



FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

OBSERVATORIO SOBRE LA REFORMA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EUROPEOS (2012)

Directores

D. Ramiro Martínez-Pardo
D. Francisco Javier Zapata Cirugeda

PAPELES DE LA FUNDACIÓN
N.º 46

ISBN: 978-84-615-8260-0
Depósito Legal: M. 13556-2012
Edita: Fundación de Estudios Financieros
Imprime: Global F. Marketing C.S.L.



ÍNDICE

EQUIPO DE TRABAJO	5
PRESENTACIÓN	9
INFORME Y CONCLUSIONES DEL OBSERVATORIO	11
1. El Observatorio	11
2. Contenido de la presente edición	13
3. Indicadores de integración, desarrollo, competencia y eficiencia en los mercados financieros europeos	13
4. La agenda regulatoria	17
5. Sistemática del presente informe	18
5.1. El riesgo sistémico	18
5.1.1. Préstamos en moneda extranjera	19
5.1.2. La negociación de alta frecuencia	19
5.1.3. Los UCITS estructurados, los UCITS cotizados y los <i>Hedge Funds</i>	20
5.1.4. Las entidades de importancia sistémica	23
5.1.5. La regulación de los derivados OTC	23
5.2. La transparencia	25
5.2.1. Los Stress Test de la banca	25
5.2.2. El <i>shadow banking</i>	26
5.2.3. La regulación de la Agencias de Calificación Crediticia	27
5.2.4. La contratación en los distintos centros de negociación: MiFID II	30
5.2.5. La post-contratación en los mercados de valores	31
5.2.6. La mejora del gobierno corporativo de las entidades financieras: Especial referencia a las remuneraciones y a los <i>proxy advisors</i>	33
5.3. Crecimiento sostenible	34
5.3.1. La protección del usuario minorista europeo de servicios financieros	34
5.3.2. Las normas de conducta en MiFID II	35
5.3.3. El asesoramiento en la <i>Retail Distribution Review (RDR)</i> , en Reino Unido	35
5.3.4. La extensión de MiFID a los servicios bancarios: Directiva sobre contratos de crédito para bienes inmuebles de uso residencial y la Orden de Transparencia	36
5.3.5. La mejora de la prevención del abuso de mercado: MAD II	38
5.3.6. Incrementar la responsabilidad de los agentes de los mercados	39
5.3.7. La necesaria armonización de las políticas fiscales y regímenes sancionadores en la UE	40
5.4. Las medidas extraordinarias de gestión de la crisis: impacto en la economía real	40
5.4.1. Medidas de política monetaria	40
5.4.2. Las medidas de ayuda a las entidades financieras (apoyos públicos)	41
6. La supervisión: las nuevas autoridades supervisoras europeas cumplen su primer año	42
Conclusiones	42
RELACIÓN DE TRABAJOS APORTADOS AL OBSERVATORIO	
1. Observatorio sobre la Integración Financiera en Europa: análisis del caso español. 2010	
<i>Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE) bajo la Dirección de Joaquín Maudos Villaroya</i>	47



I. LA REFORMA DE LA MIFID

2. **La reforma de la MiFID: Protección del inversor**
Patricia Rodríguez Fernández de Castro, AEB _____ 165
3. **La fragmentación de los mercados. La nueva figura de los Organized Trading Facility (OTFs) para productos derivados OTC y otros activos financieros**
Antonio Mas Sirvent, CNMV _____ 175

II. REGLAMENTACIÓN EUROPEA DE LA POST-CONTRATACIÓN

4. **Últimos avances de la armonización de la Compensación y Liquidación de Valores europea**
Miguel Moreno Cayetano, Banco Popular _____ 197
5. **Derivados OTC**
Emilio Díaz Ruiz y Pilar Lluesma Rodrigo, Uría Menéndez _____ 203
6. **La reforma de la Compensación y Liquidación en España**
Ignacio Santillán Fraile, FOGAIN _____ 223

III. DIRECTIVA DE ABUSO DE MERCADO

7. **Revisión de la Directiva de Abuso de Mercado, Mark II**
Gonzalo Jiménez-Blanco, Ashurst _____ 237

IV. UCIT´s IV

8. **La transposición al ordenamiento español de la Directiva UCITS y sus efectos sobre la industria europea de la inversión colectiva** _____ 249
Francisco Uría Fernández, KPMG-Abogados
9. **La responsabilidad de los Depositarios de IIC. UCITS IV y Directiva de Gestoras de Fondos de Inversión Alternativa**
Gregorio Arranz Pumar, Consultor _____ 263

PAPELES DE LA FUNDACIÓN _____ 277

ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS _____ 279



EQUIPO DE TRABAJO

DIRECTORES

Ramiro Martínez-Pardo del Valle

Presidente y Consejero Delegado, Nordkapp Gestión SGIIC. S.A.

