minimice los posibles efectos negativos en la operativa y las posiciones de los participantes supervivientes. Dependiendo de la complejidad de la cartera que debe gestionar la ECC, ésta puede emprender diferentes actuaciones para conseguir dicho objetivo.

En el caso más sencillo, la entidad de contrapartida central procedería a realizar las operaciones de signo contrario en el mercado, de tal forma que el libro de contratos volvería al equilibrio de manera natural. No obstante, esto no siempre es posible hacerlo sino que la ECC debe diseñar procedimientos ad-hoc de venta de la cartera del incumplidor, por ejemplo a través de una o varias subastas. A estas deberán acudir los participantes supervivientes o, cuando menos, se deberán diseñar los incentivos adecuados para que ello pueda ocurrir por propia iniciativa de éstos. Tales esquemas de resolución de incumplimientos están ya de manera general implanta-

dos en la mayoría de las entidades de contrapartida central existentes.

En caso de que estos mecanismos fallen, por ejemplo si a las subastas no acuden los miembros de la ECC presentando ofertas mínimamente competitivas, el plan de recuperación deberá prever el modo en el se restablecerá el equilibrio en el libro de contratos. En este caso, pueden barajarse varias alternativas. Así por ejemplo, la ECC puede estipular en su normativa interna la posibilidad de transferir sin posibilidad de rechazo la totalidad de la cartera del incumplidor a las entidades supervivientes. En tal caso, será necesario que se evalúe detenidamente la capacidad que tienen las entidades potencialmente receptoras de contratos de gestionar satisfactoriamente sus riesgos, de tal manera que no las exponga a posibles pérdidas incontrolables.

En otros casos, la entidad de contrapartida central puede estipular el vencimiento anticipado de dichos contratos a un precio fuera de mercado de forma que su libro quedara nuevamente en equilibrio. En esta situación, los participantes de la ECC por una parte, realizarían una pérdida sobre el valor teórico de los contratos, y por otra, sus posiciones y estrategias quedarían descompensadas, por lo que debieran realizar nuevamente operaciones en el mercado para retornar a su posición original.

RESOLUCIÓN DE UNA ENTIDAD DE CONTRAPARTIDA CENTRAL

Como tal, las políticas y procedimientos de recuperación conjuntamente con la adecuada aplicación de requisitos regulatorios exigentes tendería a evitar, o al menos a reducir el riesgo, de que la ECC entre en una situación que requiera la intervención de una autoridad pública para tutelar sus actuaciones tras la manifestación de unas pérdidas catastróficas o de cualquier otro tipo de situación que pudiera conducir a que el negocio



de la entidad de contrapartida central haya devenido en inviable.

Pese a ello, en la medida que las ECC eran, y se están convirtiendo aún más, en entidades sistémicas sobre las que descansa una buena parte de la seguridad de las transacciones de los mercados financieros, conviene establecer un régimen de resolución, con características relativamente análogas al diseñado para las entidades de crédito. Éste tendría como objetivo principal evitar que la posible insolvencia de la propia ECC tenga implicaciones en la estabilidad financiera al tiempo que impida que sean utilizados recursos de los contribuyentes como forma última de resolver la situación.

Asimismo, debe valorarse la posibilidad de que las medidas de recuperación preparadas por la ECC resulten insuficientes o que su ejecución sea más dañina para el sistema financiero que la utilización de otras alternativas o que deban necesitar de la tutela pública y de un régimen legal específicamente diseñado para estas necesidades. La resolución, por tanto, implica un grado mayor de participación pública en todo el proceso aunque, por definición, sin que por ello deban necesariamente de utilizarse fondos públicos.

En lo que se refiere a entidades de crédito, los regímenes de resolución existentes se sustentan esencialmente en el desarrollado en el seno del FSB y que se basa en la definición de una serie de atributos clave que tales regímenes debieran satisfacer. En no pocos casos, dichos atributos pueden ser aplicados directamente al marco legal de las entidades de contrapartida central. En otros, por el contrario, resulta conveniente utilizar una cierta guía interpretativa sobre la aplicabilidad de tales atributos en el contexto de las actividades y los servicios que presta la ECC. Tanto el FSB como CPMI-IOSCO ha trabajado de manera coordinada en los últimos tiempos en la identificación de estas particularidades, que principalmente serían las siguientes:

- Los objetivos de la resolución: En general, se reconoce el papel central de las ECC en el entramado de los mercados financieros siendo, por tanto, una infraestructura bási-

ca. Por ello, resulta esencial que sus actividades no se vean afectadas por la entrada en un proceso de resolución, en particular, en lo que se refiere a la liquidación y compensación puntual de las operaciones, el acceso de los participantes a las cuentas abiertas en la ECC y la capacidad de interacción con otras infraestructuras a las que pudiera estar vinculada.

- El alcance del régimen de resolución: En general, el proceso de resolución se activa ante la necesidad de aplicar un régimen distinto y específico al de la insolvencia ordinaria bajo la premisa de evitar el contagio del riesgo sistémico. A las entidades de contrapartida central, por su propia naturaleza, se les suele reconocer como entidades de una u otra manera sistémica. Sin embargo, la identificación de entidades sistémicas más allá de las entidades de crédito es un debate aún vivo ya que el hecho de que, por ejemplo, se defina a las ECC como entidades sistémicas puede llevar aparejada la aplicación de otra serie de requisitos que por su exigencia, pudieran resultar difíciles de implantar a las entidades de pequeño tamaño.
- Autoridades de resolución: Como cualquier otra entidad regulada, las ECC cuentan con autoridades públicas encargadas de su supervisión. Por otro lado, el carácter singular de las infraestructuras hace que suela ser frecuente que en una sola jurisdicción únicamente exista a los sumo una ECC, a diferencia de lo que ocurre con las entidades de crédito en las que el negocio tiene una naturaleza más competitiva. Asimismo, la fuerte regulación aplicada a las infraestructuras hace que resulte menos probable que las entidades de contrapartida central sufran problemas significativos con la misma frecuencia las entidades de crédito. Por ello, el régimen de resolución debe valorar las economías de escala a la hora de asignar competencias a las distintas autoridades públicas interesadas, de tal forma que se garantice que los procesos de



resolución son llevados a cabo y controlados por personal con la suficiente experiencia en este ámbito de los mercados financieros.

- Facultades de las autoridades de resolución y cooperación transfronteriza: Los regímenes de resolución conceden a las autoridades numerosas facultades a fin de que el proceso pueda culminar de manera satisfactoria. El ejercicio de dichos poderes en uno u otro sentido puede implicar diferentes distribuciones de las pérdidas sufridas por la ECC, lo que, a su vez, puede crear incentivos diversos a todas las partes interesadas. Asimismo, las ECC, sobre todo las de una importancia mayor, prestan servicios sistémicos en varias jurisdicciones. Por ello, resulta relevante que en el uso de las facultades de las autoridades de resolución no sólo se evalúen las repercusiones que pudiera tener el proceso de resolución en su propia jurisdicción sino también en aquellas otras en las que la entidad de contrapartida central opera.

En esa misma línea, en la medida que sus actividades son esenciales en muchos ámbitos de los mercados financieros, suele ser común que otras autoridades tengan un interés legítimo en el correcto funcionamiento de la entidad de contrapartida central. De hecho, se han establecido ya numerosos acuerdos de cooperación y colegios con un papel determinante en la autorización y supervisión de las ECC en los que participan numerosas autoridades. De manera natural, cabe evaluar el modo en el que se podrían coordinar adecuadamente todas las autoridades interesadas en el proceso de resolución de una entidad de contrapartida central.

- Entrada en resolución: El inicio de un proceso de resolución se debe determinar cuando la ECC no cumple, o es altamente probable que no cumpla con sus requisitos regulatorios y no existe una previsión razonable que pueda retornar a la viabilidad

por sus propios medios. En particular, el proceso de resolución podría ser la continuación del de recuperación, una vez que se hubieran utilizado todos los recursos financieros disponibles a tal efecto.

Por otra parte, el régimen de resolución debe asegurar que el estatus legal de la entidad de contrapartida central no se revoca automáticamente y que, por lo tanto, las leyes que protegen la operativa en la ECC, tales como la firmeza de las liquidaciones, continúan siendo aplicables a tales supuestos. Asimismo, los contratos existentes con sus participantes deben continuar siendo exigibles tras la entrada en resolución. De igual modo, los acuerdos con otras infraestructuras deberán seguir siendo válidos aún a pesar de que se hubiera determinado la entrada en resolución.

- Aplicación de las herramientas de resolución: En general, las herramientas o las medidas que la autoridad de resolución puede tomar a lo largo de un proceso son similares a las detalladas anteriormente en la descripción de los planes y las herramientas de recuperación. Su ejecución por parte de estas autoridades públicas cabría considerarla con un sustento legal mayor, una vez que se hubieran evaluado con detalle las consecuencias para la estabilidad financiera que su implementación pudiera acarrear.

Adicionalmente, el régimen de resolución debe posibilitar que se puedan realizar otras actuaciones complementarias a éstas, por las que se pueda asegurar que, al menos parcialmente, las actividades de la ECC pueden llevarse a cabo por otras entidades. La posibilidad de que, en la práctica, estas alternativas puedan ser realizadas dependerá del tipo de evento que haya dado origen a la entrada en resolución de la entidad y de los plazos en los que se deba solventar esta situación. No parece razonable pensar que se pueda transferir la actividad de una ECC hacia otra o a algu-



na entidad puente de forma inmediata sin alterar el contenido de los contratos que ésta mantenía con sus miembros o con otras infraestructuras. En cualquier caso, el régimen legal debe permitir tales supuestos manteniéndose en todo caso el estatus legal de la ECC, esto es, sus licencias y privilegios ante la insolvencia de sus participantes.

- **Moratoria de los pagos:** Como ya se ha mencionado anteriormente, uno de los cometidos básicos de las entidades de contrapartida central es asegurar el buen fin de las transacciones en los mercados financieros. Para ello, la ECC debe atender, de manera ordinaria, a sus pagos relacionados con su actividad de compensación en el mismo día en el que se instruyen. Durante un proceso de resolución, se deberá velar por que la entidad pueda seguir cumpliendo con sus compromisos ya que, difícilmente de otra manera podrá seguir prestando sus servicios al mercado.

CONCLUSIONES

El uso de entidades de contrapartida central es una parte crucial de las medidas acordadas tras la crisis de 2008 para reducir el riesgo de nuevas crisis. Su importancia ha aumentado notablemente en los últimos tiempos y se espera que ésta sea aún mayor conforme vayan entrando progresivamente en vigor diferentes obligaciones de compensación centralizada. Por ello, es necesario

que la regulación asegure que su funcionamiento es sólido y robusto, y que la posibilidad de que alguna de ellas quiebre es muy reducida. El régimen legal debe proporcionar los instrumentos con los que las autoridades puedan proseguir con sus actividades críticas incluso tras la ocurrencia de algún tipo de evento crítico que haga peligrar su viabilidad.

Se han producido avances relevantes en la mejora de la regulación aplicable a las ECC. No obstante, se debe reconocer que todavía hay aspectos por reformar tales como:

- La aplicación de manera más coherente internacionalmente de los estándares internacionales mediante un desarrollo más detallado de éstos, por ejemplo, en cuestiones relacionadas con las pruebas de tensión.
- El desarrollo de planes de recuperación plenamente aplicables y detallados. En este sentido, los estándares internacionales ya ofrecen una guía clara sobre el modo en el que las ECC pueden desarrollar estos planes. No resulta conveniente demorar su implantación efectiva aún si, por ejemplo, en el ámbito de la UE todavía está en fase de preparación una propuesta legislativa sobre este asunto.
- El desarrollo por el legislador y la implantación de regímenes de resolución adecuados a las especificidades de las funciones que desempeñan las entidades de contrapartida central en los mercados financieros.



FINANCIAL TECHNOLOGY (FINTECH). MARCO OPERATIVO Y REGULATORIO.

REGULACIÓN DEL SECTOR FINTECH EN LA UE: CMU ACTION PLAN

Pablo Rivera. Vicepresidente Evercapital Investments SV

PREÁMBULO

Las denominadas «FinTech» o las nuevas tecnologías utilizadas para prestar servicios financieros, se están convirtiendo en un tema crucial que tiene un impacto formidable en la manera que estos servicios son prestados y supervisados.

Gracias a la informática, nuevos participantes han comenzado a intermediar y a crear nuevos productos y servicios financieros, pero la forma en que deben ser regulados y supervisados no es siempre clara y permanece en constante evolución.

Si se pudiese explicar mediante una metáfora lo que supone internet, y en especial el internet en movilidad surgido en 2007 (smartphones, tablets,...) respecto de la regulación pre-existente, podemos decir que su impacto sería comparable a la atribución al hombre de la capacidad de volar y, pese a ello, verse obligado a respetar un marco de convivencia en el que subsistirían las carreteras, los túneles, los semáforos,.. etc, los cuales nadie habría construido, si el hombre hubiese volado desde sus orígenes.

Las nuevas tecnologías reportan ventajas y desventajas para los prestatarios y los prestamistas, emisores e inversores y a los supervisados y los supervisores, y es muy difícil tratar adecuadamente sus diversos aspectos para garantizar la mejora del sistema financiero en su conjunto.

Los diferentes tipos y niveles de las normas que afectan a la actividad FinTech y sus diferentes ámbitos y alcances, hacen aún más difícil optimizar la incorporación de FinTech a la industria financiera.

Es muy relevante la actitud que adopte el regulador frente a las novedades que conllevan las FinTech. El análisis del comportamiento de los distintos países pone de manifiesto que pueden observarse tres enfoques diferentes¹:

- Enfoque activo: Consistente en la íntima colaboración con los integrantes del sector FinTech para ayudarles en el desarrollo de su actividad e involucrarles en el proceso regulatorio desde sus primeras fases.
- Enfoque pasivo: Consistente en no fomentar la actividad FinTech pero tampoco plantear especiales obstáculos.
- Enfoque restrictivo: Caracterizado por plantear trabas burocráticas y requisitos muy garantistas en materia de riesgos.

Pero además, con independencia de la actitud activa, pasiva o restrictiva, el regulador puede optar por tratar el tema con una perspectiva «bottom-up», es decir, partiendo de la regulación existente, e ir modificando las normas eventual-

¹ Business Insider: The Fintech Regulation Report (2016).



mente afectadas a distintos niveles, u optar por una perspectiva «top-down», es decir, crear una norma central del máximo nivel e ir desplegando nueva normativa en total consonancia con dicha norma central. La elección de uno u otro sistema tiene sus ventajas e inconvenientes en términos de costes, plazos, coherencia y eficiencia operativa, pero la elección del legislador está normalmente condicionada por un marco temporal coartado por mandatos políticos o situaciones especiales de la economía, lo que impide que su elección sea adoptada con la debida objetividad y meditación.

En cualquier caso, es hora de integrar el fenómeno FinTech como uno de los aspectos fundamentales de la Unión de los Mercados de Capitales y de cualquier iniciativa regulatoria que emane de la UE, que merece una detenida reflexión por parte de todos los involucrados en el sector financiero.

Este artículo pretende analizar la situación actual y las vicisitudes que presenta la labor de regular este asunto en el actual contexto de la Unión Europea, y comprender al mismo tiempo su impacto presente y potencial sobre los diversos aspectos de la actividad financiera.

CONCEPTO DE FINTECH

La contracción de las palabras «Financiero» y «Tecnología», FinTech, se refiere normalmente a la aplicación de la tecnología en la industria financiera y cubre una amplia gama de actividades, incluyendo, entre otras, financiación, infraestructura de pagos, operaciones de riesgos, gestión y monetización, seguridad de datos, interfaz de cliente... etc.

Desde que en 1967 apareciese el primer cajero automático, hasta las presentes monedas virtuales y los sistemas de reconocimiento biométrico, el fenómeno FinTech ha tomado un extraordinario impulso, particularmente desde la introducción de los «teléfonos inteligentes» en 2007.

Aunque hay una percepción bastante generalizada que FinTech se refiere sólo a aquellas «start-ups» profundamente enraizadas en modernos sistemas informáticos para proporcionar

innovadores servicios financieros o auxiliares de estos, debe tenerse en cuenta que la aplicación de la tecnología en la industria financiera tiene un impacto mucho más amplio y exponencial, y ha afectado, afecta y afectará a todos los intermediarios, mercados, emisores, demandantes de fondos, inversores, supervisores, reguladores y cualquier persona o entidad de alguna manera involucrada en esta industria.

El sector financiero ha evolucionado rápidamente de una actividad «analógica –en persona» a una «digital– a distancia» y este cambio afecta seriamente a todos los intermediarios, infraestructuras, comportamientos, normas y cualquier otro aspecto que uno pudiera imaginar.

La pregunta clave es esclarecer si el fenómeno FinTech es capaz de mejorar la vida de los prestatarios y prestamistas, construir un sistema financiero más estable, eficiente y transparente o, por el contrario, puede estar siendo utilizado para hacer el sistema financiero mucho más complejo, opaco, ineficiente y frágil, proporcionando herramientas para eludir los requerimientos legales.

Todos estos temas son de suma importancia cuando los países europeos se enfrentan al proyecto de Unión de los Mercados de Capitales (CMU) que implica la eliminación de barreras, la integración de las infraestructuras de mercado, la convergencia en la supervisión, esquemas de compensación y liquidación transfronterizos, etc., estando todos estos temas estrechamente ligados a las tecnologías (FinTech) que vertebran el sistema financiero.

Es importante que la legislación de la UE encuentre un equilibrio adecuado entre reducir el riesgo y favorecer el crecimiento, y no cree nuevas barreras sin pretenderlo.

INTERVINIENTES

SUJETOS DEL MERCADO

Básicamente hay tres grupos de entidades con diferentes orígenes, características, intereses y actitudes en relación con el mundo de FinTech:



- Intermediarios financieros tradicionales: Están sujetos a estrictas regulaciones y supervisión y están plenamente dispuestos a adoptar nuevas tecnologías a lo largo y ancho de sus organizaciones, pero tienen que superar muchos retos en términos de costes (reemplazo de sistemas heredados) y cumplimiento normativo, especialmente en cuanto a normas de conducta.
- Las empresas TIC globales («Big-Tech» o también denominadas «OTT²»): Están tratando con millones de clientes a diario con gran rendimiento, satisfacción y reputación creciente, lo que conduce a una confianza inmensa en sus marcas y negocios y allana su camino de entrada en la industria financiera, focalizándose inicialmente en el área de pagos, pero reclamando ya formalmente una mayor participación en el negocio financiero (ej. *Financial Innovation Now- US*)³.
- Start-Ups Fintech: Empresas de tecnología financiera creadas con el propósito de disrumpir los servicios y modelos de negocio financiero tradicionales, y que a veces no están oportunamente o debidamente regulados y supervisados, pero que proporcionan servicios financieros innovadores y útiles, demandados por la comunidad, y que están desafiando a las soluciones e instituciones financieras tradicionales. Estas «Start-Ups Fintech» pueden tener una vida independiente o, en etapas de mayor madurez, pueden asociarse a entidades de crédito o empresas de servicios de inversión o ser absorbidas por éstas.

Es importante tener presente las distintas percepciones y actitudes de estos intervinientes frente al regulador, dado que son un importante cata-

lizador de la dinámica evolutiva de la regulación mundial, europea y nacional.

Con el paso del tiempo, las líneas que tradicionalmente han delimitado a estos tres tipos de instituciones se han ido difuminando, y la integración de entidades de uno de estos grupos en otro es un fenómeno cotidiano.

Lo cierto es que los planteamientos de estos tres grupos de intervinientes vienen motivados básicamente por dos elementos: la regulación y los sistemas informáticos preexistentes («legacy»), dado que ambos elementos afectan de forma crítica a los costes y plazos necesarios para prestar los servicios pretendidos.

Hoy día, con independencia de los muchos puntos en común, se comprueba una clara diferenciación entre ciertos intereses que defienden estos tres grupos de intervinientes y que, básicamente, pivotan sobre la percepción que tienen los intermediarios tradicionales acerca de la excesiva regulación que tienen que soportar frente a las lagunas que persisten en el ámbito de actuación de algunos de los nuevos disruptores, lagunas que facilitan su competencia con los primeros. Esta circunstancia es un ingrediente relevante a la hora de analizar la dinámica normativa y los movimientos de los grupos de influencia en uno y otro sentido.

En cualquier caso, e independientemente de operaciones en las que empresas TIC globales compran Bancos o que éstos adquieran Start Ups FinTech y, por tanto, al final del día la regulación que han de respetar sea común, lo cierto es que en el momento presente, sigue existiendo un tratamiento normativo diferencial muy notable respecto de cada tipo de interviniente y el análisis del ecosistema regulatorio mundial, europeo y nacional, no puede ser ajeno a ello.

SUPERVISORES

Ante este nuevo escenario en el que surgen nuevos intervinientes, nuevos productos y nuevos servicios, los supervisores tradicionales, acostumbrados a desarrollar su labor en ecosistemas en

² Over The Top.

³ «Financial Innovation Now» is an alliance of technology leaders working to modernize the way consumers and businesses manage money and conduct commerce. They consider that technological transformation will make financial services more accessible, safe and affordable for everyone, and promote policies that enable these innovations.



los que todas las instituciones y sus productos y servicios estaban sometidos a una autorización y al cumplimiento de unos requisitos jurídicamente respaldados, se ven obligados a innovar a su vez, y a incorporar nuevas tecnologías para el desempeño de sus funciones, tanto respecto de los intermediarios tradicionales como respecto de los nuevos disruptores.

Es en este contexto en el que surge un nuevo término, «RegTech», que intenta vertebrar la tecnología con la regulación, para dar respuesta a gran parte de los nuevos desafíos.

No es el objeto de este artículo descender a las múltiples facetas del mundo «RegTech», pero sí es importante tener en cuenta que, del mismo modo que el sector incorpora la tecnología para ser más eficiente, el regulador tiene la potencialidad de hacer lo mismo y mejorar la forma en la que desempeña sus funciones, y se abren oportunidades sin precedentes para reformar la normativa y modernizar las vías de interlocución supervisor-supervisado que tengan en cuenta las potentes capacidades del Big Data, *reporting online*, *softwares* de cumplimiento normativo, etc. Puede que estemos a las puertas de una nueva era en la que también exista una desintermediación en el ámbito supervisor y que, cada vez más, las modificaciones normativas de determinados temas, se parezcan más al lanzamiento de nuevas versiones de software.

ENFOQUES REGULATORIOS

Una encuesta entre fundadores de compañías FinTech lanzada a finales de 2015 por Silicon Valley Bank, identificó la regulación como el mayor impedimento para el crecimiento. *«Existe todavía la convicción de que los sectores regulados son más fiables que los no regulados»⁴*

Debido a la amplitud del concepto FinTech, es difícil hablar de «Regulación de FinTech» per-se. Parece mejor adoptar enfoques de alto nivel (p.

ej basados en productos o en riesgos) y complementarlas con un subconjunto de normas específicas (por ejemplo pagos, blanqueo de capitales,... etc). Por el momento, la atención parece centrarse más en los modelos alternativos de financiación y en los modelos de mercado, pero lo cierto es que la preocupación crece por todas partes, especialmente cuando la protección de los consumidores está en juego.

Y no es sólo un problema de promulgar nuevas leyes y reglamentos, sino también, y a veces más crucial, de cómo aplicar y hacer cumplir las leyes que en ocasiones se remontan cientos de años o más. Por explicarlo de forma gráfica, en estas primeras etapas de reformas regulatorias, los supervisores podrían verse obligados a aplicar «normas cuadradas» a «disruptores redondos».

Debe tenerse en cuenta el hecho de que hay multitud de instituciones involucradas en la regulación y supervisión de las actividades FinTech, tanto a nivel local, continental y global, y hay muchos niveles de regulación, a veces conflictivos, en cada uno de los niveles mencionados. Mucha de esta normativa es pre-móvil, pre-eCommerce, pre-Internet. Dado que muchos de los modelos de FinTech están introduciendo innovadores métodos de prestación de servicios financieros, se puede crear una gran confusión sobre qué normas se aplican.

La regulación impone considerables costes y retrasos a la innovación, respecto de los cuales muchas «Start-ups» son en gran parte inmunes, pero la citada regulación también puede proporcionar sólidas protecciones a los intermediarios financieros tradicionales, manteniendo a las *start-ups* y a las empresas TIC globales («Big Tech», «OTTs») fuera de los mercados que requieren licencias y otras autorizaciones gubernamentales antes de prestar servicios financieros a clientes.

En sentido amplio, los reguladores financieros tienen cuatro mandatos fundamentales que generalmente abordan a través de normativas «re-activas» o «pro-activas»:

- Estabilidad financiera.
- Regulación prudencial.
- Conducta y justicia.

⁴ Giles Andrews, Co-fundador y Presidente Ejecutivo de Zopa.



- Competitividad y desarrollo.

Aunque una cultura de cumplimiento normativo no debe obstaculizar la innovación, el uso de la tecnología para desintermediar la actividad de los bancos o las empresas de servicios de inversión y proponer directamente productos o servicios a los consumidores, plantea una serie de preguntas:

- ¿Quién puede/debería proveer productos y servicios financieros?
- ¿Cómo se puede equilibrar la agilidad y bajos costes característicos de las Start-ups con la onerosidad del cumplimiento normativo?
- ¿Cómo puede la normativa cubrir un número creciente de nuevos modelos de negocio y seguir la velocidad de los ciclos de innovación?

Un problema de las empresas FinTech emergentes es que, de momento, tienen un limitado historial sobre el comportamiento de sus negocios (p. ej.: gestión de riesgos, liquidez y rentabilidad) y por ello es normalmente difícil identificar lo que son sus obligaciones (por ejemplo, normativa o licencias).

Para los reguladores, estas empresas disruptoras representan un limitado riesgo, tanto para los consumidores como prudencial. Sin embargo, su crecimiento exponencial puede crear un «punto ciego de riesgo». Además, reiterados fallidos o fraudes pueden afectar la confianza de los mercados o los inversores, que también son una de las áreas de protección de los reguladores.

Todo esto lleva al tradicional escenario del «umbral regulatorio», es decir, la complicada travesía desde «demasiado pequeño para ocuparse» pasando por «demasiado tamaño para ignorar» hasta llegar a «demasiado grande para quebrar», escenario en el que se desenvuelven hoy en día todas las jurisdicciones, ya sea a nivel local, continental o global. Este «umbral regulatorio» tiene sus problemas, ya que puede impedir que los reguladores acometan temprano los planteamientos de algunas empresas FinTech.

Por otro lado, el creciente uso de la tecnología dentro del sector financiero también ofrece oportu-

nidades para que los reguladores desarrollen mejor sus funciones. Algunos de ellos ya han empezado a evaluar los beneficios que ofrece la tecnología:

- Contratos inteligentes: Reducción de costes y problemas de confianza.
- P2P *lending*: Visualización en tiempo real de la extensión geográfica del riesgo de crédito.
- *Blockchain*: Cumplimiento por parte de las Plataformas Multilaterales de Negociación (MTFs) de las obligaciones MiFID.
- Dinero electrónico: Limitación del alcance de problemas propios de las transacciones en efectivo en materia de lavado de dinero.
- Transparencia de los datos: Acceso directo de los reguladores a determinados datos de las instituciones financieras.

Desde 2008 los reguladores nacionales e internacionales se han enfocado en la elaboración y aplicación de normas «reactivas» para atajar y/o intentar evitar los elementos detonantes de la reciente crisis financiera mundial. Sin embargo, la estratificación creciente de la regulación y los costes de su cumplimiento también han permitido que emerjan nuevas Start-ups FinTech.

Sin embargo, también han existido un conjunto de regulaciones «proactivas» y con visión de futuro que han facilitado el despegue de propuestas de negocios innovadores:

- EEUU: Jump-start Our Business Start-up Act (JOBS Act), sobre financiación alternativa
- UE: Payment Systems Directives 2008, 2016 sobre pagos en tiempo real

Sin embargo a nivel mundial, parece difícil cubrir adecuadamente todas las implicaciones del fenómeno FinTech. A finales de 2015, David Wright, entonces Secretario General de IOSCO declaró:

«Es un momento muy complejo para los reguladores de valores: mercados, modelos de negocio y las estructuras están cambiando muy rápido y hay que ser conscientes de ello y acelerar. Los reguladores primero tienen que entender la situación y situarse en la vanguardia del pensamiento y valorar cómo estas tecnolo-



gías se están desarrollando y, lo que es aún más difícil, inventariar las implicaciones regulatorias de esta tecnología. Creo que los reguladores se tienen que despertar rápidamente. IOSCO como institución, necesita alcanzar esa velocidad para ponerse al día, muy, muy rápidamente».

En Reino Unido, la FCA tiene, de conformidad con la Financial Services Act de 2012 un nuevo mandato⁵ por el que debería ‘promover una competitividad efectiva en el interés de los consumidores en el mercado de los servicios financieros regulado. Este enfoque está asimismo totalmente en línea con los estatutos del European Financial Centres Roundtable que señala que los centros: «Están completamente comprometidos a trabajar juntos para promover la industria de servicios financieros en la UE tanto en los mercados mayoristas como minoristas globales, en interés de los usuarios mundiales de servicios financieros.

Por lo tanto, parece que los reguladores y los centros financieros, deberían involucrarse incluso en la actividad de las empresas FinTech más embrionarias, dado que pueden estimular la competencia y tener un impacto positivo en los consumidores (p. ej.: ampliar el acceso, servicios mejores y más baratos).

Este escenario lleva a preguntarse cuál es el modelo regulatorio-supervisorio correcto, teniendo en cuenta que cuando se lleva a cabo por organismos especializados en productos, podría parecer inadecuado a la luz de la velocidad a la que el progreso tecnológico se produce, dando origen a a veces a «zonas grises» de incertidumbre a la hora de esclarecer quien es el supervisor que tutela una determinada actividad. Además, el uso de datos personales para adaptar los niveles de precios o los umbrales de riesgo a cada perfil de cliente, genera una mayor atomización de productos y servicios.

En consecuencia, la innovación financiera provocada por el fenómeno FinTech parece que podría ser preferiblemente supervisada en el

contexto de un modelo «Twin Peaks» o tal vez sea el momento de explorar otras posibilidades.

De hecho, una de las cosas que hacen que el fenómeno FinTech sea tan inquietante es que, no sólo desmonta el concepto tradicional sobre cómo debe organizarse una industria, sino también el relativo a cómo se regula con más eficacia. El sistema bancario –tradicional y FinTech– claramente necesita supervisión fuerte, pero no hay razón para creer que la regulación ha de venir de «gobiernos físicos» ya que son lentos e ineficientes.

La autorregulación de las empresas FinTech podría resultar un mejor enfoque, pero aún más prometedor es la aparición de los sistemas de calificación incorporados en las nuevas plataformas de préstamo, bancarias y de inversión, que permiten a los consumidores ejercer mucho control por sí mismos en beneficio de la colectividad.

No obstante todo lo anterior, IOSCO el regulador global líder en materia financiera, pese a reconocer las potenciales ventajas de tecnologías como el blockchain y el análisis del Big Data, en su reciente Risk Outlook de 2016 pone su foco en subrayar los riesgos y vulnerabilidades de las iniciativas FinTech.

En este sentido, IOSCO identifica cinco factores que pueden elevar el perfil de riesgo en los mercados financieros:

- La concentración en el uso de sistemas informáticos muy especializados (p.ej: el limitado número de proveedores de cable para plataformas de High Frequency Trading, puede afectar a la continuidad de éstas en caso problemas).
- La creciente complejidad introducida por las compañías FinTech puede ser difícil de desenmarañar para inversores y supervisores.
- La ambigüedad de la regulación que afecta al sector FinTech y la velocidad a la que éste evoluciona, puede provocar que entren en el mercado productos y servicios sin ninguna supervisión.
- Potenciales malentendidos de los perfiles de riesgo y los límites de nuevas herramientas como los «robo advisors».

⁵ Project Innovate.



- Nuevas formas de comportamientos nocivos facilitadas por la innovación que aportan los canales digitales (p.ej: ciber-delinuencia, manipulación de mercados mediante la propagación de rumores en redes sociales financieras).

Desde la perspectiva de IOSCO, el fenómeno FinTech puede afectar a los objetivos de protección del inversor y también a lo relativo al desarrollo y eficiencia de los mercados. En su opinión, la limitación de los riesgos sistémicos en los mercados de valores suscita cuestiones en materia tecnológica que son diferentes de las que se plantean en el plano del negocio financiero. Entre estas cuestiones puede mencionarse:

- ¿Cómo está la tecnología facilitando/limitando el crecimiento estable de los mercados financieros?
- ¿Cómo puede asegurarse que la facilidad de acceso a las finanzas que provee la tecnología no se produce a costa de la protección del inversor?
- ¿Cómo está la tecnología aumentando la interconexión de los mercados financieros y si necesitamos cambiar nuestra forma de pensar sobre el riesgo de contagio?
- ¿Qué tipos de innovación en productos puede soportar la integración tecnológica y serán las tecnologías de monitorización y vigilancia capaces de adaptarse?

IOSCO considera que las nuevas formas de comportamientos delictivos facilitados por la innovación digital son especialmente relevantes, considerando el creciente ciber-riesgo que afrontan los mercados de valores y la forma en la que los reguladores tratan dichos riesgos.

Por todo ello IOSCO planea publicar en Diciembre de 2016 un catálogo de medidas a tener en cuenta por individuos y compañías que operan en los mercados, a fin de promover una conducta adecuada de todos ellos.

En la misma línea, el Financial Stability Board ha comenzado a acometer la problemática FinTech, y su presidente Mark Carney ha manifestado que: «El marco regulatorio debe asegurar que es capaz de gestionar cualquier riesgo sistémico

que se pueda derivar de los cambios tecnológicos, sin debilitar la innovación».

SITUACIÓN EN LA UNIÓN EUROPEA

Aparte de las Directivas financieras generalistas y maduras de la UE (Servicios de Inversión, MiFID, ... etc), hasta el momento sólo la Directiva de Comercio Electrónico 2000/31 / CE ha creado un marco legal básico explícito para la prestación de cualesquiera servicios «on-line». El objetivo de esta Directiva ha sido eliminar los obstáculos a los servicios transfronterizos «on-line» en la Unión Europea y proporcionar seguridad jurídica a las empresas y los ciudadanos en las transacciones telemáticas transfronterizas. Con un mayor grado de especialización, la Directiva 2002/65 / CE relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros y la Directiva 2007/64 / CE sobre servicios de pago en el mercado interior han constituido el tradicional marco básico que ha esbozado una cierta regulación de la actividad financiera «on line» en la UE.

La UE acaba de aprobar recientemente una nueva directiva, la Directiva de Servicios de Pago 2 (PSD2), que pretende reemplazar a la anterior Directiva 2007/64 y modificar otras disposiciones de niveles diversos. Esta PSD2 es un importante paso en las políticas de la UE, que impactará la industria de pagos en toda Europa ya que pretende:

- Estandarizar más y hacer más interoperables los pagos con tarjeta y a través de internet y móviles.
- Reducir las barreras a la entrada, en particular para los pagos con tarjeta y a través de Internet.
- Alinear las prácticas tarifarias y operativas en toda la UE.
- Garantizar la aplicación consistente de la Directiva en toda la UE (p. ej.: dando a los estados miembros menos libertad en cuanto a la transposición de la directiva).
- Incorporar bajo la cobertura de la Directiva nuevos tipos emergentes de servicios de pago.



De conformidad con la Comunicación de la Comisión Europea sobre «Una Estrategia para el Mercado Único Digital para Europa⁶»: *«La mejora de la utilización de las tecnologías digitales y servicios en línea debe convertirse en una política horizontal, que abarca todos los sectores de la economía y del sector público»*. *«Un mercado único digital es aquel en el que esté garantizada la libre circulación de mercancías, personas, servicios y capitales ...»* La citada Comunicación, al explicar cómo crear las condiciones adecuadas y un *«level playing field»* para los servicios innovadores, dedica uno de sus capítulos a esbozar la necesidad de *«un ajuste ad hoc del marco regulatorio para plataformas e intermediarios»*. Se señala que las nuevas plataformas en el sector financiero han desafiado rápida y seriamente los modelos de negocio tradicionales y han crecido de manera exponencial, ofreciendo oportunidades para mejorar su eficiencia mediante una mejor elección de los consumidores, *«pero también plantea potencialmente nuevas cuestiones regulatorias»*, que serán abordados en la Estrategia sobre el mercado interior⁷ y en el marco del comercio electrónico⁸.

Igualmente, desde su creación, el European Financial Centres Roundtable se planteó como uno de sus objetivos primordiales, *«la identificación de iniciativas destinadas a fomentar la innovación vinculada a la tecnología y a otros servicios compartidos vinculados a la industria financiera⁹»*.

No obstante, en el marco del Action Plan sobre la Unión de Mercados de Capitales, no se está creando ninguna línea de actuación específica para acometer la problemática FinTech, ni desde la perspectiva de su promoción ni de su limitación.

⁶ COM-2015-192 final

⁷ Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones: Actualizar el mercado único: más oportunidades para las personas y las empresas (COM-2015-550 final, Bruselas, 28-10- 2015).

⁸ Consulta pública sobre el marco regulador de las plataformas en línea, los intermediarios, los datos y la computación en nube y la economía de colaboración. Publicado el 24/09/2015.

⁹ Carta de la mesa redonda lanzado en 2010, cuando se refiere a las áreas potenciales para el futuro trabajo dedicado al fortalecimiento de la interacción mutua de negocios.

De hecho, ni en el primer Status Report de la Comisión sobre la Unión de Mercados de Capitales¹⁰ ni en la respuesta del ESMA al Libro Verde de la Comisión sobre servicios financieros minoristas¹¹, existe ninguna alusión ni planteamiento sobre el fenómeno FinTech.

En tanto en cuanto la Comisión Europea no defina una «policy» específica para la actividad FinTech, y por tanto sus implicaciones tengan que ser gestionadas en el día a día a través de alguno de sus mecanismos, la situación actual viene siendo solventada a través del ESMA mediante la mecánica que se explica a continuación.

De facto, el ESMA es el encargado de asegurar un enfoque coordinado en materia regulatoria y supervisora de todo lo relativo a las actividades financieras innovadoras. A tal fin, el ESMA ha creado en los últimos años un marco operativo basado en principios, para analizar correctamente la innovación financiera, con tres objetivos primordiales: protección del inversor, estabilidad financiera y mercados ordenados.

En concreto el ESMA ha creado el Financial Innovation Standing Committee integrado por representantes de las autoridades supervisoras de los 28 estados que, a efectos de evaluar y monitorizar las innovaciones que se van presentando, no dispone de ningún manual concreto, pero ha desarrollado una metodología bien estructurada a tal fin, que le permite puntuar las innovaciones que se van planteando y poder así focalizar su atención en aquellas que obtengan mayor calificación. De hecho en los últimos años han valorado más de 80 productos y servicios.

A fin de valorar si un producto o servicio innovador merece análisis adicional o una reacción formal por parte del ESMA, ésta valora el contexto de mercado en el que la innovación opera, los participantes del mercado involucrados y los canales de distribución utilizados. Antes de reaccionar, el ESMA formula diversas cuestiones ten-

¹⁰ Commission Staff Working Document, Capital Markets Union: First Status Report (SWD 2016/147Final).

¹¹ ESMA response to the Commission Green Paper on retail financial services (ESMA72016/648).



dentes a conocer la naturaleza de la innovación, el problema central, su urgencia, el resultado que se pretende y su impacto en el mercado.

La respuesta del ESMA puede adoptar la forma de: Opinión, Consejo, Declaración, Advertencia y, en un futuro próximo, la Intervención del producto (en el futuro la MiFIR concederá al ESMA y a las autoridades nacionales, la capacidad de prohibir o restringir la distribución o venta de instrumentos financieros en caso de riesgo para el inversor, la integridad del mercado o la estabilidad financiera).

Con este marco y con estas herramientas, el ESMA ha venido desarrollando su labor en materias como «robo advice», «exchange traded funds (ETFs)», «crowdfunding» o «distributed ledger technology (DLT)».

CONCLUSIÓN

El fenómeno FinTech ya forma parte consustancial del sistema financiero nacional e internacional y la reacción de los reguladores frente al mismo presenta una extraordinaria heterogeneidad dependiendo de multitud de factores, aunque siempre se coloca en el punto de mira regulatorio cuando puede afectar a la protección del inversor y la estabilidad de los mercados.

No es hasta el presente año 2016 cuando se toma consciencia de la naturaleza global de la cuestión, y de sus potenciales impactos sistémicos y de estabilidad financiera, cuando los «standard setters» mundiales (G-20, FSB, IOSCO) comienzan a engrasar sus mecanismos a fin de dar una respuesta coordinada.

No obstante, desde el surgimiento del «smartphone» en 2007, han ido floreciendo y creciendo

de forma exponencial infinidad de innovaciones financieras de base tecnológica, que ya plantean un escenario mundial muy diversificado que va a precisar movimientos de normalización y estandarización global, si se pretende que el fenómeno FinTech despliegue todo su potencial de eficiencia y valor añadido, sin poner en riesgo los principios que tutelan los supervisores.

La Unión Europea, con un bagaje normativo en materia financiera muy copioso, amplio y profundo desarrollado en los últimos veinte años, y viéndose obligada a reaccionar ante la reciente crisis financiera priorizando planteamientos estratégicos como la Unión Bancaria y ahora la Unión de Mercados de Capitales, no se ha focalizado en la problemática FinTech de una forma «estructural o estratégica» sino que ha ido reaccionando de forma «coyuntural o táctica», lo cual también está motivado por voluminoso acervo regulatorio vigente, que impide postular una estrategia «top down» y hace que la única salida sea una adaptación progresiva y atomizada de normas preexistentes («bottom up»).

Es previsible que dentro del desarrollo de estrategia sobre el mercado interior¹² y en el del nuevo marco del comercio electrónico¹³, la Comisión Europea adopte medidas orientadas a armonizar y regular coordinadamente, multitud de aspectos fundamentales para el desarrollo competitivo del sector FinTech.

No obstante, las Directivas, como instrumento armonizador con cierto margen de maniobra a nivel nacional, seguirán permitiendo la permanencia crónica de divergencias más que notables entre países, que bien podrían dar lugar a constantes arbitrajes regulatorios, favorecidos por la libre prestación de servicios y especialmente potenciados en un entorno «on line».

¹² Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones: Actualizar el mercado único: más oportunidades para las personas y las empresas (COM-2015-550 final, Bruselas, 28-10-2015).

¹³ Consulta pública sobre el marco regulatorio de las plataformas en línea, los intermediarios, los datos y la computación en nube y la economía de colaboración. Publicado el 24/09/2015.



INICIATIVAS EUROPEAS SOBRE COVERED BONDS Y TITULIZACIONES

Gregorio Arranz

1. INTRODUCCIÓN

En este trabajo nos vamos a referir a las principales iniciativas europeas sobre bonos garantizados («Covered Bond», CB en adelante) y sobre titulizaciones.

Respecto a los CB, aunque hay múltiples normas que se refieren a los mismos, lo cierto es que todavía no ha cuajado ningún genuino proyecto armonizador de ámbito europeo, siendo la iniciativa más importante las Recomendaciones de la EBA (European Banking Authority) de 1 de julio de 2014. Por el contrario, la regulación europea sobre titulizaciones parece haber encontrado su senda a través de la Propuesta de Reglamento de la Comisión de 30 de septiembre de 2015 sobre la materia y muy especialmente a través de las llamadas titulizaciones STS («Simple, Transparent and Standard»).

Aunque la colaboración se refiere a la normativa europea haremos también alguna referencia a su futuro impacto en la normativa española, sobre todo al analizar las Recomendaciones de la EBA sobre el régimen de los CB a las que prestaremos especial atención.

2. COVERED BOND

2.1. VISIÓN GENERAL

La regulación de los CB en Europa sigue siendo fundamentalmente nacional. El arraigo que tiene

esta figura en cada jurisdicción y la importancia de los elementos de derecho civil y concursal en sus regulaciones, hacen muy difícil una genuina armonización a nivel europeo.

Lo anterior no quiere decir que el fenómeno de los CB no haya sido objeto de un cierto tratamiento a nivel europeo.

Podemos distinguir dos tipos de manifestaciones:

- a) Normas sectoriales europeas con referencias explícitas a los CB
- b) Intentos de aproximación normativa directa de los CB

2.2. *NORMAS SECTORIALES EUROPEAS CON REFERENCIAS EXPLÍCITAS A LOS CB:*

Las principales normas son:

- Directiva UCITS (art. 52.4 Directiva 2009/05/EC). Esta norma permite mayores inversiones y concentraciones de riesgo en UCITS que invierten en CB.