Francisco Javier Zapata Cirugeda

Director Asesoría Institucional y Vicesecretario del Consejo de Administración, Banco Popular

REDACTORES

Gloria Hernández Aler

Directora del Área de Derecho Financiero, Deloitte

Alfredo Jiménez Fernández

Director de Análisis y Estudios, FEF

COLABORADORES

Gregorio Arranz Pumar

Consultor

Emilio Díaz Ruiz

Socio, Uría & Menéndez

Gonzalo Jiménez Blanco

Socio Director Servicios Financieros, Ashurts

Pilar Lluesma Rodrigo

Uría & Menéndez

Antonio Mas Sirvent

Director Departamento Relaciones Internacionales, CNMV

Joaquín Maudos Villarroya

*Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia
e Investigador del IVIE*

Miguel Moreno Cayetano

Banco Popular

Patricia Rodríguez Fernández de Castro

AEB

Ignacio Santillán Fraile

Director General, FOGAIN

Francisco Uría Fernández

Socio Sector Financiero-Legal, KPMG Abogados



GRUPO DE CONSULTA

Ramón Adarraga Morales

Director del Departamento Internacional, BME

Sebastián Albella Amigo

Socio, Linklaters

Carlos Arenillas Llorente

Ex Vicepresidente, CNMV

Juan Basurto Solaguren-Beascoa

Asesor Financiero, AEB

Antonio Carrascosa Morales

*Director General de Política Económica,
Ministerio de Economía y Competividad*

Lara de Mesa Gárate

Servicio de Estudios y Public Policy, Banco Santander

Alejandra Kindelán Oteyza

Directora del Servicio de Estudios y Public Policy, Banco Santander

Ignacio Lecanda Artiach

Pacto Gestión, S.A.

Carlos López Marqués

BME

Manuel Martín Martín

Instituto Español de Analistas Financieros

José María Méndez Álvarez-Cedrón

Secretario General, CECA

Javier Méndez Llera

Director General - Secretario General, FEF-IEAF

José Ignacio Navas Díaz

Director de Tesorería, Novagalicia Banco

José Luis Palomo Álvarez

Miembro del Consejo Asesor, Gómez Acebo y Pombo

Carlos Paredes Galego

Socio, Uría & Menéndez

Alberto Placencia Porrero

Socio Director Servicios Financieros, Ernst & Young

Antonio Ríos Cid

Deloitte



María Gracia Rubio de Casas

Socio, Baker & Mckenzie

Alicia Sanchís Arellano

Servicio de Estudios y Public Policy, Banco Santander

Juan Carlos Ureta Domingo

Presidente, FEF-IEAF

Tomás Varela Muiña

Director Financiero - Director General Adjunto, Banco Sabadell

Sebastián Velasco Meseguer

Fidelity International



PRESENTACIÓN

Constituye para mí un motivo de satisfacción presentar el trabajo que realiza, por sexto año consecutivo, 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 de realizar, con carácter periódico, un seguimiento y valoración de la reforma encaminada hacia la integración de los servicios financieros en Europa. Por ello, el objeto del Observatorio es ofrecer a los Patronos de la Fundación, a los reguladores y supervisores, empresarios, inversores, accionistas y agentes del mercado financiero en general, una opinión independiente y objetiva sobre la reforma emprendida, con el ánimo de divulgarla y contribuir, así, al mejor funcionamiento de los mercados financieros europeos.

En esta sexta edición, el Observatorio actualiza el análisis elaborado por el Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas («IVIE») sobre el grado de integración financiera en Europa, a través de un importante número de indicadores, con el objetivo de valorar los avances acaecidos en el proceso de construcción de un mercado integrado europeo. Al igual que sucediera en la edición anterior, la principal conclusión del análisis realizado este año es que la crisis económica y financiera ha tenido un impacto negativo sobre la integración financiera y que nos encontramos en una situación alejada de los niveles de integración alcanzados antes de la crisis.