Los tres elementos esenciales de la definición de CB son:

- a) Deben ser valores emitidos por una entidad de crédito con sede en la UE.
- b) Debe darse una supervisión pública especial del producto para proteger a los inversores.
- c) Los importes resultantes de la emisión deberán invertirse, conforme al Derecho



nacional, en activos que durante la totalidad del período de validez de los CB, puedan cubrir los compromisos que estos comporten. En caso de insolvencia del emisor, los activos se utilizarían de forma prioritaria para reembolsar el principal y pagar los intereses devengados.

La citada definición ha servido de ancla para determinar cuales son los componentes esenciales de todo genuino CB, teniendo reflejo en todos los intentos normativos posteriores.

- Reglamento de Requerimientos de Capital de las Entidades de Crédito (Reglamento UE 575/2003, conocido por sus iniciales en inglés CRR). Su artículo 129 permite una mejor ponderación de los CB que además de reunir los requisitos de la Directiva UCITS transcritos, cumplen otros adicionales respecto a los activos subyacentes y en lo relativo a la transparencia.
- La Norma delegada de la Directiva de Solvencia II (2015/35) para aseguradoras y reaseguradoras, da un mejor tratamiento a los CB, remitiéndose también a la definición UCITS como punto de partida.
- La regulación del LCR (Liquidity Coefficient Requirement, Reglamento 2015/61) también permite a las entidades de crédito considerar a los CB como activos líquidos, a los efectos de dicho coeficiente.
- Finalmente, la Directiva de Resolución (Directiva 2014/59 /CE) permite excluir a los CB de la herramienta del «bail in». Los CB son aquí también definidos según la Directiva UCITS y se requiere que los activos del «pool» «permanezcan no afectados, segregados y con suficiente financiación».

A través de las anteriores medidas, y sobre todo de las definiciones incluidas en la Directiva UCITS y en el CRR, se ha conseguido indirectamente una aproximación en las regulaciones de los CB. No obstante, las diferencias entre los distintos marcos nacionales siguen siendo muy notables. Desde la Comisión Europea y diferentes sectores se ha valorado si estaba justificado dar un tratamiento regulatorio especialmente favorable

a los CB, cuando su regulación en cada país seguía siendo muy disímil.

2.3. INTENTOS DE APROXIMACIÓN NORMATIVA DIRECTA

A nivel europeo también se han producido intentos de conseguir de forma directa (ie a través de una regulación específica) una mayor armonización de los CB, que pasamos a examinar.

2.3.1. Informe de la EBA de 1 julio 2014

Es el documento con diferencia más importante de todos, y contiene dos partes conexas pero muy diferenciadas:

- a) Lista de «best practices» que se recomienda incorporar en las regulaciones y en las prácticas supervisoras nacionales. Con esta iniciativa la EBA atiende una petición que le hizo la Junta Europea de Riesgo Sistemico. A estas «best practices» nos referiremos detalladamente en el capítulo siguiente (2.4.) de esta colaboración, pues se han erigido como auténtico «proxy» para medir la calidad regulatoria de cada marco nacional y creemos son la base para cualquier armonización futura europea de los CB.
- b) «Advice» a la Comisión Europea (CE) sobre si procede exigir mas requisitos a los CB para seguir disfrutando de un buen tratamiento en el régimen solvencia (art. 129 CRR). El «advice» también se refiere a si determinados activos como los préstamos para financiar aeronaves o inmuebles con garantía personal, son adecuados como nuevos colaterales de los CB, y sobre la prórroga del tratamiento transitorio de las titulizaciones como colateral apto.

2.3.2. Mercado Único de Capitales

En el proyecto de la CE lanzado el 18 de febrero del 2015 («Green Paper») hay una referencia



explícita a la necesidad de armonizar el marco legal de los CB, como un paso fundamental para conseguir una mayor integración de los mercados de capitales europeos. El Plan de Acción del 30 de septiembre también contiene alguna referencia.

2.3.3. *Consulta de la Comisión Europea sobre CB*

Como corolario del citado «Green Paper» la CE lanzó en octubre del 2015 una consulta dirigida a conocer la opinión de los diferentes sectores con intereses en los CB sobre cual era la mejor forma de regularlos.

Partiendo de las recomendaciones de la EBA el Documento se plantea dos posibles formas de regular a nivel europeo los CB:

- a) Coordinación normativa mediante medidas **no** legislativas, es decir convergencia voluntaria a través de una Recomendación de la Comisión.
- b) Coordinación legislativa genuina, planteándose a su vez varias posibilidades:
- c) Regulación vía una directiva que se limite a establecer unos principios generales («principles based regulation»).
 - i. Regulación vía reglamento.
 - ii. Régimen 29: regulación detallada y uniforme a nivel europeo de uso voluntario, compatible con la pervivencia de las regulaciones nacionales.
 - iii. La CE está actualmente en fase de estudio de las abundantes respuestas recibidas y parece que para fin de este año 2016 publicará un primer borrador de propuesta normativa, que probablemente sea una Directiva.

Es llamativo –a la vista de las respuestas emitidas, y especialmente la del European Covered Bonds Council (ECBD)– el poco interés que la industria en su conjunto tiene en avanzar hacia una clara armonización, estando las preferencias por una mera recomendación o por una directiva con principios muy generales y referidos a relativamente escasos campos.

Nuestra opinión es diferente. Como todo producto financiero consolidado los CB requieren una regulación europea lo más uniforme posible, máxime cuando su tratamiento por las normas prudenciales tiene como hemos visto un cierto carácter preferencial (aunque esté justificado). Es verdad que en su regulación tienen mucho peso aspectos de derecho concursal o de derecho civil y el régimen legal de cada país varía notablemente, pero ello lo más que podría justificar sería una aproximación calibrada y gradual a su necesaria armonización, pero no la exclusión de la misma. Las recomendaciones de la EBA, a las que a continuación nos referimos con cierto detalle, constituyen una clara pista de donde podría venir la futura legislación europea.

2.4. «BEST PRACTICES» EN EL INFORME DE LA EBA DE 1 DE JULIO DE 2014

0. *Introducción*

En este capítulo vamos a exponer de forma resumida las recomendaciones de la EBA, pero haciendo referencia a si en nuestra opinión la regulación española las cumple. Conviene aquí mencionar que en Octubre del 2014, el Tesoro español lanzó una consulta sobre la «Mejora del marco regulatorio de los bonos garantizados» que tuvo amplio eco, pero que desgraciadamente no ha sido seguido de ninguna iniciativa legislativa. La reforma del marco legal de las cédulas constituye sin duda en España una necesidad perentoria, como evidencia el gran número de recomendaciones de la EBA que no se cumplen.

1. *Principio de doble recurso*

• ENUNCIACIÓN.

El CB debe conceder al inversor:

- a) Un derecho contra el emisor hasta que le pague todo lo que le debe.
- b) Si el emisor entra en concurso, una preferencia de cobro sobre los activos de cobertura.



Solo si lo anterior no fuera suficiente:

- c) Un derecho de cobro sin preferencia alguna sobre el resto de los activos que integran la masa activa del concursado

- SITUACIÓN EN ESPAÑA:

Al atribuir el artículo 14 de la LMH (Ley 2/1981, de 25 de marzo, del Mercado Hipotecario) a los cedulistas y bonistas el carácter de acreedores con preferencia especial del artículo 1923.3 del Código Civil con relación a la totalidad de préstamos (cedulistas) o sólo los especialmente afectados (bonistas), unido al otorgamiento del privilegio especial en caso de concurso del artículo 90.1 de la Ley Concursal, se está reconociendo el principio de doble recurso y en este punto tan crucial la legislación española cumple con la correspondiente recomendación de la EBA.

Además la LMH expresamente invoca la aplicación del artículo 84.2.7 de la Ley Concursal, y por tanto se atribuye a los créditos derivados de los títulos hipotecarios, el carácter de créditos contra la masa (ie se siguen pagando «normalmente» con los flujos que generen los activos de cobertura).

2. *Segregación de los activos de cobertura y aislamiento en caso de concurso («Bankruptcy Remoteness»).*

- ENUNCIACIÓN.

La segregación efectiva puede estar garantizada por:

- a) Registro de los activos en un registro de cobertura y/o
- b) Transferencia a una entidad especializada

La segregación deberá referirse tanto a los activos primarios (los típicos del «pool» o patrimonio de cobertura) como a los activos de sustitución o a los derivados contratados con fines de cobertura.

- SITUACIÓN EN ESPAÑA

La legislación española optó por un modelo de emisión de los títulos hipotecarios desde el

propio balance del emisor, sin crear ningún vehículo especial. Los activos de cobertura aparecen registrados en un registro interno contable especial (art. 13 LMH).

La normativa española también contempla los activos de sustitución (artículo 17.2 de la LMH) y la utilización de los derivados con fines de cobertura.

Aislamiento en caso de concurso

- ENUNCIACIÓN.

En caso de concurso o resolución del emisor no debe producirse necesariamente una aceleración de pago a favor de los bonistas en aras de no limitar las facultades del administrador concursal del «pool» de cobertura.

Los acreedores ordinarios del emisor sólo podrán beneficiarse del patrimonio de cobertura una vez satisfechos los créditos de los bonistas.

El emisor debe tener en todo momento un plan con los procedimientos operativos para permitir un funcionamiento ordenado del programa en caso de concurso. Este plan esta íntimamente relacionado con las medidas para la gestión de la liquidez a las que luego nos referimos.

- SITUACIÓN EN ESPAÑA.

El régimen concursal aplicable –antes citado– garantiza los dos primeros elementos de la recomendación, por el contrario la normativa no obliga al emisor a tener un plan de acción para el caso de concurso o resolución.

3. *Administración del programa de emisión tras el concurso o resolución del emisor*

- ENUNCIACIÓN

El marco normativo debe contemplar que tras alguno de los anteriores eventos:

- a) El programa es administrado de forma independiente en interés preferente de los bonistas.



- b) Reglas claras y suficientemente detalladas sobre el papel del administrador, y que este pueda actuar en interés de los bonistas.

- SITUACIÓN ESPAÑOLA

El marco legal vigente no contempla la figura de un administrador concursal independiente del administrador ordinario, siendo ésta una de sus principales carencias. No hay duda que los intereses de los cedulistas son diferentes a los de los restantes acreedores y de ahí la obvia necesidad de que se nombren dos administradores concursales diferentes.

4. Características del «Cover Pool»

4.1. Composición del «Cover Pool»

- ENUNCIACIÓN

La EBA permite «pools» mixtos dónde entren hipotecas residenciales y comerciales siempre que:

- a) Se establezcan límites a la composición del «pool» en aras de que el perfil de riesgo se mantenga de forma consistente durante su vida (está implícito que las hipotecas comerciales son más arriesgadas).
- b) Sin perjuicio de que otras medidas para garantizar la estabilidad y consistencia del «pool» puedan ser estudiadas.

En los «pools» distintos a los hipotecarios sólo se admitirá una clase de activos primarios (ie no mezclar hipotecas navales con créditos a las Administraciones Públicas).

- SITUACIÓN ESPAÑOLA

La normativa española sólo admite en los patrimonios de cobertura un único tipo de activo: préstamos hipotecarios (cédulas hipotecarias), créditos a las Administraciones Públicas (cédulas territoriales) y créditos para la financiación de la actividad exterior (cédulas de internacionalización).

La LMH permite sin restricciones, ni especiales cautelas, que en el caso de títulos hipotecarios el colateral éste compuesto tanto por hipotecas comerciales como residenciales, la única diferencia hace referencia a su respectivo LTV máximo (mayor en las residenciales por su menor riesgo).

4.2. Localización geográfica de los activos

- ENUNCIACIÓN

Los activos de cobertura estarán en el Espacio Económico Europeo.

Los activos localizados en otros Estados sólo serán admisibles tras un juicio de equivalencia de sus requerimientos prudenciales y de supervisión.

- SITUACIÓN ESPAÑOLA

La normativa española (artículo 6 del Reglamento de la LMH, RD 716/2009, RMH) sólo admite como colaterales a los créditos garantizados por inmuebles situados en la UE, siempre que el régimen de sus garantías sea equivalente al previsto por la legislación española.

5. Valoración de los activos de cobertura y criterios sobre LTV («Loan to Value»)

5.1. Límites al LTV

- ENUNCIACIÓN

El marco regulatorio debería prever:

- a) Niveles máximos de LTV a los efectos de que un **porcentaje** del préstamo concreto valga de cobertura («límites blandos»). Los préstamos que superen el LTV legal valen como cobertura pero sólo hasta dicho límite.
- b) Niveles máximos de LTV a los efectos de que un préstamo –en su totalidad– pueda servir de cobertura («límites duros»). Si no se dan el préstamo saldría del «pool».



La aplicación de los segundos, sobre todo cuando el préstamo los supera de forma sobrevenida, es vista con cierta cautela por la EBA por sus efectos distorsionadores cuando se produjera una caída seria del mercado.

- SITUACIÓN ESPAÑOLA

En España tradicionalmente sólo se han admitido como préstamos elegibles los que cumplen el requisito del LTV máximo y los demás previstos en la normativa del mercado hipotecario («límites duros», art 5 LMH y 5 del, RMH). Pero esto se aplicaba únicamente en el momento inicial de la emisión no exigiendo la normativa una actualización de los valores como luego veremos.

5.2. Medidas del LTV y frecuencia de su revalorización

- ENUNCIACIÓN

El marco legal debería establecer:

- a) Que el valor de los activos que sirven de colateral y los correspondientes LTV fuesen actualizados al menos una vez al año.
- b) Las reglas de tasación deberían ser transparentes y esta realizada por un agente independiente del proceso de concesión de préstamos.

- SITUACIÓN ESPAÑOLA

En España no existe una auténtica regulación que obligue de forma sistemática a actualizar las valoraciones hechas de los inmuebles, siendo ésta una de las principales carencias de nuestro sistema. Por el contrario el régimen de las tasaciones es muy completo y se exige que las mismas se hagan por entidades independientes (especialmente desde la reforma introducida por la ley 1 /2013).

6. Principio de cobertura y sobrecolateralización

- ENUNCIACIÓN

El llamado principio de cobertura (suficiencia del colateral) se debe proyectar a todas las

obligaciones del «pool», incluidas las contraídas con las contrapartes de las coberturas («swaps») y en su caso con los directivos/administradores, «servicers», «trustees», «cover pool monitors» y sujetos similares.

La EBA considera una buena práctica que por ley se fije un mínimo de sobrecolateralización.

- SITUACIÓN ESPAÑOLA

El principio de cobertura adquiere en España una extensión mayor que en cualquier otra legislación y tiene dos manifestaciones:

- a) en caso de concurso **todos** los activos de cobertura (ie en el caso de cédulas y bonos hipotecarios **todas** las hipotecas) servirían de garantía a los cedulistas/bonistas.
- b) Además se exige un determinado ratio entre títulos emitidos y los llamados préstamos elegibles (los que cumplen con un determinado LTV y demás requisitos de la legislación del mercado hipotecario) que para el caso de las cédulas se fija en el 80% (art 24 RMH).

En línea con la Recomendación, de la cobertura se benefician no sólo los inversores, sino también las contrapartes de los contratos celebrados («swaps», financiadores).

Esta sobre cobertura provoca unos altísimos niveles de afectación de los activos del emisor en perjuicio de otros acreedores (lo que se conoce como «asset encumbrance») y en el futuro no es sostenible, debiéndose ir a un modelo más en línea con el que se emplea en otras jurisdicciones («pools» limitados a un conjunto de préstamos elegibles con un nivel mínimo legal de sobrecolateralización).

7. Gestión del riesgo de activos y pasivos (Gestión de la liquidez)

7.1. Uso de derivados

- ENUNCIACIÓN

Sólo se permite el uso de derivados con fines de garantías. Por otra parte, la regulación



debe evitar el vencimiento anticipado de los contratos en caso de concurso del emisor.

- SITUACIÓN ESPAÑOLA

El Reglamento del Mercado Hipotecario sí que prevé que los derivados sólo se usen con fines de cobertura, pero nada dice sobre el vencimiento anticipado en caso de concurso (art 10 RMH).

7.2. Colchón de activos líquidos

- ENUNCIACIÓN

Debe haber siempre un colchón de activos líquidos («liquid assets buffer») para cubrir de forma suficiente los flujos del programa de CB durante un cierto periodo.

- SITUACIÓN ESPAÑOLA

La normativa española no contempla esta figura.

7.3. «Stress tests»

- ENUNCIACIÓN

El texto recomienda realizar «stress test» teniendo en cuenta al menos los siguientes factores:

- Movimientos de tipos de interés
- Movimientos en los tipos de cambio relativos a las divisas que sean relevantes.
- Calidad crediticia de los activos subyacentes.
- Niveles de amortización anticipada
- Precios de regulación de los activos subyacentes

Los tests deberían también tener en cuenta otros riesgos como el de confusión («commingling») o de compensación («netting»).

- SITUACIÓN ESPAÑOLA

La normativa no los exige. Este capítulo de la gestión de activos y pasivos es uno de aquellos

en que la situación española se aparta más de las recomendaciones.

8. *Papel de la autoridad competente y supervisión del CB*

8.1. Nombramiento de un «cover pool monitor»

- ENUNCIACIÓN

El marco legal debería prever:

- Que se nombre un «cover pool monitor» cuando se apruebe el programa de CB.
- Quienes pueden serlo y sus principales deberes y facultades
- Una obligación de reportar periódicamente a las autoridades las incidencias detectadas.

- SITUACIÓN ESPAÑOLA

La figura no está contemplada en España, siendo ésta otra importante carencia de la legislación. El control por el Banco de España en ningún caso suple la necesidad de esta figura.

8.2. Supervisión del emisor

- ENUNCIACIÓN

La autoridad competente debe aprobar el establecimiento de cada programa, y en ese momento estar al menos satisfecha de que:

- Existen adecuados procedimientos y controles, incluidos los necesarios para los supuestos de insolvencia y resolución.
- Se aplican las limitaciones nacionales que en su caso existan.

El marco legal deberá especificar claramente los deberes y obligaciones de las autoridades competentes en relación con la supervisión continuada de los CB.

En especial el marco legal deberá contemplar los deberes y facultades de la autoridad si el emisor incurre en impago («default»).



- SITUACIÓN ESPAÑOLA

La supervisión del Banco de España es a posteriori y la normativa no contiene un cuadro **específico** y suficiente de las funciones y potestades del Banco de España en relación con estos títulos, siendo claramente insuficiente.

9. *Transparencia*

- ENUNCIACIÓN

Los emisores de CB deberían revelar de forma agregada información sobre los siguientes extremos:

- Riesgos de crédito, mercado y liquidez
- Niveles de sobrecolateralización
- Otras informaciones relevantes, incluida información sobre las contrapartes intervinientes.

La información deberá darse con una periodicidad al menos cuatrimestral y con un grado de detalle que permita a los inversores una adecuada comprensión del riesgo.

- SITUACIÓN ESPAÑOLA

La regulación española nada dice al respecto. Los emisores de cédulas españoles han elevado de forma muy notable sus estándares de transparencia al adherirse de forma voluntaria a la iniciativa del European Covered Bonds Council («Transparency Template»).

3. TITULIZACIONES

3.1. INTRODUCCIÓN

Tras las crisis se han producido múltiples iniciativas para tratar de mejorar aspectos regulatorios de las titulizaciones, figura a la que con mayor («subprimes americanas») o menor («titulización europea») justicia se le ha echado gran parte de la culpa de aquella.

En un primer momento tras la crisis las regulaciones (tanto a nivel mundial como específica-

mente europeo) fueron de tipo sectorial, imponiendo ciertas obligaciones a cargo de los inversores institucionales que quisieran invertir en estos productos.

Fundamentalmente dichas obligaciones consistían en:

- a) Obligación de hacer un «due diligence» de los productos.
- b) Retención de parte del riesgo de los activos cedidos (lo que en la jerga de las titulizaciones se llama «skin in the game») por parte de los originadores o patrocinadores.

En un segundo momento, sin olvidar el anterior enfoque centrado en el lado de la demanda, se va a tratar de primar aquellas titulizaciones que se consideran hipotéticamente menos propensas a causar daños, por su carácter de simples, transparentes y estandarizadas (Titulizaciones STS del inglés «Simple, Transparent and Standard», en España la expresión estandarizadas se tradujo por «normalizadas»). El mejor trato está previsto en la normativa sobre solvencia de las EC y entidades aseguradoras y también en el LCR de las primeras, asimilándose pero no plenamente identificándose al régimen de los CB.

En Europa es fundamentalmente a raíz de la iniciativa del Capital Market Union («Green Paper» del 13-V-2015) cuando se opta por favorecer este tipo de titulizaciones y adoptar una regulación específica. No obstante hay que mencionar como antecedentes el «Discussion Paper» de la EBA del 14 de diciembre de 2014 y el Report del Joint Forum de reguladores europeos de 12 de mayo de 2015, ambos referidos a las titulizaciones STS.

En desarrollo de la citada iniciativa, la Comisión Europea aprobó el 30 de Septiembre de 2015 un proyecto de Reglamento por el que se establecen normas comunes sobre titulización simple, transparente y normalizada («standard»). El mismo día se lanzó una propuesta de reforma del CRR para modificar el régimen aplicable a las titulizaciones. Se trata de propuestas muy positivas para relanzar en Europa el segmento de las titulizaciones.

Dicho proyecto será objeto de un breve análisis en el apartado siguiente de este capítulo. El texto fue aprobado con enorme celeridad por el Conse-



jo de Ministros (2 de diciembre de 2015), estando siendo su tramitación más lenta en el Parlamento.

Hay que señalar que la regulación española sobre titulaciones, contenida en la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial (Título 3, Ley 5 /2015, de 27 de abril) no responde a la filosofía de la propuesta de Reglamento comunitario y en especial desconoce totalmente la categoría de las titulaciones STS. Es verdad que estas últimas son una opción para los interesados en titular y además estarán sometidas a un reglamento comunitario, pero hubiera sido deseable que la legislación española hubiera ya previsto de alguna forma la figura.

3.2. LA PROPUESTA DE REGLAMENTO SOBRE TITULIZACIÓN

En la Propuesta hay que distinguir dos partes:

1. Requisitos exigibles a todas las titulaciones y
2. Régimen de las titulaciones STS

1. Requisitos exigibles a todas las titulaciones

1.1. Requisitos de diligencia debida para los inversores institucionales

El llamado «due diligence» se extiende principalmente a comprobar los siguientes extremos:

- a) Si el originador no es una entidad de crédito (EC), debe tener criterios sólidos para la concesión de créditos (las EC se presume los tienen en virtud de su normativa prudencial especial).
- b) El originador debe retener una parte del interés económico en el activo cedido.
- c) Se debe dar información suficiente al mercado.
- d) Se deben evaluar los principales riesgos que presenta la titulación.
- e) Se deben adoptar procedimientos para supervisar los anteriores requisitos y practicar «stress tests».