En las actuales circunstancias, el Observatorio se ha centrado, en esta edición, en la valoración

de la nueva agenda regulatoria surgida de la crisis económica y financiera y de la situación de convulsión vivida por los mercados. En especial, se abordan los diferentes avances acaecidos en la regulación en este último año, con una serie de artículos sobre la Directiva MiFID que ha cobrado en el año 2011 un nuevo protagonismo al haberse publicado la propuesta de modificación de la Directiva y del Reglamento (lo que se denomina MiFID II). El gran debate generado por la reforma de esta Directiva se refleja en el hecho de que en el periodo de consulta previa a las nuevas propuestas se han recibido en la Comisión Europea numerosas contestaciones por parte de la industria, asociaciones y supervisores. Sin duda la revisión del régimen MiFID requiere una atención especial en la presente edición del Observatorio y, por ello, se le dedican varias colaboraciones destinadas a analizar tanto los aspectos relativos a las normas de conducta o a la protección del inversor así como a las novedades referentes a los mercados o centros de ejecución.

En el ámbito de los mercados, se dedican una serie de artículos a la reglamentación europea de la post-contratación abordando por una parte la European Markets Infrastructure Regulation («EMIR») con los últimos avances en la armonización de la compensación y liquidación de valores europea y, por otra, a los derivados OTC. Por su importancia para la industria local, se incorpora también un trabajo sobre la reforma de esta materia en España.



Finalmente, el último grupo de artículos tiene como objetivo analizar dos iniciativas legislativas europeas que, al igual que MiFID II, constituyen ajustes o continuaciones de la normativa vigente en la UE: la revisión de la Directiva de Abuso de Mercado, conocida como MAD II y, en el ámbito de la inversión colectiva, la recientemente entrada en vigor UCITS IV, así como su prolongación en UCITS V que plantea aspectos tan relevantes como el régimen de responsabilidad de los depositarios. Por último, se analiza el nuevo modelo de supervisión financiera europea, las recientes medidas relativas al reforzamiento de la solvencia y la liquidez de las entidades de crédito, la regulación de los *Hedge Funds* y las iniciativas de regulación de las agencias de calificación crediticia.

Una de las conclusiones de este estudio es que pese a que la crisis puso de manifiesto el carácter global de los mercados financieros, las aproximaciones seguidas en los distintos foros intervinientes para resolver los problemas identificados entonces han perdido el carácter global. Incluso en el seno de la UE, las diferentes propuestas normativas en curso siguen entrando en conflicto, tanto con posturas locales de países miembros como con el enfoque seguido en los Estados Unidos. Perviven intereses particulares de países y regiones frente a la necesidad de buscar respues-

tas coordinadas para afrontar retos cuyas consecuencias exceden de las fronteras de un país o grupo de países. Han transcurrido cuatro años desde los primeros consensos sobre la Reforma a acometer y aún son muchas las propuestas que no han podido prosperar.

Como en la edición anterior, 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.

Juan Carlos Ureta

Presidente de la Fundación de Estudios Financieros



INFORME Y CONCLUSIONES DEL OBSERVATORIO SOBRE LA REFORMA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EUROPEOS (2012)

Ramiro Martínez-Pardo del Valle
Francisco Javier Zapata Cirugeda
Gloria Hernández Aler
Alfredo Jiménez Fernández

1. EL OBSERVATORIO

Esta es la sexta edición del Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos («el Observatorio») nacido en el año 2006, a iniciativa de la Fundación de Estudios Financieros («FEF»), como foro permanente para el seguimiento de los logros del Plan de Acción de los Servicios Financieros («PASF») cuyo fin era incrementar la competitividad de la economía europea a través de un importante impulso normativo dirigido a corregir las ineficiencias del marco existente.

Y es también el tercer trabajo presentado en un entorno de crisis, producto inicialmente del estallido de la burbuja hipotecaria en Estados Unidos, que ha ido mutando sucesivamente hasta presentarse en este último año como una crisis marcadamente política que está afectando a la propia gobernabilidad de la Unión Europea («UE») y a su moneda, el euro.

Esta situación, que se está prolongando en el tiempo más de lo deseable, está provocando una de las situaciones más complejas desde la creación del Observatorio y, probablemente, desde el

propio nacimiento de la UE. El rechazo del Reino Unido a suscribir el acuerdo para reforzar la disciplina fiscal en la Unión, las discusiones en torno a la posible configuración de una Europa a dos velocidades y las dificultades de algunos de sus Estados miembros para hacer frente, en todo o en parte, a sus compromisos crediticios plantean, por primera vez, posibles escenarios de retroceso en los planes de creación de un mercado financiero único en la región y dudas sobre la supervivencia del euro y sobre la configuración actual de las instituciones europeas.

Los países integrados en la zona euro comparten moneda y política monetaria pero no constituyen aún un espacio financiero integrado. Un verdadero mercado único, en el que los supervisores europeos vean reforzadas sus competencias, los Estados miembros cedan parte de su soberanía en materias de política económica y se configuren mecanismos que refuercen la responsabilidad solidaria entre los países, parecen ser la respuesta necesaria para salir de la situación en la que la UE se encuentra.

¿O tal vez es hora de plantearse la necesidad de modificar los fundamentos de la integración

financiera dentro de la Unión Europea? Esta posibilidad ha sido abonada en los últimos meses por posiciones nacionalistas y proteccionistas de algunos Estados miembros que han antepuesto intereses propios a los que parecen ser convenientes para construir un verdadero mercado único europeo. Las divergencias sobre la mejor fórmula para salir de la crisis –políticas de estímulo al crecimiento o consolidación fiscal–, la conveniencia de emitir eurobonos respaldados por una garantía solidaria de los países de la zona euro –con o sin límites–, y el papel que debe asumir en este contexto el Banco Central Europeo, son algunos de los temas que, con dificultades para la consecución de consensos, se discuten en las instituciones europeas.

Pero los problemas y las diferencias no se limitan al ámbito europeo. A pesar del voluntarismo inicial manifestado en torno al G-20 y a la creación del Financial Stability Board («FSB»), volcado en buscar soluciones globales a los problemas planteados, las respuestas ofrecidas en las diferentes jurisdicciones no están siendo homogéneas, tanto en lo referente a las políticas aplicadas contra la crisis, como en la desigual manera de aproximarse a la regulación de algunas materias.

En este contexto, la reforma de los mercados financieros europeos objeto de este Observatorio, aún cuando tenga el carácter de complementaria de los necesarios ajustes políticos pendientes y pudiera verse oscurecida por la importancia de los problemas existentes, resulta crítica para restablecer la confianza en la idea del mercado financiero único y alejarnos de los actuales riesgos de sufrir retrocesos o bifurcaciones en el proyecto europeo. Y debe hacerse en concierto y de forma coordinada con todas las instituciones involucradas en la construcción de un nuevo marco normativo y respetando una agenda única de reformas que resulte de aplicación generalizada en los mercados financieros internacionales.

Es un proyecto irrenunciable que se presenta cargado de incógnitas. No obstante, a pesar de los múltiples interrogantes que aún quedan por

despejar, son numerosas las iniciativas regulatorias en marcha que serán objeto de cobertura en este trabajo.

Son modificaciones normativas, en curso o ya aprobadas, que traen causa de la agenda inicial elaborada tras el estallido de la crisis con alguna modificación obligada por el curso de los acontecimientos. Como tendremos ocasión de comprobar con la lectura de este capítulo de conclusiones, las normas aprobadas en el periodo analizado han sido escasas. Hay, sin embargo, varias iniciativas, en fase de consulta o bajo la forma de propuestas de regulación, que aunque tardarán tiempo en madurar, son ciertamente relevantes y forman parte de este estudio.

Adicionalmente, al igual que en años anteriores, se ofrecen conclusiones sobre uno de los propósitos esenciales de este Observatorio: la evaluación del grado de integración financiera alcanzado en la UE como consecuencia de las reformas normativas acometidas en los últimos años. Las dudas sobre cuál es el mejor camino para avanzar en la construcción de una completa Unión Europea, y el convencimiento de que un mercado más unificado favorecerá su desarrollo dan importancia a las conclusiones ofrecidas en este apartado.

El informe elaborado por el Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas¹ («IVIE») es el cuarto incluido en este Observatorio sobre el nivel alcanzado en el proceso de construcción del mercado único financiero en la UE y se fundamenta en el análisis de un amplio conjunto de indicadores económicos y financieros que permite obtener conclusiones sobre la integración, competencia y eficiencia de los mercados e intermediarios y sus efectos sobre el crecimiento económico.

¹ Observatorio sobre la Integración Financiera en Europa: análisis del caso español Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas bajo la dirección de Joaquín Maudos.



2. CONTENIDO DE LA PRESENTE EDICIÓN

Este capítulo introductorio de los trabajos del Observatorio presenta un resumen de las diferentes colaboraciones que conforman la edición de este año, valoraciones sobre las iniciativas analizadas y las principales conclusiones que se deducen del estudio. Son comentarios, recomendaciones y apreciaciones sobre su oportunidad e impacto en los mercados que tienen su fundamento, en su mayor parte, en los análisis y valoraciones recogidos en los trabajos realizados por los expertos que han participado en la edición de este año, por lo que se recomienda, para su mejor comprensión, la lectura completa del conjunto de los trabajos que se acompañan.