- f) Garantizar un adecuado nivel de información interna a los órganos de dirección.

1.2. Retención de riesgo

Se mantiene, como ocurría en la normativa sectorial anterior, en un 5% regulándose las diferentes formas en que dicha retención puede operar.

1.3. Requisitos de transparencia

Se regula con cierto detalle la información a proporcionar a los inversores y a la autoridad supervisora.

2. Régimen de las titulaciones STS

2.1. Requisitos relativos a la simplicidad

Podemos destacar los siguientes:

- Las cesiones de activos deben ser plenas, esto es, oponibles al cedente o a cualquier otro tercero, y no verse afectadas por situaciones de insolvencia.
- Las titulaciones sintéticas estaban inicialmente excluidas pero tras una opinión de la EBA, de 18 de diciembre del 2015, favorable a las mismas, el tema parece reabierto, siempre claro que estas titulaciones cumplan con ciertos requisitos.
- Declaraciones y garantías del cedente de que los activos están libres de cargas.
- Los activos cedidos deben cumplir ciertos requisitos de admisibilidad predeterminados.
- Se excluye la gestión de la cartera activa de los riesgos cedidos. (posibilidad que por cierto introduce la Ley de Fomento de Financiación Empresarial, al igual que otras medidas que la Propuesta expresamente rechaza).
- Los activos cedidos deben ser homogéneos y no pueden consistir ni en valores negociables ni en titulaciones.



- Los activos deben originarse en el curso de la actividad normal del originador y con aplicación de las reglas de suscripción («underwriting») normales.
- En las titulizaciones de hipotecas residenciales el originador tendría que haber analizado la solvencia del deudor de acuerdo con la Directiva 2014/17 /UE (sobre préstamos hipotecarios).
- No se pueden ceder activos en situación de impago ni contra deudores cuya actividad crediticia se haya deteriorado.
- Como regla general en el momento de la transferencia de los activos se debería haber realizado ya al menos un pago.
- El reembolso de los inversores no dependerá sustancialmente de las ventas de los activos cedidos.

2.2. Requisitos relativos a la normalización

- Debe cumplirse con el requisito de retención de riesgo
- Deben mitigarse a través de técnicas adecuadas, los riesgos de interés y de cambio. Los activos subyacentes no incluirán derivados salvo que sean de cobertura.
- Todos los pagos de intereses referidos a un tipo de referencia lo harán a uno empleado normalmente en el mercado.
- Como regla general los flujos se distribuirán siguiendo un modelo «pass through» y los pagos se harán siguiendo el orden de prelación preestablecido.
- Se prevé una lista mínima de eventos desencadenantes de la amortización anticipada.
- Se establecen requisitos mínimos para la documentación de las operaciones.

2.3. Requisitos relativos a la transferencia

La originadora, la patrocinadora y el vehículo de titulización deben proporcionar información, entre otros extremos sobre:

- Comportamiento histórico estático y dinámico en materia de impagos y pérdidas
- Auditoría externa de una muestra de los activos
- Modelos de flujos de efectivo

2.4. Requisitos especiales para las operaciones ABCP («Asset-backed commercial paper»)

Estas titulizaciones se someten a alguna regla especial, entre las que cabe destacar:

- Los activos deben ser homogéneos y tener un periodo de vida residual medio ponderado de dos años, sin que ninguno de ellos tenga un vencimiento residual de más de tres años. Se excluyen los préstamos hipotecarios sobre inmuebles.
- El programa ABCP no puede constituirse como una retitulización y la mejora crediticia no establecerá un segundo estrato de división en tramos a nivel de programa.
- Los valores emitidos no incluirán opciones de compra, cláusulas de prórroga ni otras que afecten a su vencimiento final.

3. Otras reglas

3.1. Sistema de «autocertificación»

Los emisores, patrocinadores y vehículos comunicarán de forma conjunta al ESMA, mediante una plantilla uniforme, que la titulización cumple con los requisitos STS.

ESMA publicará estas notificaciones en su Web y lo comunicará al regulador nacional.

Las entidades intervinientes designarán a una de ellas para que actúe como primer punto de contacto para los inversores y autoridades competentes.

3.2. Supervisión

Como es habitual en las últimas iniciativas normativas europeas, el Proyecto incluye un



régimen de supervisión y sanción bastante amplio. Las medidas aunque enérgicas, son bastante lógicas al tratarse de un régimen de «autocertificación,» que descansa en la buena fe y diligencia de originadores, patrocinadores y vehículos.



IMPACTO DE MIFID II SOBRE LOS MODELOS DE ATENCIÓN A CLIENTES: ¿INTRODUCE MIFID II UN RIESGO DE EXPULSIÓN DEL CLIENTE MINORISTA DE LOS SERVICIOS DE GESTIÓN Y ASESORAMIENTO?

Sara Gutiérrez Campiña, Socia de finReg360

I. INTRODUCCIÓN

La Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (en adelante, «Directiva MiFID II») introduce cambios relevantes en las normas de conducta que las entidades deben cumplir en la prestación de servicios de inversión y/o auxiliares. Estas modificaciones tienen como finalidad, en palabras del regulador europeo, el aumentar la protección de los clientes, tanto minoristas como profesionales. Tras la crisis financiera, se ha puesto de manifiesto la necesidad de aumentar las obligaciones de transparencia para evitar que los clientes inviertan en productos con riesgo o complejidad elevados sin contar con toda la información necesaria para llevar a cabo estas operaciones. Asimismo, se ha visto la necesidad de reforzar la normativa para la gestión adecuada de los potenciales conflictos de interés que pueden surgir entre las entidades y los clientes en la prestación de servicio de inversión, para evitar que los mismos puedan beneficiar a las entidades en detrimento de los intereses de sus clientes.

Una de las principales novedades de la Directiva de MiFID II es la nueva regulación relativa a la restricción de los honorarios, comisiones y beneficios monetario o no monetarios pagados o cobrados por terceros, distintos de la entidad financiera o los clientes, en la prestación de ser-

vicios de inversión. Estos pagos de/a terceros, conocidos en la industria como incentivos o retrocesiones, están en principio restringidos, salvo que cumplan una serie de requisitos que permitan su justificación.

Existen servicios de inversión en los que directamente la Directiva MiFID II ha prohibido la posibilidad de continuar realizando estos pagos, como son el servicio de gestión discrecional de carteras o el servicio de asesoramiento independiente, salvo con alguna excepción. En el resto de servicios de inversión, si bien no se ha optado por la prohibición expresa, se incrementan las obligaciones de las entidades financieras para que puedan seguir percibiendo estos pagos, aumentando la transparencia frente a los clientes y la exigencia de justificar, en todo caso, el cobro de los mismos.

Asimismo, junto con el incremento de las normas de conducta relativas a la percepción de incentivos, existen otras novedades introducidas por la Directiva MiFID II que pueden tener impacto en los modelos de atención de los clientes, como por ejemplo la obligación de las entidades de evaluar y acreditar los conocimientos y experiencia de sus empleados, que se analizarán también en el presente trabajo.

En el presente trabajo, se analizan cuáles son los cambios relevantes en materia de incentivos y demás normas de conducta y cómo estos cambios



pueden tener un efecto directo en los modelos de atención a clientes, diferenciando entre los servicios propios de los segmentos de banca privada y los servicios más comunes en banca universal.

Es necesario señalar que, en la fecha de elaboración de este trabajo no contamos aún con la normativa definitiva, y el mismo se basa en el texto de la Directiva MiFID II, ya aprobado y el texto de la Directiva Delegada, publicada por la Comisión Europea el pasado 7 de abril de 2016, y del Reglamento Delegado, publicado por la Comisión Europea el pasado 25 de abril de 2016, pendientes ambos de ratificación por el Parlamento y el Consejo Europeo, por lo que podría no tratarse del texto normativa definitivo. Una vez que estos textos se aprueben a nivel europeo, será necesaria su transposición al ordenamiento jurídico de los distintos Estados miembro, salvo de los Reglamentos que serán de aplicación directa.

Finalmente, antes de entrar a analizar los impactos señalados, es necesario también indicar que está pendiente la aprobación de la propuesta de modificación de la Directiva MiFID II, presentadas por la Comisión, mediante la cual se plantea la modificación de la fecha de aplicación de esta normativa, concediendo un año más de lo previsto en el texto inicial, esto es, el 3 de enero de 2018. Asimismo, si bien todavía no se ha publicado, parece que es posible que la Comisión también proponga una segunda modificación de la Directiva MiFID II con el fin de conceder un año más también para la transposición a los ordenamientos jurídicos de los Estados miembro, esto es el 3 de julio de 2017. No obstante, estas modificaciones todavía no han sido definitivamente aprobadas por el Parlamento y el Consejo.

II. NOVEDADES DE LA DIRECTIVA MIFID II EN EL PAGO DE INCENTIVOS

II.1. PROHIBICIÓN DE INCENTIVOS EN LA GESTIÓN DISCRECIONAL DE CARTERAS Y EL ASESORAMIENTO INDEPENDIENTE

La primera novedad respecto a la restricción del pago de incentivos se refiere a los servicios de

gestión discrecional de carteras y de asesoramiento independiente. En ambos casos, salvo con las excepciones que veremos más adelante, se prohíbe la posibilidad de que las entidades que prestan estos servicios a sus clientes pueden cobrar o pagar incentivos de/a terceros, o en el caso de cobrarlos se introduce la obligación de devolverlos íntegramente a los clientes lo antes posible tras su recepción.

En el ámbito de la gestión discrecional de carteras –servicios que en la actualidad suele cobrarse por una comisión explícita de gestión que paga el cliente pero que habitualmente se refuerza con la percepción de retrocesiones por parte de las entidades– la regulación no establece nuevos requisitos para la prestación de este servicio.

En relación con el servicio de asesoramiento independiente, éste es un nuevo servicio, que se regula por primera vez en la Directiva MiFID II, que a diferencia del servicio tradicional de asesoramiento en materia de inversión, debe cumplir con una serie de requisitos para justificar el calificativo de independiente. Cuando una entidad opte por prestar asesoramiento independiente, es necesario que lleva a cabo una evaluación de un número suficientemente de productos de distintos proveedores y que no cobre o pague incentivos a terceros. En el caso de que no se cumplan uno o ninguno de los mencionados requisitos, el servicio de asesoramiento que se presta a los clientes debe considerarse como asesoramiento no independiente y así comunicárselo a los clientes.

En cuanto al requisitos sobre la evaluación de un número suficientemente amplio de productos de distintos proveedores, el mismo no se refiere a que se evalúen todos los productos que existan en el mercado ofrecidos por todos los proveedores, pero sí exige la Directiva MiFID II que la evaluación realizada no se limite únicamente a los emitidos por la propia entidad que presta el servicio o entidades que tengan vínculos estrechos con la misma, debiéndose incluir productos de otros. Para ello, las entidades que opten por prestar este servicio deberán contar con procedimientos adecuados de selección de productos, que les permitan evaluar y comprar una gama suficien-



temente amplia de los instrumentos disponibles en el mercado. De conformidad con el Reglamento Delegado publicado por la Comisión, estos procedimientos de selección deberán cumplir con los siguientes requisitos:

- El número y variedad de productos será proporcional al alcance del servicio de asesoramiento prestado y deberán ser representativos de los productos disponibles en el mercado;
- La cantidad de productos evaluados emitidos por la propia entidad financiera que presta el servicio o por entidades con vínculos estrechos será proporcional a la cantidad total de productos considerados; y
- Los criterios de selección de productos deberían considerar aspectos relevantes, tales como los riesgos, costes y complejidad, así como las características de los clientes a los que va dirigido este servicio, con el fin de evitar que pueda producirse un sesgo en la calidad el asesoramiento prestado.

En caso de que tal comparación no sea posible debido al modelo de negocio o al alcance específico del servicio prestado, la empresa de servicios de inversión que preste asesoramiento en materia de inversión no se presentará como independiente.

Por lo tanto, en el caso del asesoramiento independiente, además de la restricción de los incentivos se exigen asimismo otros requisitos que suponen un aumento del coste en la prestación de éste servicio.

Tanto en el servicio de gestión discrecional de carteras como en el de asesoramiento independiente, la Directiva MiFID II establece excepciones en la que las entidades financieras que presten estos servicios podrán percibir beneficios no monetarios de pequeña cuantía, siempre que el cliente sea informado con claridad, que puedan servir para aumentar la calidad del servicio prestado y que no se consideren un obstáculo para la capacidad de estas entidades de actuar en el mejor interés de sus clientes.

De acuerdo con la Directiva Delegada únicamente deberán considerarse aceptables los beneficios no monetarios si consisten en:

- Información o documentación relativa a un instrumento financiero o un servicio de inversión, de índole genérica o personalizada para reflejar las circunstancias de un determinado cliente;
- Materiales elaborados por terceros para promover una nueva emisión y que estos se pongan a disposición al mismo tiempo de todas las empresas de inversión que deseen recibirlos, o del público en general;
- La participación en conferencias, seminarios u otras actividades de formación sobre los beneficios y características de un determinado instrumento financiero o servicio de inversión;
- Gastos de representación de un valor razonable, como las dietas durante una reunión empresarial o una conferencia, seminario u otra actividad de formación; u
- Otros beneficios no monetarios menores que un Estado miembro considere que pueden justificar el aumento de la calidad del servicio prestado al cliente y, teniendo en cuenta que por su cuantía sea poco probable que menoscaben el cumplimiento del deber de la entidad de actuar en el mejor interés del cliente.

En todo caso, las entidades que perciban estos beneficios no monetarios deberán informar a sus clientes antes de la prestación de los servicios.

II.2. INCENTIVOS PERMITIDOS

En relación con los incentivos que son pagados o cobrados por terceros en la prestación de servicios distintos de la gestión discrecional de carteras y el asesoramiento independiente, la Directiva MiFID II refuerza las obligaciones para que los mismos puedan ser considerados como incentivos permitidos.

En primer lugar la Directiva MiFID II refuerza las obligaciones de transparencia frente a los clientes. Ya en la Directiva MiFID de 2004 se permitía la percepción de incentivos siempre que se informase de forma adecuada a los clientes antes



de la prestación de los servicios de inversión. No obstante, MiFID I permitía que esta información se realizase a través de la cuantía exacta, el método de cálculo o información resumida. Pues bien, la principal novedad de la Directiva MiFID II es que ha eliminado la posibilidad de informar sobre los incentivos de forma resumida, exigiendo en todo caso que se informe a los clientes de manera precontractual de la cuantía exacta de los incentivos, siempre y cuando sea posible, o del método de cálculo de los mismos. Ahora bien, si no es posible desvelar al cliente la cuantía exacta de los incentivos y sólo se puede dar el método de cálculo, la entidad deberá también facilitar a sus clientes, *ex post*, la información relativa al importe exacto del pago o el beneficio percibido o abonado. Finalmente, se exige que al menos una vez al año, y mientras la entidad reciba incentivos de manera continuada en relación con los servicios de inversión prestados, informará a sus clientes individualmente del importe efectivo de los pagos o los beneficios percibidos o abonados; los beneficios no monetarios menores podrán describirse de un modo genérico.

En segundo lugar, y tal y como establecía MiFID I, la Directiva MiFID II establece que además de la transparencia e información proporcionada a los clientes, los incentivos sólo estarán permitidos si aumentan la calidad del servicio y permiten justificar que la entidad está actuando en interés de sus clientes. No obstante, la gran novedad de la Directiva MiFID II es que se prevé que la Comisión desarrolle qué debe considerarse como aumento de la calidad del servicio y actuación en interés de los clientes. Para ello, la Comisión a través de la Directiva Delegada incorpora supuestos en los que entiende que se produce el aumento de la calidad del servicio. Es necesario, antes de pasar a analizar los supuestos incluidos por la Comisión, señalar que no se trata de una lista cerrada de ejemplos, si no casos en los que la Comisión entiende que estará justificada la percepción de incentivos, pudiendo existir otros siempre que estén debidamente justificados frente a los organismos supervisores.

Los ejemplos que incluye la Comisión en la Directiva Delegada en los que entiende que la

percepción de incentivos justifica el aumento de la calidad del servicio, al prestarse un servicio adicional de valor añadido, son los siguientes:

- La prestación del servicio de asesoramiento no independiente, siempre que se evalúe por parte de la entidad que preste el servicio una amplia gama de productos. Esto es, cumplir con uno de los dos requisitos que se exigen para entender el asesoramiento como independiente. En este caso, deberán cumplirse con todos los requisitos analizados anteriormente para entender que las entidades evalúan un número suficientemente amplio de productos, incluyendo un número apropiado de productos de proveedores distintos a la entidad que presta el servicio o entidades que mantengan con ésta vínculos estrechos;
- La prestación del servicio de asesoramiento no independiente junto con uno de los siguientes servicios de valor añadido:
 - ✓ Ofrecer al cliente la posibilidad de evaluar, al menos anualmente, la continuidad de la idoneidad de los productos en los que finalmente haya invertido; o
 - ✓ Ofrecer al cliente un servicio continuo como por ejemplo información continua sobre el «*asset allocation*» o asignación óptima de activos.
- Ofrecer acceso, a un precio competitivo, a una amplia gama de productos que probablemente satisfagan las necesidades del cliente, incluido un número apropiado de productos de terceros, de entidades distintas de la que presta servicios de inversión o entidades que mantengan vínculos estrechos con ésta, junto con:
 - ✓ La puesta a disposición del cliente de herramientas de valor añadido, que permitan al cliente contar con información objetiva que le ayude a adoptar decisiones de inversión o le permitan el seguimiento de las mismas y el ajuste de la gama de productos en los que haya invertido, o



- ✓ La provisión de informes periódicos sobre el rendimiento y los costes y gastos asociados a los instrumentos financieros.

Estos son los ejemplos que ha incluido la Comisión en la Directiva Delegada, si bien, tal y como se ha señalado anteriormente, no es una lista cerrada de circunstancias en las que puede verse justificado el aumento del valor añadido en la prestación de servicios de inversión. Podrían existir otros supuestos en los que los supervisores nacionales puedan considerar que se está prestando un servicio de valor añadido y, por lo tanto, pueda estar justificada la percepción de incentivos.

La inclusión de estos ejemplos en la Directiva Delegada es uno de los temas más relevantes que se han debatido por la industria en los distintos foros y grupos de trabajo que se han creado para dar seguimiento a los desarrollos de la Directiva MiFID II. Es necesario tener en cuenta que de los tres ejemplos incluidos por la Comisión, dos hacen referencia a servicios de asesoramiento no independiente y el tercero al poner a disposición de los clientes una amplia gama de productos. Por lo tanto, parece que ninguno de los ejemplos expuestos por la Comisión cubriría la posibilidad de continuar percibiendo incentivos en servicios distintos a éstos, como por ejemplo la comercialización, que no se trata de un servicio de asesoramiento y, generalmente, se restringe a ciertos productos. Este aspecto es muy relevante, puesto que, en mercado como el español, el principal servicio que se presta en banca universal es la comercialización, y generalmente se perciben incentivos de terceros y no existen comisiones explícitas pagadas por los clientes. El impacto por lo tanto es muy relevante puesto que las entidades deberán evaluar las distintas alternativas que existen para mantener los ingresos que perciben por la comercialización, o bien transformando sus modelos en servicios de asesoramiento para caer en alguno de los ejemplos propuestos por la Comisión, si bien es una alternativa que supone un alto coste de implantación, o bien manteniendo la comercialización buscando alternativas para cubrir los actuales ingresos, o bien

renunciando a los incentivos, cubriendo los mismos por otras comisiones que se paguen directamente por los cliente, o desarrollando servicios de valor añadido que permitan justificar frente al supervisor nacional el aumento de la calidad del servicio y el mantenimiento de los incentivos.

Finalmente, cabe destacar que para que los incentivos sean permitidos, no sólo es necesario el aumento de la transparencia y la justificación de servicios de valor añadido, también incluye la Comisión en la Directiva Delegada la necesidad de:

- Asegurar que los incentivos percibidos no benefician directamente a la entidad financiera que presta el servicio, sus accionistas o empleados sin un beneficio tangible para el cliente en cuestión;
- Los incentivos percibidos de forma continuada están justificados por la provisión de un beneficio continuo al cliente en cuestión.

Asimismo, las entidades financieras que continúan percibiendo incentivos en la prestación de servicios de inversión deberán disponer de medios que acrediten que los honorarios, comisiones o beneficios no monetarios abonados o percibidos se han diseñado para elevar la calidad del servicio pertinente prestado al cliente:

- Mediante la llevanza de una lista interna de todos los incentivos percibidos por la entidad financiera en relación con la prestación de servicios de inversión o auxiliares; y
- Mediante el registro de la manera en que los incentivos percibidos aumentan la calidad de los servicios prestados a los clientes, y las medidas adoptadas para no menoscabar la obligación de la entidad de actuar de manera honesta y profesional atendiendo al mejor interés del cliente.

II.3. *IMPACTO DE LA NUEVA REGULACIÓN EN LA RELACIÓN CON EL CLIENTE:*

De acuerdo con las novedades que se han analizado anteriormente, resulta necesario que las entidades financieras, a la hora de adaptarse a la



Directiva de MiFID II lleven a cabo una profunda reflexión sobre sus modelos de atención, definiendo en todo caso el tipo de servicio de inversión que prestarán a los distintos segmentos de clientes, así como la revisión y adaptación de los modelos operativos.

Servicio de gestión discrecional de carteras

En el ámbito de la gestión discrecional de carteras –servicios que en la actualidad suele cobrarse por una comisión explícita de gestión que paga el cliente pero que se refuerza con la percepción de retrocesiones por parte de las entidades– al introducir la prohibición de continuar percibiendo incentivos, se establece la necesidad de que las entidades cubran el ingreso que van a dejar de percibir a través de otras vías.

En este sentido, lo más probable es que tras la fecha de aplicación de la Directiva MiFID II, estas comisiones explícitas que ya se cobran a los clientes aumenten y a su vez disminuyan las comisiones indirectas que los clientes pagan en la actualidad a los fabricantes de los productos, por ejemplo la comisión de gestión que se paga por los clientes de las gestoras de instituciones de inversión colectiva. Para ello, es probable que las gestoras creen los conocidos como «fondos limpios», dirigidos a clientes que cuenten con el servicio de gestión discrecional de carteras, en los que la comisión de gestión no contará con los comisión o retrocesión que en la actualidad las gestoras pagan al distribuidor de sus fondos. Por lo tanto, la comisión de gestión que el cliente pague a las gestoras probablemente disminuirá y, por el contrario, se aumentarán las comisiones directas que el cliente paga a las entidades por la prestación de servicios de inversión y/o auxiliares, lo que permitirá a éstas cubrir el ingreso que dejen de percibir por los incentivos.