Se incluyen de esta forma, junto al informe del IVIE ya citado, una serie de artículos sobre la Directiva MiFID que ha cobrado en el año 2011 un nuevo protagonismo al haberse publicado la propuesta de modificación de la Directiva y del Reglamento (lo que se denomina MiFID II). El gran debate generado por la reforma de esta Directiva queda patente en el hecho de que en el periodo de consulta previa a las nuevas propuestas se han recibido en la Comisión Europea más de 4.200 contestaciones por parte de la industria, asociaciones y supervisores. Sin duda la revisión del régimen MiFID requiere una atención especial en la presente edición del Observatorio y, por ello, se le dedican varias colaboraciones destinadas a analizar tanto los aspectos relativos a las normas de conducta o de protección del inversor, como a las novedades referentes a los mercados o centros de ejecución.

En el ámbito de los mercados, se dedica una serie de artículos a la reglamentación europea de la post-contratación abordando por una parte la *European Markets Infrastructure Regulation* («EMIR») con los últimos avances en la armonización de la compensación y liquidación de valores europea y, por otra, los derivados OTC. Por su importancia para la industria local, se incorpora también un trabajo sobre la reforma de esta materia en España.

Finalmente, el último grupo de artículos tiene como objetivo analizar dos iniciativas legislativas europeas que, al igual que MiFID II, constituyen ajustes o continuaciones de normativa vigente en la UE: la revisión de la Directiva de Abuso de Mercado, conocida como MAD II y, en el ámbito de la inversión colectiva, la recientemente entrada en vigor UCITS IV, así como su prolongación en UCITS V que plantea aspectos tan relevantes como el régimen de responsabilidad de los depositarios.

Junto con estas materias, el presente resumen ejecutivo se ocupa también de otras propuestas en curso y aspectos de la actualidad financiera con la finalidad de evaluar su evolución respecto de los avances conseguidos en el ejercicio precedente y ofrecer una visión general de las iniciativas regulatorias en marcha.

Antes de entrar a analizar la agenda regulatoria y su suficiencia para ofrecer soluciones a la grave situación que atraviesan la UE y la economía mundial, se resumen en el siguiente capítulo las principales conclusiones alcanzadas por el IVIE sobre el grado de integración de los mercados financieros europeos.

3. INDICADORES DE INTEGRACIÓN, DESARROLLO, COMPETENCIA Y EFICIENCIA EN LOS MERCADOS FINANCIEROS EUROPEOS

Ésta es la cuarta edición del informe del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, en el que se valoran los avances hacia el objetivo de construcción del mercado único europeo y la posición del sistema financiero español en ese contexto.

El alcance temporal del estudio se extiende al periodo 1999-2010, es decir se inicia el año del nacimiento del euro y del arranque del PASF. El análisis se fundamenta en un amplio conjunto de 71 indicadores que abarcan, además del grado de integración financiera, la competencia y eficiencia de los mercados e intermediarios financieros y sus efectos sobre el crecimiento económico.



Con esta actualización, se dispone ya de tres años y medio de cobertura temporal en plena crisis lo que enriquece el análisis de su impacto sobre el proceso de integración. En este periodo, se han producido retrocesos y avances en el nivel de integración que han situado su nivel actual lejos del existente antes de la crisis, sobre todo por lo acontecido en los dos últimos años.

En el contexto actual de crisis económico-financiera, el principal valor añadido del trabajo es el análisis de las consecuencias que este entorno adverso ha tenido en el grado de unificación y su incidencia en el crecimiento económico. En este sentido, se analiza el impacto de la integración sobre el crecimiento del PIB, tanto para el periodo completo 1999-2010, como para el periodo de crisis 2007-2010.

Principales conclusiones del proceso de integración financiera:

A. El clima de inestabilidad financiera que ha estado presente en 2010 ha impedido avanzar en el proceso de integración hacia un mercado único de los servicios financieros.

Con la crisis, se ha deteriorado el clima de estabilidad financiera y ha retrocedido el grado de integración. La recuperación que tuvo lugar a principios de 2010 se vio truncada por los problemas de la deuda soberana que acrecentaron las dudas que despertaban las finanzas públicas entre los inversores. De hecho, la situación de inestabilidad se agravó en 2011 y aún está vigente.