Servicio de asesoramiento independiente vs asesoramiento no independiente

Respecto del asesoramiento independiente, teniendo en cuenta, que en la actualidad y, a dife-

rencia de lo que ocurre con el servicio de gestión discrecional de carteras, no es frecuente que las entidades cobren a sus clientes comisiones directas por la prestación del servicio de asesoramiento, para cubrir el ingreso que se va a dejar de percibir por los incentivos y el coste interno del servicio – coste que se verá incrementado tanto por los procedimientos y desarrollos que se deberán implantar para cumplir con la normativa como el aumento del coste del servicio por la mayor atención y calidad que deberá exigirse a los asesores–, se deberán establecer nuevas comisiones directas a los clientes. Al aumentar el coste del servicio estas comisiones no serán bajas por lo que parece probable que, sólo algunos clientes estén dispuestos a pagarlas y aquellos que cuenten con patrimonios más altos, que puedan entender justificable el pago de las mismas. En la práctica, tal y como analizaremos más adelante, y como antecedentes en otros países que han prohibido el pago de incentivos en el asesoramiento, como es el caso del Reino Unido, al tratarse de un servicio con un coste elevado difícil de cubrir mediante comisiones explícitas pagadas por los clientes, se ha excluido de la posibilidad de percibir un servicio de asesoramiento a los clientes con rentas más bajas.

En este sentido, será necesario que las entidades lleven a cabo una reflexión sobre el tipo de asesoramiento que van a prestar a sus clientes, en función de:

- (i) La tipología de clientes y la voluntad o aceptación que puedan tener los mismos a pagar nuevas comisiones por este servicio; y
- (ii) La gama de productos que se tendrá en cuenta a la hora de prestar el servicio de asesoramiento, diferenciando entre productos emitidos por la propia entidad o entidades con vínculos estrechos y productos de terceras entidades.

A la hora de tomar la decisión sobre el tipo de asesoramiento que se prestará a los clientes, es relevante también considerar la posibilidad que ha introducido el Reglamento Delegado de la Comisión de poder prestar desde una misma



entidad los dos tipos de asesoramiento, independiente y no independiente. En este sentido, cuando una entidad financiera preste al mismo tiempo los dos tipos de asesoramiento a un mismo cliente, le deberá explicar el alcance de ambos servicios para permitir al mismo comprender las diferencias entre ellos y no presentar el conjunto de su actividad como de asesoramiento independiente en materia de inversión. Las entidades no deberán destacar sus servicios de asesoramiento independiente con respecto a los servicios de inversión no independientes en sus comunicaciones con los clientes. Finalmente, la normativa exige que si se prestan ambos tipos de asesoramiento las entidades deberán establecer unos requisitos de organización y controles adecuados a fin de garantizar que ambos tipos de servicios de asesoramiento y de asesores estén claramente separados entre sí y que los clientes no puedan confundirse en cuanto al tipo de asesoramiento que reciben y obtengan el tipo de asesoramiento conveniente para ellos; no se permitirá que una persona física preste asesoramiento tanto independiente como no independiente.

Servicios de intermediación y/o comercialización

Finalmente, en cuanto a los servicios de intermediación y/o comercialización, será necesario analizar cuáles son los ingresos actuales que perciben las entidades por la prestación de estos servicios. En el caso de que se estén percibiendo incentivos de terceros y quieran mantenerse será imprescindible justificar el aumento de la calidad del servicio por servicios de valor añadido adicionales que se presten a los clientes.

Tal y como se establece anteriormente, la Comisión únicamente ha incluido un ejemplo, distinto del asesoramiento, en el que considera que se justifica el servicio de valor añadido, cuando se dé acceso a productos de terceros y se proporcionen herramientas y mayor información pre y post contractual que permitan a los clientes tomar decisiones de inversión más ajustadas.

Por lo tanto, en lo que respecta a la intermediación de órdenes y la comercialización, parece que el mantenimiento de los modelos actuales de comercialización no es factible, salvo que se cumpla con lo dispuesto en el ejemplo de la Comisión o se desarrollen nuevos modelos operativos que permitan justificar frente a los supervisores que se está proporcionando un servicio de valor añadido. La decisión que adoptarán las entidades puede ser distinta, dependiendo de si se comercializan o no productos de terceros, si se cuentan con herramientas que permitan justificar el valor añadido, etc.

Por todo lo anterior, es probable que surjan nuevos modelos de servicios como por ejemplo las plataformas de inversión o procesos automatizados de asesoramiento, los conocidos como «*robo advisory*» que permitan disminuir los costes del servicio y justifiquen el cobro de nuevas comisiones a los clientes y, en algún caso, el mantenimiento del cobro de incentivos.

II.4. EXPERIENCIAS EN OTROS PAÍSES: EL «ADVICE GAP» EN EL REINO UNIDO

En el Reino Unido, con la entrada en vigor de la «*Retail Distribution Review*», conocida como la normativa «RDR», se introdujo a partir de 2013 la restricción del cobro de incentivos en la prestación del servicio de asesoramiento, fuera o no independiente. La principal diferencia entre asesoramiento independiente y no independiente, llamado en el Reino Unido «*Restricted Advice*» reside en la necesidad de evaluar una amplia gama de productos, incluidos productos de terceros, que se exige únicamente en el caso de asesoramiento independiente. Pues bien, el hecho de prohibir los incentivos en todo tipo de asesoramiento, junto con el resto de normas de conducta exigibles en la prestación del servicio de asesoramiento, supuso un gran aumento del coste en la implantación y el mantenimiento de estos servicios por parte de las entidades que prestan asesoramiento y, como consecuencia, una restricción de este servicio a clientes que no podían o no estaban dispuestos a pagar por el mismo, que-



dando la mayoría de los clientes excluidos de la posibilidad de recibir estos servicios.

Como consecuencia de lo anterior, en agosto de 2015 se lanzó una iniciativa, la «Financial Advice Market Review» para analizar cómo podía mejorarse y potenciarse el servicio de asesoramiento para los consumidores. Esta iniciativa, liderada por la Dirección General de Servicios Financieros del Tesoro y la Financial Conduct Authority (FCA) publicó su informe final el pasado 14 de marzo de 2016.

El informe parte de los desarrollos que se llevaron a cabo en la industria relativos al servicio de asesoramiento por parte de la RDR que aumentó exponencialmente los estándares y la profesionalidad exigidos para prestar este servicio.

El informe contiene recomendaciones dirigidas principalmente a aumentar las posibilidades de que todos los clientes puedan acceder al asesoramiento. De acuerdo con el informe existen distintos factores por los que no todos los consumidores tienen acceso al asesoramiento, puesto que no están dispuestos o en condiciones de pagar por el servicio que se les ofrece. Tras la RDR el servicio de asesoramiento que se ofrece es de alta calidad, sin embargo no todos los clientes quieren o necesitan una recomendación personalizada para cada una de sus decisiones de inversión, ni necesitan una evaluación exhaustiva de todas sus circunstancias personales y sus necesidades financieras. Es necesario por lo tanto, buscar soluciones no tan sofisticadas, para que las entidades puedan prestar asesoramiento a todos los clientes o por lo menos guías que permitan a los mismos tomar sus propias decisiones de inversión. Uno de los principales problemas que se plantean en el informe es la barrera que separa el servicio de asesoramiento de otros servicios, en los que se pueda guiar a los clientes para llevar a cabo operaciones de inversión sin caer en todas las obligaciones que supone la prestación del servicio de asesoramiento. Por lo tanto, muchos consumidores que buscan apoyo a través de orientación o fórmulas limitadas de asesoramiento, no tienen alternativas, incluso cuando sus necesidades son

relativamente sencillas. Por lo tanto, el informe FAMR recomienda modificar la normativa para que las entidades puedan ofrecer servicios de orientación de alta calidad para los consumidores que desean ayudar en la toma de sus propias decisiones, sin necesidad de caer en el asesoramiento completo, y el coste que este servicio conlleva tanto interno para las entidades como para los clientes.

Asimismo, el informe indica que los costes de prestar un asesoramiento completo y personalizado a los clientes, no puede llevarse a cabo a precio que los consumidores medios considerarían razonables. Esto hace que muchos consumidores que desearían recibir este tipo de servicio se hayan visto excluidos de la posibilidad de recibirlos. El informe FAMR cree que las nuevas tecnologías pueden desempeñar un papel importante en el impulso para reducir los costes de suministro de asesoramiento y permitirán a las entidades atraer a un mayor número de consumidores. En este sentido, el informe FAMR recomienda aprovechar este impulso mediante el desarrollo de un marco claro para proporcionar a las entidades la confianza necesaria que les permita desarrollar modelos para cubrir las necesidades de los clientes de una manera proporcionada.

El informe FARM contiene 28 recomendaciones cuyo objetivo principal es cubrir el «Advice Gap» producido por la RDR y permitir a todos los clientes que lo desean al servicio de asesoramiento, sin que los costes sean una barrera.

A la hora de implantar la Directiva MiFID II tanto por las autoridades nacionales de los distintos Estados miembro como por las entidades, es recomendable tener en cuenta los efectos que normativas similares han tenido en otros países, como por ejemplo la RDR en el Reino Unido, con el fin de evitar que puedan producirse desigualdades entre los clientes y, por lo tanto, no se alcance el objetivo principal de la Directiva MiFID II que es el aumento de la protección de los clientes, principalmente los minoristas.



III. CONCLUSIÓN

La Directiva MiFID II contiene importantes novedades que afectarán a los modelos de atención a clientes, principalmente por la restricción de cobro o pago de incentivos de terceros, prohibiéndolos en algunos supuestos, como en el servicio de gestión discrecional de carteras o asesoramiento independiente, o exigiendo una justificación de la prestación de servicios adicionales de valor añadido en el resto de servicios.

Esto hace que, dentro de los proyectos de adaptación a la Directiva MiFID II, uno de los aspectos más relevantes que están llevando a cabo las entidades es la revisión de sus modelos de atención a los clientes, identificando la situa-

ción de partida, los esquemas de ingresos futuros y definiendo los cambios que sean precisos para adaptar sus servicios, para asegurar que los mismos sigan proporcionando una rentabilidad a las entidades y a su vez permitan proporcionar un mejor servicio a los clientes, y consigan el objetivo de aumentar la protección de los mismos.

No obstante, esta reflexión sobre el negocio, impulsada por la regulación debe afrontarse como una oportunidad por parte de las entidades, que les permitirá ofrecer mejores servicios a sus clientes, disminuir los riesgos regulatorios y reputacionales que puedan derivarse de estos servicios y contar con mejores procedimientos de gestión de conflictos de interés y de incentivos.



IMPUESTO SOBRE TRANSACCIONES FINANCIERAS: IMPACTO SOBRE LOS MERCADOS Y LA NEGOCIACIÓN

Beatriz Alonso-Majagranzas
Subdirectora de Renta Variable de BME

INTRODUCCIÓN

Las ayudas proporcionadas al sector financiero por los distintos gobiernos a raíz de la crisis económica desencadenada en 2007 y la responsabilidad de éste en el desencadenamiento de la misma, abrieron el debate sobre la necesidad de que el sector contribuyera a recuperar el gasto dedicado a paliar los efectos de la crisis. Adicionalmente, también se plantearon las posibles medidas a adoptar para evitar o minimizar el riesgo de situaciones similares en el futuro. Es en este contexto en el que se plantea, entre otras medidas, la implantación de un impuesto sobre las transacciones.

En octubre de 2010, como continuación de los trabajos e informes realizados por el FMI a petición del G20 en sus reuniones de Pittsburgh en septiembre de 2009 y Toronto en junio de 2010, la Comisión Europea publica un comunicado en el que manifiesta su voluntad de establecer un impuesto sobre las transacciones financieras (ITF) junto con otra alternativa posible consistente en un impuesto sobre las actividades financieras. El ITF se plantea finalmente y a nivel europeo, como alternativa al impuesto sobre las actividades financieras propuesto por el FMI y para el que no había existido consenso global, según se puso de manifiesto en la reunión de Toronto.

La Comisión Europea publica en 2011 una primera propuesta de Directiva de ITF, de aplicación general en la Unión y con un triple obje-

tivo: primero, impedir la fragmentación del mercado único evitando distorsiones de competencia que pudieran surgir como consecuencia de iniciativas nacionales no coordinadas. Segundo, asegurar que el sector financiero contribuyera de forma justa y sustancial a las finanzas públicas y, por último, desincentivar aquellas transacciones financieras que no contribuyan a la eficiencia de los mercados financieros o al funcionamiento de la economía real, complementando el conjunto de medidas previstas para evitar futuras crisis.

Sin embargo, tampoco existió consenso general dentro de la Unión Europea para la implantación del impuesto de forma que, en octubre de 2012, 11 Estados Miembros anuncian en la reunión del ECOFIN su compromiso de introducir esta tasa mediante el procedimiento de cooperación reforzada.

Los once Estados Miembros son: Austria, Bélgica, Estonia, Francia, Alemania, Grecia, Italia, Portugal, Eslovaquia, Eslovenia y España.

El procedimiento de cooperación reforzada tiene que pasar por un proceso de aprobación que culmina en febrero de 2013 con el voto a favor del Consejo y una nueva propuesta de Directiva de Tasa sobre las Transacciones Financieras en el ámbito de esta cooperación reforzada. Esta segunda propuesta mantiene en gran medida los aspectos de la Directiva inicial, aunque limitando su jurisdicción a los Estados Miembros participantes.

El impuesto tiene en un principio un objetivo amplio, incluyendo las transacciones en todo tipo



de instrumentos financieros (acciones, renta fija y derivados), excluyendo únicamente el mercado primario y las operaciones de divisas. Aplica así mismo, a las operaciones realizadas tanto en mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación y otros sistemas de negociación como a las operaciones OTC. El impuesto grava además las transacciones brutas, de forma que aplica a la negociación intradía y no solo a la posición neta al final del día. En cuanto al sujeto pasivo, el impuesto grava aquellas transacciones en las que interviene una institución financiera, ya sea por cuenta propia o por cuenta ajena. El impuesto se aplica sobre las compras y las ventas y no prevé excepciones para los esquemas de creación de mercado.

Entre los cambios significativos que introduce esta segunda propuesta está la inclusión del criterio de emisión, que se suma al criterio de residencia ya previsto en la propuesta de 2011. La inclusión del criterio de emisión tiene por objeto evitar el efecto deslocalización. Supone que en el caso de que ninguna de las partes intervinientes en la transacción pertenezca a alguno de los Estados participantes, pero la operación se realice sobre un instrumento financiero emitido en alguno de estos, la transacción está sujeta al impuesto. Adicionalmente, se añade una cláusula anti-abuso para ADRs y activos similares. El criterio de residencia, implica que al menos una de las partes intervinientes en la operación debe estar establecida en un Estado Miembro de la UE y que la institución financiera, que es parte de la operación o actúa en la misma como intermediario, está establecida en el territorio de un Estado Miembro de UE. Este criterio incluye así mismo, el criterio de contraparte por el que una institución financiera establecida fuera de la UE pero que opera con una institución establecida en la UE, está sujeta al impuesto. Este último criterio es controvertido y ha sido puesto en entredicho por sus posibles efectos extraterritoriales.

En este sentido en abril de 2013, Reino Unido presentó una reclamación en relación con el ITF ante la Corte Europea de Justicia, planteando su preocupación sobre sus efectos extraterritoriales. Reclamación que fue rechazada en abril de 2014

alegando que iba dirigida a los elementos de un potencial impuesto y no a la autorización para establecer la cooperación reforzada que era el objeto de la acción del Reino Unido. Dado que la decisión del Consejo para autorizar la cooperación reforzada no contiene elementos sustanciales sobre el propio impuesto, los argumentos no fueron aceptados.

En diciembre de 2015, 10 de los 11 Estados (excluyendo a Estonia) alcanzaron un acuerdo político parcial sobre determinados aspectos del impuesto. Estos acuerdos incluyen que el impuesto se aplicará sobre todas las transacciones sobre acciones, incluyendo la operativa intradía, que la tasa se aplicará a la operativa realizada dentro de los países participantes y que se aplicará a los derivados con la base más amplia posible y un nivel bajo de porcentaje de forma que no suponga un impacto en el coste del préstamo soberano.

Tras múltiples debates y retrasos, en enero de 2016, fecha en la que estaba prevista la implementación de la primera fase del impuesto, se decide establecer como nueva fecha 2017. En junio de 2016, está previsto un acuerdo político completo sobre todos los aspectos del impuesto.

EL ORIGEN DEL IMPUESTO. DEFENSORES Y DETRACTORES

Una de las razones por la que generalmente se plantea la implantación de un impuesto sobre las transacciones, es la de mejorar la eficiencia de aquel mercado donde se aplica, mediante la reducción de la especulación a corto plazo, lo que a su vez permitiría una menor volatilidad dando relevancia a la valoración fundamental de la economía.

Este es el argumento utilizado por Keynes en 1936 y el objetivo principal de la tasa propuesta por Tobin en 1978 y aplicable al mercado de divisas. Ambos son pioneros en el debate sobre las ventajas e inconvenientes de la implementación de este tipo de gravámenes.

Es también uno de los argumentos de la Comisión Europea que, en su comunicado de



octubre de 2010 señalaba que la tasa podía contribuir a mejorar la eficiencia y estabilidad de los mercados financieros y reducir su volatilidad, así como los efectos dañinos de un nivel de riesgo excesivo. La implantación de un impuesto correctivo permitiría acotar al ámbito del sector financiero las externalidades negativas que para el resto de la economía genera la excesiva toma de riesgos por parte de este sector. Esta excesiva toma de riesgos viene a su vez motivada por factores como la ayuda estatal, actual o potencial, que da lugar a azar moral y por la información asimétrica sobre la estructura de remuneraciones que junto con la evolución macroeconómica contribuyeron a la crisis. La Comisión señalaba, sin embargo que debe demostrarse que el mencionado impuesto vaya a alcanzar su objetivo. Este impuesto forma además parte de un conjunto amplio de medidas encaminadas a mejorar la resiliencia y estabilidad del sistema financiero.

Entre los defensores del impuesto, Stiglitz (1989) y Summers y Summers (1989), consideran que una reducción de la especulación supondría una disminución de la volatilidad y una mayor eficiencia del mercado.

Entre sus detractores, Habermeier y Kirilenko (2003) y Schwert and Seguin (1993), indican que el impuesto podría reducir la liquidez y aumentar la volatilidad interfiriendo en el proceso de formación de precios.

Stiglitz, describe cuatro circunstancias bajo las que los Gobiernos suelen establecer tasas selectivas:

- 1) el bien tasado tiene una demanda altamente inelástica, por lo que la tasa tiene un efecto distorsionador escaso.
- 2) el bien gravado es un bien de lujo y, dado su consumo por solo una parte de la población, la reducción del mismo no supone un gran impacto.
- 3) el bien tasado está asociado a ciertos beneficios proporcionados por el gobierno (como la gasolina y las tasas aeroportuarias) y
- 4) el bien tasado tiene algunas características no deseadas (como el alcohol, el tabaco o el juego). En principio, según Stiglitz, este tipo

de impuestos introducen de forma frecuente distorsiones y pueden ser no equitativos.

En el contexto de los mercados de capitales, Stiglitz asume que el correcto funcionamiento de los mismos es esencial en las economías modernas con el fin de que las compañías puedan captar capital y que los riesgos puedan repartirse de una forma amplia.

En este contexto, el debate se centra en que un impuesto sobre el efectivo negociado podría desincentivar la especulación a corto plazo. Según Keynes, ésta no es únicamente no productiva desde el punto de vista social, sino que además interfiere en el eficiente funcionamiento de la economía dado que establece una distorsión entre el precio de mercado del activo y su valor fundamental. En línea con lo anterior, los argumentos de Stiglitz a favor de este tipo de impuesto son ligeramente distintos a los de Keynes, en tanto se adaptan a las economías modernas de bienestar pero conducen en gran medida a la misma conclusión.

Así, el ITF desincentiva el gasto excesivo en aquella actividad que busca la «obtención de renta», siendo de esta forma, este gravamen de tipo correctivo o pigouviano. La actividad que busca la obtención de renta, es una actividad a corto plazo cuya externalidad negativa viene generada por la diferencia que se establece entre el precio de mercado y el valor fundamental de las empresas y que, a su vez, distorsiona la toma de decisiones por parte de estas compañías. Esta actividad a corto plazo, aprovecha esos desequilibrios de información temporales mediante la inversión en innovación tecnológica que permite una mayor rapidez en los procesos de negociación. La implantación de esta innovación supone finalmente la obtención de la misma renta pero a un coste mayor, debido a que todos los intervinientes en el mercado acaban invirtiendo en tecnología.

Sin embargo, en contra de este argumento cuesta concebir los mercados actuales sin la inversión en tecnología. Inversión que no solo permite reducir los costes de operar a nivel global a todo tipo de inversores, sino que además ha



mejorado considerablemente el acceso global a la información, acceso que tiene lugar además de forma casi inmediata. Esta disponibilidad de la información facilita el proceso de valoración y de toma de decisiones en igualdad de condiciones por parte de todos los inversores que acceden al mercado.

Por otro lado, el objetivo de reducción de la volatilidad y el ajuste de precios al valor fundamental que persigue la reducción de la actividad a corto plazo, pueden ser contrarios al principio de eficiencia de los mercados, al limitar la capacidad de reacción por parte de los inversores, según la valoración que estos hagan de los activos, y pueden tener un impacto en la liquidez y en los niveles de riesgo.

Según Stiglitz, la tasa sobre las transacciones afecta principalmente a los operadores a corto plazo, aquellos que compran y venden en cortos periodos de tiempo y que tratan de batir al mercado. Estos son de dos tipos: los que hacen «ruido» y los que los siguen, aquellos que estudian el comportamiento de los primeros y toman decisiones contrarias tratando así de eliminar el ruido causado, es decir, los arbitrajistas.

Sin embargo, la introducción del impuesto también podría reducir la presencia en el mercado de otro tipo de operadores, tal y como señalan Song y Zhang, que aportan liquidez al mercado y permiten operar no solo a los operadores de corto plazo sino también a aquellos otros inversores de largo plazo. Al afectar el impuesto a la toma de decisiones de estos inversores de largo plazo, reducirían su presencia en el mercado. La disminución de la liquidez provocada por el efecto anterior se traduciría, en contra de lo buscado, en un incremento de la volatilidad.

LA EXPERIENCIA FRANCESA. LOS EFECTOS EN LOS MERCADOS DE VALORES

En agosto de 2012, entró en vigor el Impuesto sobre las Transacciones Financieras en Francia. Este impuesto es de 0,20% aplicable en la adquisición de valores franceses con una capitalización

superior a los 1.000 millones de euros, independientemente de donde se realice la transacción, y no aplica a la actividad de los creadores de mercado. Otro aspecto relevante es que se aplica sobre las transacciones netas, es decir, sobre aquellas transacciones que supongan un cambio de propiedad de las acciones, no afectando por tanto a la actividad intradía.

Colliard y Hoffman (2013) llegan a la conclusión de que el efecto global del impuesto en la calidad del mercado se ve compensado por el hecho de que la caída que observan del volumen negociado, de entorno al 10%, y que va acompañada de un deterioro de la liquidez en términos de profundidad, resiliencia y eficiencia de precios, no va acompañada ni de cambios en la horquilla de compra-venta ni de cambios en la volatilidad. Explican sin embargo, que para aquellos valores que no tienen una actividad elevada de creación de mercado y, por tanto, una menor liquidez, la caída de volumen negociado se acerca al 20%. Se produce también para estos valores un aumento de la volatilidad y de las horquillas por el coste de selección adversa. Adicionalmente, el impuesto tiene un efecto expulsión de los inversores a largo plazo, medidos a través de los inversores institucionales, que reducen su actividad en el mercado en aproximadamente un 20%. Este efecto es tanto mayor en este tipo de inversores cuanto mayor sea la frecuencia con la que operan en el mercado.

Teniendo en cuenta, que el impuesto previsto a nivel europeo no incorpora ninguna excepción para la actividad de creación de mercado y aplica a la negociación intradía, según los aspectos anteriores, el impuesto podría tener un impacto en la liquidez del conjunto de valores a los que aplica. Adicionalmente, dada la disminución del volumen negociado que supone, la recaudación del impuesto podría ser menor de lo estimado.

Matheson (2011) señala que el ITF incrementa el coste de operar de manera similar a una ampliación de la horquilla de compra venta o al incremento de los cánones o corretajes. El efecto más significativo de este aumento de costes es la creación de una «zona de no negociación» («no



trade zone») alrededor de la asignación óptima de cartera, dentro de la que el inversor no ajustará su cartera ante cambios esperados en su rentabilidad, al ser la ganancia neta del movimiento inferior al coste de transacción asociado.

Debe tenerse en cuenta, por tanto, el impacto en la calidad del mercado y la disminución de volumen negociado que supondría la introducción del impuesto y que tendría un impacto inmediato sobre la recaudación del mismo.

Matheson indica que los modelos teóricos confirman generalmente que costes más altos de transacción, incluyendo los correspondientes al impuesto sobre transacciones, están asociados a menores niveles de precios. El mayor coste de transacción se traduce en un precio de compra más bajo, al exigir los inversores un mayor retorno por la tenencia del activo. Los costes de transacción más altos se traducen en un mayor coste de obtención del capital de aquellas entidades que emiten activos sujetos al impuesto.

Otro aspecto a tener en cuenta es la eficiencia asociada a la existencia de un mercado con valoración en tiempo real a la hora de comprar y vender activos y tomar decisiones de inversión. Matheson manifiesta que la reducción del volumen como consecuencia del impuesto, reduce así mismo la liquidez, lo que a su vez puede ralentizar el proceso de formación de precios, por el que la información se incorpora al valor de los activos en los mercados financieros.

En general y según los diferentes estudios, los efectos del impuesto sobre la volatilidad no son concluyentes y varían en función de la microestructura de mercado. Esta volatilidad puede reducirse por la menor presencia de intermediarios de corto plazo, como consecuencia de la implementación del impuesto. Sin embargo, el impuesto también desincentiva la presencia de otro tipo de inversores que contribuyen a que los activos alcancen su valor fundamental. En este segundo caso, el efecto del impuesto sería el de un aumento de la volatilidad. Un aspecto a tener en cuenta es que el impuesto o su impacto en el mercado afecta a todo tipo de inversores, al no establecer una distinción entre los distintos tipos de inversores.

Independientemente de que la introducción del impuesto reduzca o no la volatilidad o el volumen, hay que tener en cuenta que un aumento de la horquilla motivado por la incorporación del impuesto en la misma, supone un incremento del coste de operar para todo tipo de inversores y reduce por tanto la eficiencia del proceso de formación de precios. Adicionalmente, este efecto será tanto mayor cuanto mayor sea el importe del impuesto.

El estudio de la Comisión Europea (2014) acerca del posible impacto del impuesto francés en los volúmenes negociados, los niveles de precios y la volatilidad, llega a la conclusión de que no puede confirmarse que la introducción del impuesto en Francia haya provocado una caída de los precios ni que la volatilidad haya aumentado tras la introducción del impuesto. Sin embargo, sí se observa una disminución de cerca del 10% en la liquidez, entendiéndola como menor volumen negociado, especialmente como resultado de una caída relevante de los volúmenes alrededor de la fecha de entrada en vigor del impuesto. Si bien posteriormente se produjo una recuperación de los volúmenes, no se volvió a los volúmenes previos. Este efecto es especialmente significativo en la negociación de los valores de mayor capitalización y de elevada liquidez. Una posible explicación puede venir dada por el hecho de una mayor presencia de negociadores de alta frecuencia en estos valores y por la disponibilidad de productos sustitutivos y no gravados, como los derivados. El hecho de que aparentemente el impuesto no supone un impacto negativo en los precios de los activos, podría indicar que no incrementa el coste de capital aunque sí tiene un impacto en los volúmenes negociados y en la horquilla de compra y venta de los valores. Una posible explicación de la ausencia de impacto en los niveles de precios, puede ser el importe del impuesto, demasiado pequeño para desencadenar el efecto. Habría que tener en cuenta también como hipótesis explicación adicional, la aplicación del impuesto a posiciones netas y no intradía, de forma que el segmento de mercado más sensible a precios queda fuera de gravamen mientras que el seg-



mento menos sensible a precios, de mayor largo plazo, acepta el impuesto.

Gomber et al (2014) aportan una nueva dimensión al debate, al incorporar en el análisis del impacto aspectos como la fragmentación y aparición de nuevas plataformas de contratación con la implementación de la Directiva MiFID, los desarrollos en tecnología como la aparición de los negociadores de alta frecuencia (HFTs) o los sistemas de encaminamiento de órdenes (Smart Order Routing) y nuevos esquemas de tarifas, como la tarifa «maker-taker». De su análisis no solo se deduce una disminución del volumen negociado (del 19% en términos de efectivo), una disminución de la profundidad del libro de órdenes y un incremento de la horquilla de precios, sino que también se observa un deterioro en la coordinación de precios entre distintos centros de negociación al aumentar el tiempo de ajuste ante cambios en el precio de los valores en una plataforma en el resto de plataformas. No observan, sin embargo, impacto en la volatilidad.

Otro aspecto relevante señalado por la Comisión es la importancia de implantar el impuesto en un contexto de coordinación global dado que una implantación de carácter nacional podría generar incentivos para el arbitraje fiscal y generar distorsiones entre los mercados financieros de la Unión. Esa falta de coordinación podría suponer además una doble imposición y una fragmentación del sector financiero que afectaría al funcionamiento del mercado único. Estas medidas implantadas en relación con el impuesto deben además situarse en el contexto de un conjunto más amplio de reforma del sistema financiero.

Los aspectos relativos a la deslocalización y el arbitraje fiscal adquieren mayor relevancia en el contexto actual de mercados globalizados, altamente automatizados y fragmentados.

En un principio, tal y como se ha comentado, el impuesto tenía por objeto una amplia cobertura en términos de instrumentos financieros y mercados. Sin embargo, la reducción paulatina de los tipos de instrumentos sujetos al impuesto incrementa el riesgo del efecto deslocalización y

de traslado de la negociación a productos sustitutos a los que no sea de aplicación.

LA EXPERIENCIA DE SUECIA

La experiencia sueca ilustra convenientemente el impacto que estos dos aspectos, el carácter local del impuesto y el ámbito de aplicación limitado, pueden tener en el sistema.

El Impuesto sobre Transacciones Financieras en Suecia entró en vigor en 1984 y estuvo vigente hasta 1991. En una primera fase, hasta 1989, aplicaba a las transacciones en acciones y derivados sobre acciones, a partir de esa fecha se incluyeron además activos de renta fija, bonos y notas, y los derivados sobre los mismos. Dado que el impuesto tenía como sujetos pasivos a los intermediarios financieros suecos, este no aplicaba ni a las transacciones no intermediadas ni a las que lo fueran por intermediarios extranjeros.

En 1986, el impuesto aplicable a las acciones se elevó del 1% (0,5% a la compra y 0,5% a la venta) al 2%. El impuesto sobre las opciones sobre acciones era del 1%. Según Farm siguiendo Umlauf (1993), este incremento del impuesto tuvo un impacto muy significativo en los valores suecos al producirse un desplazamiento del volumen negociado de alrededor del 60% a Londres, al no estar los intermediarios extranjeros sujetos al impuesto.

En 1989, la incorporación de los activos de renta fija también tuvo un impacto en el volumen negociado de estos activos, pero de naturaleza distinta. En la primera semana de su implementación se produjo una caída de aproximadamente el 85% en los bonos y del 98% en los futuros sobre notas y bonos. En el caso de la renta fija, se produjo un efecto sustitución al trasladarse el volumen negociado en bonos y letras a otro tipo de instrumentos no sujetos al impuesto.

Campbell y Froot (1994) proponen dos principios para racionalizar el impuesto sobre las transacciones en los diferentes tipos de activos. El primero de ellos consiste en que transacciones que dan lugar a patrones similares de *payoffs*



deberían pagar el mismo impuesto. Pero este principio es difícil de aplicar de forma consistente, por lo que en la práctica, la mayoría de los sistemas actuales de imposición aplican el segundo principio basado en que las transacciones que usan iguales recursos deben pagar el mismo impuesto.

EL CASO BRITÁNICO. LA *STAMP DUTY*

Dado que los impuestos incentivan a los individuos a cambiar su comportamiento, en el caso del impuesto sobre transacciones se materializa bien mediante la deslocalización de la negociación en otras jurisdicciones, mediante el traslado de la negociación a productos sustitutivos o no negociando y aceptando un cambio en los *payoffs* con objeto de reducir el impacto del impuesto. Campbell y Froot analizan los casos suecos y británico (*Stamp Duty*), mientras que el caso sueco se ve afectado tanto por la deslocalización como por el efecto sustitución, el caso británico solo por el efecto sustitución.

De esta forma, en el caso sueco, observan que durante el periodo 1988-1991 la proporción de volumen negociado en la Bolsa de Estocolmo en valores sin restricciones a la propiedad (aquellos que pueden estar en manos de inversores no suecos) solo alcanzaba 47% del volumen total negociado en Estocolmo, Londres y Nueva York.

La *Stamp Duty* británica, que se aplica a las compras de acciones, grava el registro de propiedad de un activo financiero. Aplica tanto al mercado primario como al mercado secundario. En el mercado primario, el emisor paga el impuesto cuando se emiten nuevas acciones. Existen también algunas excepciones a la actividad de los creadores de mercado registrados y a las coberturas de opciones sobre acciones o ejercicio de las mismas. La *Stamp Duty* aplica tanto a inversores nacionales como extranjeros que compren valores británicos al ser un impuesto que grava la transferencia de propiedad legal. El efecto sustitución puede producirse a través del uso de «nominees», ADRs o títulos al portador. En todos estos casos, sin embargo, la tasa aplicada cuando

se transfieren los títulos a estas figuras es mucho mayor que la estándar. Más recientemente el uso de derivados y, especialmente, de contratos por diferencias (CFDs) han tenido un efecto sustitución relevante que penaliza el volumen negociado en acciones y tienen impacto en su liquidez.

EL IMPUESTO ITALIANO

El impuesto italiano entró en vigor en dos fases, la primera en marzo de 2013 para las transacciones al contado y la segunda en septiembre de 2013 para las transacciones sobre instrumentos derivados. El impuesto grava las transacciones sobre acciones de compañías con una capitalización de al menos 500 millones de euros e instrumentos asimilables (como los ADRs) emitidos por compañías residentes en Italia, las transacciones sobre instrumentos derivados sobre acciones sujetas al impuesto y la negociación de alta frecuencia. El impuesto sobre acciones aplica al comprador y el de derivados al comprador y al vendedor. Al igual que en el caso francés, el impuesto se aplica sobre las transacciones netas al final del día. Para las acciones, tiene un importe del 0,1% para las transacciones realizadas en mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación (SMNs) y del 0,2% para las transacciones OTC. Para las transacciones sobre derivados se aplica un importe fijo en función del tipo de instrumento y del valor del contrato.

Rühl y Stein (2014) analizan el impacto del impuesto italiano teniendo en cuenta que éste se centra en el conjunto del mercado y poniendo el acento en la negociación de alta frecuencia, atendiendo a que este tipo de negociación contribuye a aumentar la liquidez y a reducir los costes de transacción. El estudio trata de identificar los efectos sobre el volumen negociado, los costes de transacción y la volatilidad, especialmente tras la puesta en marcha de la segunda fase del impuesto que incorpora la aplicación del mismo a las transacciones sobre derivados, sumándose así a las transacciones de contado. Y que un impacto del impuesto en el mercado de derivados puede tener así mismo impacto en el mercado de contado.



Llegan a la conclusión de que la introducción del impuesto ha supuesto un incremento de la volatilidad y de las horquillas de compra y venta. El impacto sobre el volumen negociado no es significativo, pudiendo ser una posible explicación que la reducción de volumen ya se produjera con la puesta en marcha de la segunda fase.

CONSECUENCIAS DE LA IMPLEMENTACIÓN DEL IMPUESTO

El informe de Oliver Wyman (2013) sobre la repercusión para los usuarios finales (inversores a largo plazo, gobiernos y empresas) del Impuesto sobre las Transacciones Financieras de la UE-11, prevé que aunque el impuesto no grava al usuario final este se verá impactado por dos vías. La primera es la repercusión del importe de los impuestos por parte del sistema financiero y, la segunda, es el incremento de los costes de transacción como consecuencia de la reducción de la liquidez.

El freno del flujo de efectivo anual, estimado entre 30.000 y 50.000 millones de euros debido al impuesto, se traducirá a su vez en una devaluación de los títulos valores emitidos por entidades de la UE-11, un encarecimiento de la captación de fondos a través del Mercado de Capitales como consecuencia del efecto anterior y un encarecimiento de la gestión de riesgos. Para el inversor final esto supone que las empresas tendrán unos costes anuales de entre 8.000 y 10.000 millones de euros (4-5% de los beneficios después de impuestos), que los gobiernos tendrán unos costes anuales de entre 15.000 y 20.000 millones de euros (aproximadamente el 1% de su emisión de deuda anual) y que los inversores afrontarán una pérdida de valor puntual de sus inversiones del 4-5% (disminución de entre 260.000 y 340.000 millones de euros en el valor de los activos) además de unos costes de entre 5.000 y 15.000 millones de euros debido a unos mayores costes de gestión del riesgo.

En el caso concreto del mercado español y según el análisis promovido en 2012 por la Fundación Impuestos y Competitividad para com-

plementar su estudio *Nuevos Gravámenes al Sector Financiero*, llevado a cabo por el catedrático de la UNED D. José María Labeaga, la implantación del Impuesto sobre las Transacciones Financieras tendría un efecto negativo sobre los volúmenes negociados de entre un 3% y un 8% en el corto plazo. Mientras que en el largo plazo, considerando este como un año, supondría una reducción de entre el 30% y el 50% en el volumen negociado.

CONCLUSIONES

Como conclusiones a todo lo anterior, debe tenerse en cuenta que si bien la introducción del impuesto puede reducir la volatilidad, el impacto en la liquidez y en el proceso de formación de precios podrían contrarrestar el efecto de esa reducción en los niveles de riesgo. En este aspecto es clave el diseño del impuesto teniendo en cuenta que los mercados financieros actuales son plenamente electrónicos, que existe una diversidad de plataformas de negociación y que resulta difícil distinguir entre distintos tipos de inversores como objeto del impuesto. Estos aspectos deben ser todavía más tendidos en cuenta cuando no queda suficientemente contrastada la efectividad del impuesto en cuanto al objetivo que persigue

En este sentido, los aspectos anteriores unidos al hecho de que el impuesto no se aplique de forma global en la Unión Europea o incluso más allá, introduce, según se ha comentado, un riesgo de deslocalización de la contratación a otras jurisdicciones que se añade al riesgo de sustitución por productos a los que no aplique el impuesto.

La microestructura del mercado, los tipos de producto a los que aplique, el importe del impuesto y su ámbito de aplicación son relevantes a la hora de determinar el impacto sobre el volumen negociado. Una reducción significativa del mismo supondría un deterioro de la calidad del mercado y condicionaría además la recaudación del impuesto. Tendrá así mismo un impacto sobre la competitividad del mercado.



Deberán tenerse en cuenta además otros efectos como el posible incremento del coste de capital y su impacto sobre la inversión productiva.

El tiempo transcurrido y los debates suscitados sobre el impuesto, parecen ser un reflejo de los aspectos anteriores y de la dificultad de encontrar una respuesta adecuada.

ANEXOS:

CRONOLOGÍA:

Octubre de 2009: El Parlamento Europeo crea el Comité Especial sobre la Crisis Financiera, Económica y Social (CRIS) para evaluar las causas, impacto y extensión de la crisis europea. Su mandato previsto por un plazo de un año se extiende en junio de 2010 hasta el 31 de julio de 2011.

Marzo de 2010: El Parlamento adopta la Resolución por la que se solicita a la Comisión Europea y al Consejo Europeo que investiguen los potenciales impactos y beneficios de un impuesto sobre las transacciones europeo.

7 de octubre de 2010: Comunicado de la Comisión Europea sobre impuestos al sector financiero.

22 de febrero de 2011: La Comisión Europea lanza una consulta pública sobre sobre impuestos al sector financiero.

28 de septiembre de 2011: Primera propuesta de Directiva.

22 de junio y 10 de julio de 2012: En las reuniones del Consejo se pone de manifiesto que no hay consenso para la implementación del impuesto en el conjunto de la UE. Se plantea el procedimiento de cooperación reforzada que requiere el apoyo de al menos 9 países miembros.

1 de agosto 2012: Entra en vigor el Impuesto sobre Transacciones Financieras en Francia.

23 de octubre de 2012: La Comisión Europea respalda a 10 Estados Miembros (Austria, Bélgica, Francia, Alemania, Italia, Portugal, Eslovaquia, Eslovenia y España. Estonia queda pendiente de aprobación por su Parlamento) para adoptar el impuesto sobre transacciones finan-

cias bajo la cooperación reforzada y hace una propuesta para Decisión del Consejo.

22 de enero 2013: El Consejo autoriza el establecimiento de la cooperación reforzada.

14 de febrero de 2013: La comisión Europea adopta la segunda propuesta de Directiva bajo el procedimiento de cooperación reforzada.

1 de marzo de 2013: Entra en vigor el Impuesto sobre Transacciones Financieras al contado en Italia.

18 de abril del 2013: El Gobierno británico presenta un recurso ante el Tribunal Europeo de Justicia sobre la decisión del Consejo de 22 de enero afirmando que esta decisión autorizaba una legislación con efectos extraterritoriales.

1 de septiembre de 2013: Entra en vigor el Impuesto sobre Transacciones Financieras para instrumentos derivados en Italia.

1 de enero de 2014: La entrada en vigor del impuesto estaba prevista para esta fecha pero dada la falta de consenso, se pospone.

30 de abril de 2014: El Tribunal Europeo de Justicia desestima el recurso de Reino Unido. Dado que la implementación del impuesto no ha sido acordada, el Tribunal solo puede valorar el recurso en lo relativo a la cooperación reforzada.

18 de diciembre de 2015: 10 de los 11 Estados Miembros (excluyendo Estonia) alcanzan un acuerdo político global sobre determinados aspectos del impuesto entre los que figuran:

- Para las acciones, aplicará a todas las transacciones, incluyendo la operativa intradía, tendrá en cuenta todas las transacciones en la cadena (salvo agentes y miembros compensadores), se establecerá un esquema limitado de exención para los creadores de mercado. En cuanto al ámbito territorial y siguiendo la propuesta de la Comisión debe determinarse si en una primera fase se aplicará a las transacciones en acciones emitidas en los Estados participantes.
- Para los derivados, el impuesto será de aplicación en sentido amplio sin impactar en el coste del préstamo soberano y con una tasa en función del tipo de producto.



El ámbito territorial será el propuesto por la Comisión.

1 de enero de 2016: Para esta fecha estaba prevista la implementación de la primera fase del impuesto. Se pospone nuevamente y se fija nueva fecha de implementación para 2017

Junio 2016: Fecha prevista de acuerdo político sobre todos los aspectos del Impuesto sobre Transacciones Financieras.

31 de diciembre 2016: La Comisión Europea presentará un primer informe, y en su caso propuestas, al Consejo sobre la aplicación del impuesto. Los informes siguientes se elaborarán cada 5 años.

EL IMPUESTO SOBRE LAS TRANSACCIONES ITALIANO

Entrada en vigor: 1 de marzo de 2013 para acciones y 1 de julio de 2013 para derivados

Territorialidad: Basado en la residencia del emisor

Sujeto pasivo:

- Comprador final para acciones
- Contrapartes que intervienen en la transacción para derivados

Ámbito de aplicación:

- Transmisión de acciones emitidas por compañías italianas
- Transmisión de instrumentos que representen activos del punto anterior (ADRs y GDRs) independientemente del emisor
- La transmisión de acciones a través de bonos convertibles
- Derivados: Aplica a un conjunto amplio de productos
- Negociadores de Alta frecuencia (HFT): 0,02% del valor de las órdenes modificadas o canceladas (con un umbral del 60% sobre el total de órdenes)

No aplica a:

- Transmisión de acciones mortis causa o mediante donación
- Transacciones de mercado primario
- Conversión de bonos en acciones nuevas
- Transacciones de financiación (préstamo de valores o transacciones de recompra)
- Transmisión de acciones admitidas en mercados regulados o SMNs con una capitalización neta inferior a 500 millones de euros
- Bonos e IICs

Excepciones:

- Creadores de Mercado y proveedores de liquidez
- Fondos de pensiones
- Transacciones en las que interviene el BCE, un banco central y entidades u organismos internacionales para los que haya un acuerdo
- Transacciones entre empresas del mismo grupo

Tasa aplicable acciones:

- General: 0,20% del valor de la transacción (OTC)
- Transacciones en mercados regulados y SMNs: 0,10%

Tasa aplicable derivados: Importe fijo en función del tipo de instrumento y su valor nominal (reducción del 20% si se realiza en mercados regulados o SMNs)

Base del Impuesto: Saldo neto de compras y ventas por sujeto pasivo e instrumento al final del día (no aplica a la operativa intradía)

EL IMPUESTO SOBRE LAS TRANSACCIONES FRANCÉS

Entrada en vigor: 1 de agosto de 2012



Territorialidad: Basado en la residencia del emisor

Sujeto pasivo: Comprador de las acciones

Ámbito de aplicación:

- Adquisición de acciones emitidas por compañías francesas con una capitalización superior a 1000 millones de euros e instrumentos similares
- Transmisión de instrumentos que representen activos del punto anterior (ADRs y EDRs) independientemente del emisor
- Conversión, intercambio, suscripción de bonos que supongan la adquisición de instrumentos sujetos al impuesto
- CDS sobre deuda soberana de la UE
- Negociadores de Alta frecuencia (HFT): 0,01% del valor de las órdenes modificadas o canceladas (con un umbral del 80% sobre el total de órdenes)

No aplica a.

- Derivados (opciones, futuros y warrants)
- ETFs, FCPs y Sicavs

Excepciones:

- Creadores de Mercado y acuerdos de proveedor de liquidez
- Transacciones de mercado primario
- Transacciones de financiación (préstamo de valores o transacciones de recompra)
- Transacciones llevadas a cabo por una cámara de compensación o un CSD
- Transacciones entre empresas del mismo grupo

Tasa aplicable acciones: 0,20% del valor de la transacción para acciones

Base del Impuesto: Posición neta compradora por sujeto pasivo e instrumento al final del día (no aplica a la operativa intradía)

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

- Campbell J.Y. and Froot K.A. (1994) International Experiences with Securities Transaction Taxes. The Internationalization of Equity Markets. National Bureau of Economic Research.
- Capelle-Blancard G. y Havrylchuk O (2014). Securities Transaction Tax and Market Behavior: Evidence from Euronext.
- Coelho, Maria, (2014). Dodging Robin Hood: Responses to France and Italy's Financial Transaction Taxes.» *Manuscript*. University of California, Berkeley, Berkeley, CA.
- Colliard, J-E y Hoffmann, P. (2015). The impact of financial transaction taxes: new evidence. ECB Research Bulletin. N 22. Summer 2015. P 17-20.
- Colliard, J-E y Hoffmann, P. (2013). Sand in the Chips? Evidence on Taxing. Transactions in Modern Markets. EUROFIDAI finance meeting.
- Contreras, C y Contreras, M (2014) El impuesto sobre transacciones financieras como impuesto Pigouviano: introducción a una controversia. *Análisis Financiero*, n. 127, primer cuatrimestre 2015, p. 60-92.
- Court of Justice of the European Union. Press Release No 65/14. Luxembourg, 30 April 2014. Judgment in Case C-209/13 United Kingdom v Council.
- Davila, Eduardo (2013), Optimal Financial Transaction Taxes.
- Davis, J. [et al.] (2013) Repercusión para los usuarios finales del Impuesto sobre las Transacciones Financieras de la UE-11. Oliver Wyman.
- European Commission (2014): Did the new French tax on financial transactions influence trading volumes, price levels and/or volatility on the taxed market segment? – A trend analysis
- European Commission, 2010b. Communication on Taxation of the Financial Sector. Communications of the European Commission COM (2010) 549 final. European Commission, Brussels, Belgium.



- European Commission (2013). Impact Assessment Accompanying the Document Proposal for a Council Directive Implementing Enhanced Cooperation in the Area of Financial Transaction Tax. Commission Staff Working Document SWD (2013) 28 final. European Commission, Brussels, Belgium.
- European Commission: Taxation and Customs Union. Taxation of the financial sector.
- Färm G. MEP The Relevance of the Swedish Case in the Current FTT Debate *S&D spokesman on Budget policy*.
- Gomber P. [et al.] Securities transaction tax in France: impact on market quality and inter-market price coordination. Frankfurt. Goethe University. White Paper Series. N 11.
- Habermeier, K., and Kirilenko, A. (2001) Securities transaction taxes and financial markets, IMF Working Papers.
- Hemmelgarn, T. [et al.] (2016) Financial Transaction Taxes in the European Union. Taxation Papers. Working Paper N. 62. European Commission.
- Keynes, J. M. (1936), «General Theory of Employment, Interest Rates and Money» New York: Harcourt Brace & World.
- KPMG. Euro Tax Flash. EU Tax Centre. Issue 225 – April 30, 2014.
- Labeaga J.M. (2012) Análisis del Impacto Económico del Establecimiento de Impuestos al Sector Financiero. Departamento de Análisis Económico. UNED.
- Losada R. Un análisis sobre el diseño y el impacto del impuesto a las transacciones financieras propuesto por la Comisión Europea. CNMV. Boletín Trimestral I/2013.
- Matheson, T.(2011): «Taxing financial transactions: Issues and evidence,» IMF Working Paper 11/54.
- Market Structure Partners: European Financial Transaction Tax Timeline.
- Mendoza V., Moral JM y Romero V. (2012) Nuevos Gravámenes al Sector Financiero. Fundación Impuestos y Competitividad.
- Oxera (2007), «Stamp Duty: Its Impact and the Benefits of its Abolition,» Technical Report.
- Pigou, A.C. (1920) The Economics of Welfare
- PWC: Financial Transaction Taxes. <http://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/financial-transaction-taxes.html>
- Rühl, Tobias R., and Stein, M. (2014). «The Impact of Financial Transaction Taxes: Evidence from Italy.» *Economics Bulletin* 34 (1), 25–33.
- Schwert, W., and Seguin, P. J. (1993) Securities transaction taxes: An overview of costs, benefits and unresolved questions, *Financial Analysts Journal*, Vol. 49, pp. 27-35.
- Stiglitz, J. (1989) «Using tax policy to curb speculative shortterm trading», *Journal of Financial Services Research*, 3(2-3), 101–115.
- Song, F. M. and Zhang, J. (2005), Securities Transaction Tax and Market Volatility. *The Economic Journal*, 115: 1103–1120.
- Summers, L. H., and Victoria P. Summers. (1989). When financial markets work too well: A cautious case for a securities transactions tax. *Journal of Financial Services Research* 3:261-86.
- Tobin, J. (1978): A Proposal for International Monetary Reform, *Eastern Economic Journal*, 4(3-4), 153{159.
- Umlauf, S. R., (1993). Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market. *Journal of Financial Economics* 33 (2), 227–240.



IMPUESTO SOBRE TRANSACCIONES FINANCIERAS: DIFICULTADES TÉCNICO-FISCALES PARA SU IMPLANTACIÓN

Adolfo Zunzunegui
EY Abogados – Socio

INTRODUCCIÓN

Mucho se ha escrito en los últimos años sobre el establecimiento de un impuesto sobre las transacciones financieras (en adelante, el ITF) y en particular sobre la propuesta de Directiva del Consejo aprobada por la Comisión Europea con base en lo dispuesto en el artículo 17¹ del Tratado de la Unión Europea (en adelante, TUE) y publicada el 14 de febrero de 2013.

No es objeto de este trabajo valorar la efectividad o las repercusiones en los mercados del ITF sino examinar los orígenes de la propuesta de Directiva, las controversias jurídicas surgidas en el proceso de cooperación reforzada así como algunos de los retos que su implantación, en los términos propuestos, podrían tener desde un punto de vista técnico-fiscal.

¹ Artículo 17 del Tratado de la Unión Europea de 7 de febrero de 1992: «La Comisión promoverá el interés general de la Unión y tomará las iniciativas adecuadas con este fin. Velará por que se apliquen los Tratados y las medidas adoptadas por las instituciones en virtud de éstos. Supervisará la aplicación del Derecho de la Unión bajo el control del Tribunal de Justicia de la Unión Europea. Ejecutará el presupuesto y gestionará los programas. Ejercerá asimismo funciones de coordinación, ejecución y gestión, de conformidad con las condiciones establecidas en los Tratados. Con excepción de la política exterior y de seguridad común y de los demás casos previstos por los Tratados, asumirá la representación exterior de la Unión. Adoptará las iniciativas de la programación anual y plurianual de la Unión con el fin de alcanzar acuerdos interinstitucionales.»

ANTECEDENTES

Hay que remontarse a 1936 para encontrar el primer antecedente del ITF. Auspiciado por la crisis de 1929 y con el fin de evitar los efectos que la especulación había producido en la economía real, John Maynard Keynes propuso gravar las transacciones en el mercado de valores².

En 1971, el economista estadounidense James Tobin defendió la introducción de una tasa sobre las transacciones de divisas para gestionar la volatilidad del tipo de cambio. Lo hizo en sus Janeway Lectures en la Universidad de Princeton. En opinión de James Tobin, «*los intercambios de tipo de cambio transmiten alteraciones a los mercados financieros internacionales. Las economías nacionales y los gobiernos nacionales no son capaces de ajustar los movimientos masivos de fondos en los tipos de cambio extranjeros sin gran trabajo y un alto sacrificio de los objetivos de política económica nacional en relación al empleo, producto e inflación.*»

Pero no es hasta finales de la década de los años 90, con la crisis financiera asiática, cuando

² LOPEZ POZA, A. «Propuestas de impuestos sobre las transacciones financieras». Revista AHORRO (Primavera 2013). «(...) Keynes publica en Londres su obra *The General Theory of Employment, Interest and Money*, en la que propugna la introducción de un impuesto que grave las transacciones en el mercado de valores como fórmula para desincentivar las actividades especulativas...»



se recupera el debate³ sobre la introducción de impuesto sobre las transacciones financieras al hilo del movimiento antiglobalización (si bien James Tobin manifestó de forma tajante su distanciamiento del citado movimiento, afirmando al mismo tiempo la validez de su propuesta⁴).

Nuevamente, en los años 2000 y con motivo de la crisis económica de 2008, se relanzó la reivindicación de una tasa sobre las transacciones financieras causando un resurgimiento del pensamiento keynesiano. Es innegable la vinculación del ITF y de la propuesta de Directiva con la crisis financiera mundial que se desencadenó con posterioridad a la quiebra de Lehman Brothers en 2008. Ya desde ese momento hubo un diálogo en el seno de los distintos organismos europeos e internacionales (G20, FMI, ONU, OCDE), donde se plantearon medidas financieras para minimizar los impactos de la crisis. Sin embargo, ninguna de dichas medidas obtuvo el consenso necesario, lo que derivó en que los Estados, o bien no hicieran nada, o adoptaran alternativas unilaterales.

El origen de la propuesta de Directiva que es objeto de este trabajo se remonta a Septiembre de 2011, cuando la Comisión Europea, con base en el artículo 113 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea⁵ publicó una primera

propuesta de Directiva, cuya adopción no fue finalmente posible por falta de acuerdo en el seno del Consejo.

Ello no fue obstáculo para que los países que estaban a favor de la propuesta siguieran adelante, recurriendo al procedimiento de cooperación reforzada previsto en el TUE. De esta forma, el 12 de diciembre de 2012 el Parlamento Europeo aprobó el inicio del procedimiento de cooperación reforzada⁶ al que se sumaron en su momento 11 estados miembros: Alemania, Francia, Austria, Bélgica, Grecia, Italia Portugal, Estonia, Eslovaquia, Eslovenia y España⁷. El 22 de enero de 2013, el Consejo de la Unión Europea autorizó el inicio del procedimiento y el 14 de febrero, la Comisión Europea publicó una propuesta revisada de la directiva del ITF para su negociación.

Aunque el procedimiento de cooperación reforzada es una fórmula que permite plantear la viabilidad del ITF bajo la premisa de que existen un buen número de Estados miembros que son partidarios de su implantación, no es menos cierto que surge del desacuerdo con otros tantos Estados miembros. Además, esta sería la primera ocasión en que se utiliza este procedimiento en el ámbito fiscal y ha encontrado desde su inicio el rechazo frontal de alguno de los Estados miembros encabezados por Reino Unido, lo que no deja de ser curioso, teniendo en cuenta que Reino Unido tiene establecido un tributo similar como es el *Stamp Duty*⁸.

³ Ignacio Ramonet, publicó un editorial titulado «*Disarming the markets*» en el que proponía la creación de una asociación para la introducción de esta tasa, que fue llamada ATTAC (Asociación para la Tasación de las Transacciones financieras para la Ayuda a los Ciudadanos). La tasa se convirtió entonces en un asunto clave del movimiento por la justicia global o antiglobalización y un objeto de discusión no solo entre las instituciones académicas sino incluso en las calles y parlamentos de Reino Unido, Francia y alrededor del mundo.

⁴ Spiegel Online International (9 de marzo de 2001). «*They are misusing my name*». «No tengo absolutamente nada en común con esos rebeldes antiglobalización. Por supuesto estoy agradecido, pero el aplauso más grande viene del lugar equivocado. Mira, soy un economista, y como la mayor parte de los economistas apoyo el libre comercio. Más allá, estoy en favor del Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, la Organización Mundial del Comercio. Han secuestrado mi nombre. [...] la tasa sobre las transacciones en divisa extranjera fue diseñada para reducir y atemperar las fluctuaciones de tipo de cambio.»

⁵ Artículo 113 del TUE: «El Consejo, por unanimidad con arreglo a un procedimiento legislativo especial, y previa consulta al Parlamento Europeo y al Comité Económico y Social, adoptará las disposiciones referentes a la armonización de las legislaciones relati-

vas a los impuestos sobre el volumen de negocios, los impuestos sobre consumos específicos y otros impuestos indirectos, en la medida en que dicha armonización sea necesaria para garantizar el establecimiento y el funcionamiento del mercado interior y evitar las distorsiones de la competencia.»

⁶ La cooperación reforzada es un procedimiento que permite que un mínimo de nueve países de la UE establezcan una integración o cooperación avanzada en un ámbito de las estructuras europeas sin la participación de los demás países de la UE. De este modo, pueden progresar según ritmos u objetivos diferentes a los establecidos para aquellos que no participan en la cooperación reforzada. Este procedimiento está diseñado para superar la parálisis, cuando una propuesta es bloqueada por un único país o por un pequeño grupo de países que no desean participar en la iniciativa. Sin embargo, no permite una ampliación de las competencias más allá de las recogidas en los tratados europeos.

⁷ Actualmente son 10 los estados miembros participantes, tras la baja de Eslovenia.

⁸ PATÓN GARCÍA G. «La viabilidad del Impuesto sobre Transacciones Financieras: propuestas a nivel global y comu-



Esta negativa del Reino Unido, y de otros quince estados miembros no hace sino plantear obstáculos a la implantación y aplicación práctica del ITF.

LAS DIFICULTADES JURÍDICAS DEL PROCEDIMIENTO DE COOPERACIÓN REFORZADA

Sin perjuicio del apoyo que tanto la Comisión Europea como el Consejo Europeo han manifestado respecto del procedimiento de cooperación reforzada y por ende de la propuesta de Directiva, el mismo alberga una serie de dificultades jurídicas.

En este sentido, el ITF debe cumplir con las condiciones necesarias para el uso de la cooperación reforzada según los tratados de la UE, que son las siguientes⁹:

- El uso de la cooperación reforzada debe ser el último recurso.
- Un mínimo de nueve Estados miembros tienen que participar de este recurso.
- La medida de cooperación reforzada debe aumentar la integración de toda la UE.
- Las medidas no pueden perjudicar al mercado interior; ni producir discriminación en el comercio entre los Estados miembros.
- Se deben respetar las competencias, los derechos y obligaciones de los Estados miembros que no participen en ella.

La Comisión ha defendido la legalidad del ITF alegando que todos y cada uno de los requisitos mencionados se debe entender cumplido. No obstante, existen serias dudas que los dos últimos aspectos se cumplan.

nitario». CRÓNICA TRIBUTARIA 150/2104. Pg.152. «(...) Reino Unido ha mostrado su rechazo expreso porque teme que se reduzca el nivel de transacciones que se realiza en su territorio (la bolsa de Londres reúne una proporción muy significativa del comercio financiero mundial). El uso del principio de residencia como punto de conexión para la sujeción al tributo podría ser decisivo para desactivar las retenciones británicas.»

⁹ Comisión Europea: MEMO 13-98: Impuesto sobre las transacciones financieras en el marco de una cooperación reforzada: preguntas y respuestas.

En efecto, no está claro que el procedimiento no impacte negativamente al mercado interior provocando distorsiones de competencia entre los Estados miembros. En esta línea se pronunció el informe del Consejo emitido el 6 de septiembre de 2013. El servicio jurídico del Consejo cuestionó una de las partes fundamentales del llamado principio de residencia, manifestado que el lugar de establecimiento de un grupo financiero «supera la jurisdicción de los Estados miembros en materia de tributación, de acuerdo a las normas del derecho internacional consuetudinario». Concluye que la medida no es compatible con los tratados de la UE, ya que atenta contra las competencias fiscales de los Estados miembros no participantes de la UE y que puede llevar a una distorsión de la competencia en detrimento de los estados miembros no participantes¹⁰.

Como no podría ser de otra forma, la Comisión Europea ha mantenido inalterada su posición y la legalidad de la propuesta de Directiva, entre otras razones porque sin el principio de residencia, nada impediría al mercado a «desviar» operaciones desde los mercados de los once Estados miembros participantes en el procedimiento de cooperación reforzada a otros mercados como Londres, Luxemburgo e incluso Malta.

Es cierto que las conclusiones del informe no son vinculantes, pero la fortaleza de las objeciones legales probablemente ayudará y alentará a quienes pretenden dinamitar el impuesto común (entre ellos, Reino Unido), que ya había utilizado iguales argumentos que los servicios jurídicos y que probablemente desencadenen modificacio-

¹⁰ Un ejemplo sería la sujeción al ITF de una entidad financiera estadounidense que opere con un cliente español, frente a la no sujeción del mismo si el cliente es residente en Reino Unido. Otro ejemplo de la distorsión se aplica en el contexto de la gestión de un fondo de inversión establecido en un estado miembro no participante. Si el gestor estuviera establecido en un estado miembro participante, sería aplicable el ITF, mientras que esto puede evitarse si el gestor está fuera de la zona del ITF (y suponiendo que los factores de conexión, tales como el principio de la emisión no se aplicaran). Este resultado iría en contra de uno de los objetivos de la Directiva UCITS IV29, que es permitir a las empresas de gestión de fondos situados en un estado miembro poder gestionar un fondo de inversión en otro estado miembro.



nes sustanciales en los términos actuales de la propuesta de Directiva.

Asimismo, el procedimiento de cooperación reforzada podría poner en riesgo los derechos de los Estados miembros que no se adhieran al procedimiento, en particular por el elemento extra-territorial del ITF¹¹. En efecto, las entidades financieras establecidas en los Estados miembros no acogidos al procedimiento, pueden verse sometidas al impuesto por aplicación de las cláusulas de atracción de la residencia. La Comisión mantiene la posición contraria. No obstante, este es un argumento débil para la Comisión porque, sin embargo, existe la posibilidad de doble imposición cuando se consideran las transacciones financieras de los Estados miembros no participantes. Por ejemplo, la venta de acciones del Reino Unido entre dos instituciones financieras establecidas en la zona ITF podría atraer doble imposición (si no triple) en virtud de dos incidencias: el ITF y el *Stamp Duty* inglés.

COMPATIBILIDAD DEL ITF CON OTRAS FIGURAS IMPOSITIVAS

El debate político y jurídico dentro de la Unión Europea sobre el ITF, ha alentado a diversos países a implantar en su territorio distintas modalidades del impuesto, si bien con un alcance bastante más limitado que el de la propuesta de Directiva¹². Incluso España estuvo tentada de implantar un ITF copiado del modelo Francés, en septiembre de 2012 que planteaba una entrada en vigor en enero de 2013.

Aparte del obvio enfriamiento que las iniciativas locales pudieran tener en la perspectiva temporal de implantación del ITF común y del impacto que las mismas pudieran tener en los

distintos mercados locales¹³, es al menos discutible la compatibilidad jurídica de uno y otros en las distintas legislaciones de los Estados miembros y la adecuación de la normativa local a un alcance impositivo, que hasta la fecha se ha demostrado más amplio en el ITF que en los impuestos de los diversos países.

Es claro que el establecimiento del ITF obligará a los estados miembros que cuenten con un impuesto nacional y participen en el procedimiento de cooperación reforzada a derogar sus normas e impuestos internos, debiendo aprobar y adoptar el ITF que finalmente se apruebe, lo que definitivamente afectará igualmente a los plazos para la implantación del ITF.

Pero además del apuntado conflicto entre el ITF y los impuestos sobre transacciones financieras de Francia, Italia y Portugal, desde una perspectiva de técnica tributaria el ITF suscita incertidumbres respecto de su compatibilidad por su solapamiento con otras figuras impositivas que forman parte del sistema tributario de los estados miembros participantes en el procedimiento de cooperación reforzada¹⁴, o que previsiblemente podrán formar parte del mismo.

En efecto, existe una preocupación con la posible doble imposición que podría surgir del establecimiento simultáneo de dos o más impuestos específicos, o entre ellos y los ya existentes. En este sentido, y cuando se trata de gravar a la industria financiera, se han venido utilizando cuatro enfoques posibles: (i) establecer un gravamen sobre los activos de las instituciones financieras, (ii) gravar los servicios, (iii) establecer impuestos especiales vinculados a la actividad financiera y (iii) gravar las operaciones financieras.

¹¹ En el mismo sentido, PATÓN GARCÍA G. «La viabilidad del Impuesto sobre Transacciones Financieras: propuestas a nivel global y comunitario». CRÓNICA TRIBUTARIA 150/2104.

¹² Es el caso de Francia, Italia y Portugal, en ese último caso con una vigencia aplazada a un posterior desarrollo reglamentario.

¹³ Un claro ejemplo del riesgo que entraña el establecimiento de este tipo de impuestos de manera unilateral o no coordinada globalmente, es el caso de Suecia que perdió gran parte de sus mercados financieros tras crear el impuesto sobre transacciones financieras.

¹⁴ Esta ha sido una de las críticas que algunos de los estados miembros no participantes han hecho al ITF, mostrando su oposición a realizar más concesiones a la UE en materia tributaria y manifestando que las recaudación fiscal es una competencia nacional.



Por ello, la implantación del ITF exige una reflexión previa sobre la coherencia y proporcionalidad con otros tributos y tasas (a nivel doméstico y a nivel internacional) para evitar tanto imposiciones excesivas sobre la misma base o con los mismos objetivos (que posiblemente serían suficientemente alcanzados con sólo una exacción tributaria) como ventanas al arbitraje fiscal internacional (donde lejos de solventar un problema se incrementaría el uso de la planificación puramente artificial). La compatibilidad jurídica de los distintos enfoques en cada uno de los Estados miembros participantes será fundamental para la implantación del ITF.

Las tasas o contribuciones a la estabilidad financiera (*«Financial Stability Contribution»*) son una alternativa simple, que grava los activos de las instituciones financieras con el objetivo de garantizar que el sector financiero pague una proporción razonable de los costes directos asociados con el rescate y la resolución de instituciones en problemas.

Como es habitual, no ha sido posible establecer un planteamiento armonizado en esta línea y ante esta situación no han sido pocos los países europeos que han impulsado sus propias medidas. Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Corea, Eslovaquia, Eslovenia, Estados Unidos, Francia, Holanda, Hungría, Islandia, Portugal, Reino Unido, Rumanía y Suecia han instaurado sus propios mecanismos.

En España, aunque no existe propiamente un gravamen de estas características, cabría plantearse si el impuesto sobre los depósitos de las entidades de crédito (IDEC) o incluso el Fondo de Garantía de Depósitos, podrían considerarse como un contribución a la estabilidad financiera.

Por su parte, dentro de la Unión Europea, la mayoría de los servicios financieros se consideran como prestaciones de servicios sujetas, pero exentas del Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA). Imponer un nuevo gravamen como el ITF sobre una misma manifestación de la capacidad económica podría resultar en una sobreimposición (i) para el cliente, puesto que ya está sujeto a IVA y (ii) para la entidad financiera, puesto que

no es quien realiza el hecho indicador de capacidad económica.

Aún es más, la alternativa de establecer impuestos sobre la actividad financiera aplicado a los ingresos de una institución financiera, equivaldría en esencia, a un IVA del que habitualmente se exime al sector financiero.

Por último, no debemos olvidar que existen numerosos países que cuentan ya con figuras impositivas sobre algún tipo de transacción financiera¹⁵, incluido España a través del Impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados. Existiendo diferencias importantes en el ámbito de aplicación y en los tipos impositivos, un rasgo común es que en la mayoría de los casos se grava la compraventa de acciones realizadas en los mercados secundarios.

A pesar de que el ITF sea generalmente defendido como la mejor de las alternativas para contribuir a mejorar los niveles de equidad del sistema, sobre la base de que el sector financiero ha estado tradicionalmente infra-gravado por comparación con otros sectores (posición con la que no puedo estar de acuerdo), no deberían obviarse las reglas de compatibilidad jurídica que impiden la sobre-imposición, máxime cuando no existe unanimidad entre todos los estados miembros a la hora de plantear la solución.

RETOS TÉCNICO-FISCALES PARA LA IMPLANTACIÓN DEL ITF

DESCRIPCIÓN DE LA PROPUESTA DE DIRECTIVA

La propuesta de Directiva grava a un tipo del 0,1% (tipo mínimo) todas las transacciones financieras, definidas como compraventas y otras operaciones en las que se transfiera el riesgo asociado (repos, prestamos de valores, etc.), de un

¹⁵ Entre otros, Bélgica, Chipre, Finlandia, España, Francia, Grecia, Irlanda, Polonia, Rumanía, Reino Unido, Singapur y Suiza.



amplio rango de instrumentos financieros (acciones, bonos, notas, instrumentos del mercado monetario, participaciones en Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones, productos estructurados, etc) efectuadas en todo tipo de mercados (regulados y OTC), así como la celebración o modificación de contratos derivados, en este caso sujetos a un (tipo mínimo) 0,01%, y la cesión de instrumentos financieros entre entidades de un mismo grupo.

La base sobre la que resulta de aplicación es el precio abonado entre las partes, a excepción de los derivados cuya base la constituirá el importe nominal.

El ITF definido en la propuesta de Directiva gravará todas las transacciones financieras en las que al menos una de las partes de la transacción se encuentre establecida en un estado miembro participante de la Unión Europea y, adicionalmente, intervenga, bien por cuenta propia o bien por cuenta ajena, una entidad financiera que de acuerdo con los criterios de establecimiento articulados en la Directiva, se encuentre establecida en alguno de los Estados miembros participantes. De acuerdo con lo anterior, el principio sobre el que versa el ámbito de aplicación territorial del ITF es el de residencia, que ya se regulaba en la Directiva del 2011. Esto es, en la medida en que una entidad financiera pueda ser considerada residente de acuerdo con los criterios establecidos en la Directiva, estará sometida al ITF, con independencia del lugar en el que se ejecute la operación.

No obstante, se ha de destacar que la propuesta de Directiva no se limita a regular criterios de establecimiento en sentido estricto, sino que va más allá regulando determinados supuestos de atracción de la residencia al territorio de los estados miembros participantes de instituciones financieras no comunitarias, siempre que éstas operen con y/o para entidades residentes en estados miembros participantes.

Al regular esta cláusula de cierre, así como la amplia definición de las transacciones e instrumentos financieros a los que aplica el impuesto, la Comisión ha pretendido minimizar los riesgos

de que los agentes modifiquen sus actividades con la finalidad de eludir el ITF mediante la deslocalización de las operaciones y la sustitución de productos hacia otros no gravados.

No obstante, para tratar de evitar la ultra-aplicación territorial del ITF, la Propuesta también incluye una cláusula de escape del ámbito de aplicación territorial del impuesto para las entidades financieras no comunitarias, de manera que siempre que puedan demostrar la desconexión entre la realidad económica de la transacción y el territorio del estado miembro al que se le atraería la residencia, ésta no se encontrará establecida en el mismo a efectos del ITF en relación con esa transacción.

Por lo que respecta a la definición de entidad financiera a efectos del ITF, la Propuesta de Directiva hace uso, en la medida de lo posible, de las definiciones contenidas en la normativa regulatoria de ámbito comunitario y conviene resaltar, a estos efectos, la inclusión de los Fondos Pensiones. No obstante, la sujeción de los Fondos de Pensiones ha sido matizada por una enmienda introducida por el Parlamento Europeo – si bien, no tiene carácter vinculante-, en virtud de la cual los Fondos de Pensiones se encontrarían exentos del ITF hasta que tenga lugar una primera revisión de los impactos del impuesto tras su implantación.

Otro aspecto de relevancia –a diferencia del modelo unilateral francés– es que el ITF de la Propuesta de Directiva se encuentra definido de tal forma que las dos partes de la transacción se verían sometidas al mismo, es decir, se produciría un hecho imponible (y gravamen) por la parte del vendedor y otro por la parte del comprador.

Por último, dado que el ITF debe satisfacerlo la entidad financiera, se establece un sistema de responsabilidad solidaria de las partes intervinientes en cada transacción, lo que supone un incentivo al cumplimiento voluntario por parte de las entidades financieras al imponer el riesgo comercial de derivación de responsabilidad hacia sus clientes si no hacen frente al pago del mismo en el plazo establecido.



RETOS PARA SU IMPLANTACIÓN

Como ha quedado de manifiesto, el planteamiento del ITF, tal y como se establece en la propuesta de Directiva, es significativamente más ambicioso que cualquier otro impuesto sobre transacciones financieras por su aplicación geográfica y la amplitud de su alcance, además de por la libertad de los Estados miembros participantes para aplicar distintos tipos impositivos.

Ello implicará una serie de dificultades técnico-fiscales en su implantación¹⁶, en particular a lo que al proceso de recaudación se refiere, incluyendo aquellas relativas a la determinación de la deuda tributaria, al pago del impuesto (en concreto en operaciones donde no se pone de manifiesto movimiento de efectivo), al momento temporal del pago y a la seguridad jurídica respecto de su cumplimiento. Destacamos a continuación algunas de ellas:

- La efectiva implantación del ITF requiere de una correcta determinación de la deuda tributaria y para ello se necesita contar con un conjunto de normas legales claras, que limiten el riesgo de que los Estados miembros participantes apliquen diferentes interpretaciones técnicas sobre las mismas reglas. Algunos ejemplos de conceptos que adolecen de poca claridad en la propuesta de Directiva son, entre otros, el artículo 4.1(b)¹⁷ (supuesto de atracción de residencia) y los artículos 3.1¹⁸,

4.1(f)¹⁹ y 10.1²⁰ (entre otros), en relación con el concepto de parte de la transacción.

La inexactitud o indefinición de las normas, sólo generará inseguridad jurídica en la aplicación de las mismas y en la posterior revisión que pudieran hacer las distintas administraciones tributarias de los Estados miembros participantes, aumentando la controversia en la aplicación de un impuesto que debiera estar armonizado (al menos entre los estados miembros participantes).

- La disponibilidad de la información y los datos suponen a día de hoy uno de los mayores retos para las entidades financieras. En este sentido, los Estados miembros participantes deberían tener en cuenta la complejidad que, respecto de los sistemas de gestión de datos de las entidades financieras supondría la implantación del ITF, en particular atendiendo al volumen y calidad de los datos. Entre otros, sería necesario contar con la siguiente información:

(a) Identificación de los valores emitidos en la zona ITF.

Aunque existen en el mercado fuentes de identificación de valores²¹, ninguna de ellas lo hace actualmente teniendo en cuenta si los mismos han sido emitidos en alguno de los Estados miembros participantes del ITF.

¹⁶ Para más detalle, ver: EU FTT – Collection methods and data requirements. EY report on various challenges, solutions and options for the collection of an EU FTT, based on the Commission's proposal, en http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/other_taxes/financial_sector/ftt_final_report.pdf

¹⁷ Artículo 4.1(b) «(...) que esté autorizada, o tenga en todo caso derecho, a ejercer desde el extranjero como entidad financiera en el territorio de ese estado miembro, en relación con las transacciones a las que se aplique dicha autorización o derecho»

¹⁸ Artículo 3.1: «La presente Directiva se aplicará a todas las transacciones financieras, a condición de que al menos una de las partes en la transacción esté establecida en el territorio de un estado miembro participante y de que una entidad financiera establecida en el territorio de un estado miembro participante sea parte en la transacción, actuando por cuenta propia o por cuenta de terceros, o actúe en nombre de una parte en la transacción.»

¹⁹ Artículo 4.1(f): «(...) que sea parte, actuando por cuenta propia o por cuenta de terceros, o que actúe en nombre de una de las partes, en una transacción financiera con otra entidad financiera establecida en ese estado miembro de conformidad con lo dispuesto en las letras a), b), c), d) o e), o con una parte establecida en el territorio de ese estado miembro y que no sea una entidad financiera»

²⁰ Artículo 10.1: «Con respecto a cada transacción financiera, deberá pagar el ITF toda entidad financiera siempre que se cumpla una de las condiciones siguientes:

a) que la entidad sea parte en la transacción y actúe bien por cuenta propia, bien por cuenta de terceros; b) que la entidad actúe en nombre de una de las partes en la transacción; c) que la transacción se haya efectuado por cuenta de la entidad.

El ITF deberá abonarse a las autoridades tributarias del estado miembro participante en cuyo territorio se considere establecida la entidad financiera.»

²¹ Entre ellos CUSIP.



- (b) Clasificación de las distintas transacciones financieras como sujetas o no, y determinación del tipo aplicable.

Por un lado, la definición de las transacciones sujetas que se incluyen en la propuesta de Directiva, se hace, con carácter general por referencia a las definiciones contempladas en el derecho comunitario a efectos regulatorios, donde no todas las normativas de referencia están a la fecha implantadas en el seno de la Unión Europea²².

Además, el número y taxonomía de productos que ofrecen las distintas entidades financieras es muy alto y cada producto requerirá ser clasificado como sujeto o no, y a qué tipo.

Lo anterior supondrá, un foco de futura controversia, en la medida que a falta de normas e interpretaciones unívocas, tendrá que ser cada entidad financiera quien determine la forma y tipo de sujeción de cada transacción, y obviamente será imposible que todas ellas lo hagan de la misma forma.

- (c) Clasificación de la contraparte como entidad financiera, agente, entidad establecida o presuntamente establecida, etc.

Será necesario revisar y valorar, en cada mercado en que las entidades financieras operen, las distintas relaciones comerciales y contractuales y su consideración a efectos del ITF, con las dificultades que ello supone.

- (d) Determinación de la capacidad en la que la entidad financiera y su contraparte actúan; y
- (e) Determinación de la aplicación, o no, de alguna de las exenciones previstas.

En cuanto al momento en el que se debe realizar el pago, destacar como ejemplo el

artículo 11(5)(a)²³ de la propuesta de Directiva, que establece que en las transacciones que se ejecuten electrónicamente el ITF deberá pagarse en el momento de devengo del impuesto, que equivale al momento en que la transacción tenga lugar.

La utilización de medios electrónicos para llevar a cabo la recaudación del ITF parece descansar en que los retos en la implantación del mismo serán razonables, si se hace uso de las infraestructuras de mercado existentes²⁴. Nada más lejos de la realidad²⁵.

- La cuestión del sujeto pasivo del ITF, también pone de relieve uno de los principales retos de su implantación.

Una de las causas, ya apuntada, que sugirió el resurgimiento del debate y el interés por el ITF ha sido frenar ciertas prácticas especulativas del mercado financiero. Entiendo que la forma de lograr ese objetivo, es que el ITF alteraría el coste de la transacción y por ende el previo y rentabilidad de la misma. Es decir, el ITF desincentivaría por precio el volumen de transacciones.

Sin embargo, ello pone de relieve otro de los retos del ITF, es quién, de hecho,

²³ Artículo 11.5(a): «Los Estados miembros participantes velarán por que las cuotas del ITF que, en su caso, se adeuden se abonen en las cuentas que ellos determinen, en los siguientes momentos:

a) en el momento de devengo del impuesto en caso de que la transacción se lleve a cabo por medios electrónicos (...)

²⁴ En opinión del Comité Económico y Social Europeo en su Dictamen sobre el Impuesto sobre las transacciones financieras, de 2010, «La introducción de dicho impuesto no generaría prácticamente ningún coste administrativo, técnico o económico ya que estas transacciones ya están informatizadas. Sin embargo todavía no existe un mercado informatizado de las transacciones extrabursátiles (OTC – over the counter), aunque ya existen proyectos en la legislación europea a este respecto. La necesidad de incorporar al comercio organizado todas las transacciones, y por lo tanto también este mercado extrabursátil, muestra que la regulación y los impuestos como el ITF son complementarios, no alternativos.»

²⁵ En este mismo sentido, se pronuncia KPMG en su Tax Alert «El nuevo impuesto sobre las transacciones financieras» publicado en marzo 2013.

²² Como es el caso de MIFID II.



soportará el impuesto. El hecho de que la introducción del ITF se legitime por su capacidad de influenciar el comportamiento de los agentes especulativos, es en sí mismo contradictorio con que el impuesto recaiga sobre una persona diferente a la que de quien pudiera estar practicando dichas conductas, y ello porque es relativamente simple trasladar el coste de la carga tributaria a través de su inclusión en el precio²⁶, lo que obliga una vez más a revisar cuidadosamente el diseño e implantación del impuesto.

Así parece reconocerlo la propia Comisión Europea, al señalar que *«resulta materialmente imposible impedir su traslación económica al cliente vía mayores costes de capital, menores retribuciones y más comisiones»*.

- Por último, en la medida que será necesario enviar información y datos entre los distintos participantes del mercado, ese proceso deberá adecuarse necesariamente a las legislaciones que en materia de protección de datos tengan establecidos los distintos estados miembros participantes. Esto será un problema respecto de aquellas contrapartes de fuera de la UE, como podría ser el caso de contrapartes estadounidenses.

Estos y otros aspectos conducen necesariamente a la conclusión de que, de implantarse finalmente, el ITF debiera instituirse como un impuesto armonizado entre el mayor número de países. La institución desarmonizada del mismo solo puede derivar en perjuicio de los propios Estados miembros que quieren implantarlo, generando un incentivo al desplazamiento hacia jurisdicciones más favorables.

CONCLUSIONES

Lo anterior son algunos de los retos a los que se enfrentará la implantación del ITF, en los términos previstos en la propuesta de Directiva. Obviamente no son los únicos y con casi total seguridad surgirán algunos adicionales a medida que avance el proceso de implantación.

Por lo que se refiere a los plazos, si bien es cierto que en 2013 se dijo que parecía probable que la directiva entrara en vigor en 2015, ya está terminado 2016 y no se vislumbra cuando se aplicará el ITF, ni siquiera si se llegará a implantar. En el último ECOFIN del año 2015 celebrado el 8 de diciembre, se pospuso la decisión final sobre la entrada en vigor del ITF a junio de 2016 lo que implica que será prácticamente imposible aplicarlo a principios de 2017.

Con posterioridad y atendiendo a las últimas declaraciones de los ministros de economía alemán y austríaco, todo apunta a que este no es el momento adecuado para tomar una decisión sobre el ITF debido a la situación de los mercados y a que no todos los estados miembros *«están en disposiciones de tomar decisiones»*, por encontrarse en proceso de formación de gobierno.

Sea como fuere y aunque el ITF no se concrete por el momento, soy partidario de que nada debiera hacerse sin solventar antes los distintos retos que a día de hoy existen. De no hacerse así, más que una solución para paliar parte de los efectos de la crisis, se corre el riesgo de abrir una brecha que con toda seguridad genere controversia jurídica, impacte en la recaudación y sea aprovechada por aquellos estados que no participan de la iniciativa.

²⁶ *«Que nadie se engañe, esto no lo pagarán los bancos sino los ahorradores e inversores»*, señala Jonathan Tepper, director de la firma británica de análisis Varian Perception.



PAPELES DE LA FUNDACIÓN

- Nº 1 Estudio para la mejora del Gobierno Corporativo, la Transparencia Informativa y los Conflictos de Interés.
- Nº 2 Guía de Principios de Buen Gobierno Corporativo, Transparencia Informativa y Conflictos de Interés en las Sociedades Cotizadas.
- Nº 3 Estudio sobre los efectos de la aplicación de las Normas Contables del IASB a los sectores cotizados de la Bolsa Española.
- Nº 4 Buen Gobierno, Transparencia y Ética en el sector público.
- Nº 5 Estudio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2 vols.):
 - Resumen del estudio en Español
 - Resumen del estudio en Inglés
- Nº 6 Guía de Buenas Prácticas para el desarrollo de la Junta General de accionistas de Sociedades Cotizadas.
- Nº 7 Observatorio de Gobierno Corporativo de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2003.
- Nº 8 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades del Ibez-35 de la Bolsa Española IEI-FEF.
- Nº 9 Pensiones y Ahorro a largo plazo: un viejo problema en busca de nuevas soluciones.
- Nº 10 El ciclo del Capital Riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor.
- Nº 11 España y las nuevas Perspectivas Financieras de la Unión Europea 2007-2013: Nuevos condicionantes, nuevos objetivos, nuevas estrategias.
- Nº 12 Diversidad de Género en los Consejos de Administración de las Sociedades Cotizadas y Cajas de Ahorros españolas.
- Nº 13 España y la nueva arquitectura económica y financiera internacional. El desafío del G-8.
- Nº 14 Observatorio de Gobierno Corporativos de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2004.
- Nº 15 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades de la Bolsa Española IEI-FEF.
- Nº 16 La Responsabilidad Corporativa: una propuesta para un entorno empresarial más eficiente y socialmente comprometido.
- Nº 17 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2006).
- Nº 18 Las Cajas de Ahorros: Modelo de Negocio, Estructura de la Propiedad y su Gobierno Corporativo.
- Nº 19 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español 2006.
- Nº 20 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2007).
- Nº 21 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2007).
- Nº 22 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2007.
- Nº 23 El Papel de las Instituciones Públicas en las Operaciones de Control Corporativo Nacionales y Transnacionales.
- Nº 24 Instrumentos Financieros para la Jubilación.
- Nº 25 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2008).
- Nº 26 La Filantropía: tendencias y perspectivas. Homenaje a Rodrigo Uría Meruéndano.
- Nº 27 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2008).
- Nº 28 El sistema bancario español ante el nuevo entorno financiero.
- Nº 29 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2008.
- Nº 30 Situación actual y perspectivas de las Instituciones de Inversión Colectiva.
- Nº 31 Observatorio de la Economía Internacional (2009).



- Nº 32 Observatorio de Gobierno Corporativo (2009).
- Nº 33 La Ley Concursal y su aplicación.
- Nº 34 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2009).
- Nº 35 Estudio sobre el Sector Asegurador en España.
- Nº 36 Nuevos Enfoques para Viejos Riesgos Financieros.
- Nº 37 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2010).
- Nº 38 Estudio sobre el Sector Asegurador en España 2010. Los pilares cualitativos de Solvencia II.
- Nº 39 El Ahorro Familiar en España.
- Nº 40 Observatorio de Gobierno Corporativo, 2010.
- Nº 41 Los Nuevos Mercados Energéticos.
- Nº 42 Mecanismos de prevención y Gestión de futuras crisis bancarias.
- Nº 43 Las Economías emergentes y el reequilibrio global: retos y oportunidades para España.
- Nº 44 La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o una crisis del Euro?
- Nº 45 Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación.
- Nº 46 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2012).
- Nº 47 Desapalancamiento y crecimiento en España.
- Nº 48 El sector Asegurador ante las transformaciones del Estado del bienestar.
- Nº 49 La arquitectura Institucional de la refundación del euro.
- Nº 50 España: crecer en la nueva economía global.
- Nº 51. Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2013).
- Nº 52. Nuevos desafíos del sector financiero: recuperando la confianza y mejorando la cultura financiera.
- Nº 53. La Regulación Financiera: ¿Solución o problema?
- Nº 54. Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2015).
- Nº 55. Acabar con el paro ¿Queremos? ¿Podremos? Una propuesta analítica sobre la ocupación y el empleo en España.
- Nº 56. Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2016).



ENTIDADES PATRONO
de la Fundación de Estudios Financieros

BANCO SANTANDER, S.A.
TELEFONICA, S.A.
BBVA
CITI
BANCO SABADELL
BANKIA
CLIFFORD CHANCE
FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT
INDITEX
KPMG
LA CAIXA
ZURICH ESPAÑA
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES
URIA & MENENDEZ
ACS
BANCO POPULAR
DELOITTE
ENDESA, S.A.
EY
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA
MAPFRE
MIRABAUD
BAKER & MCKENZIE
J&A GARRIGUES, S.L.
CECA