B. Además de la estrecha conexión existente entre la estabilidad y la integración financiera, una de las lecciones de la crisis es la relación que también existe entre las finanzas públicas y la solidez del sector bancario.

La crisis de la deuda soberana ha tenido efectos en la solvencia del sector bancario, tanto de forma directa (por su exposición a la deuda pública) como de forma indi-

recta a través de la pérdida de valor del resto de sus activos (sobre todo inmobiliarios). Además de a la solvencia, la crisis de la deuda soberana también ha afectado negativamente a la liquidez de la banca, dadas las dificultades de acceso a la financiación en los mercados mayoristas.

C. La falta de armonización fiscal se ha acentuado en los dos últimos años y ha afectado al proceso de integración de los mercados financieros europeos. Esta es, sin duda, otra de las lecciones de la crisis.

El deterioro de las finanzas públicas de algunos países europeos ha sido posible gracias al sistemático incumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (déficit público máximo del 3% y ratio deuda pública/PIB máxima del 60%), incluso por parte de los países más ricos del área del euro como Alemania o Francia.

La falta de convergencia en materia fiscal como consecuencia de la ausencia de voluntad política en la cesión de la soberanía nacional en esa materia, ha abocado a algunas economías a un problema de insostenibilidad de su deuda pública, lo que ha impedido avanzar en la integración financiera. El aumento de la prima de riesgo de los países que han tenido que ser rescatados se ha extendido a otras economías, generando un clima de inestabilidad financiera y un retroceso del grado de integración. El clima de inestabilidad ha sido extremo y en algunos momentos, sobre todo a partir del verano de 2011, ha llegado a suscitar la posibilidad de una potencial fragmentación de la Unión Monetaria, rompiéndose de esa forma el mercado único.

D. Si bien la crisis de la deuda soberana afecta inmediatamente a los mercados de deuda, también han sufrido sus efectos el mercado de renta variable y los mercados bancarios.

Durante 2010, los índices bursátiles europeos tuvieron comportamientos dispares

en función del diferente cuadro macroeconómico de las distintas economías, produciéndose una fuerte caída en la cotización de los bancos, sobre todo en Grecia e Irlanda.

En los mercados bancarios, también la crisis ha impactado con virulencia como lo demuestra el hecho de que en el periodo 2008-10 han sido necesarias inyecciones públicas de capital en la banca europea. En la UE los niveles de rentabilidad y solvencia se han recuperado respecto a los existentes a finales de 2009, si bien ha empeorado ligeramente el ratio de eficiencia. En este contexto, la banca española se ha comportado mucho mejor con un nivel de rentabilidad y eficiencia superior a la media europea. En cambio, la solvencia del sector bancario español se sitúa por debajo de la banca europea, aunque esta última comparación debe de realizarse con cautela dado que en el caso español, la inyección de capital público ha sido muy reducida frente a la de otros países y los criterios de consumo de capital son diferentes.

A su vez, los mercados bancarios europeos redujeron sustancialmente las transacciones *cross-border*, aunque en 2010 se ha amortiguado el sesgo doméstico e incluso se ha recuperado ligeramente el negocio transfronterizo en algunos segmentos (como en los depósitos).

E. En relación a los niveles de capitalización existentes antes de la crisis, los valores de 2010 superan a los de 2007 en la mayoría de países europeos, lo que muestra la recuperación que se ha producido.

Tras la brusca caída en los valores de la capitalización bursátil que tuvo lugar en 2008, en 2010 se produjo una cierta recuperación en el nivel de desarrollo financiero de las economías europeas. A finales de 2010 la capitalización total (como porcentaje del PIB) de los países de la euro-

zona había crecido un 2,3%, manteniéndose en España en los niveles de 2009. Con una perspectiva de más largo plazo, y tras el shock inicial en 2008, la capitalización de las economías europeas en el periodo de crisis 2008-10 supera (aunque solo ligeramente) los valores en el anterior trienio pre-crisis (2005-07), siendo la recuperación mayor en España.

F. Los elevados niveles de endeudamiento de algunas economías europeas ha obligado a realizar un proceso de desapalancamiento.

El elevado nivel de endeudamiento de la economía española se concentra en el sector privado, ya que la ratio deuda pública/PIB se sitúa por debajo de la media europea. El proceso de desapalancamiento iniciado en 2010 ha tenido lugar en el sector privado no financiero (empresas), mientras que las Administraciones Públicas han aumentado su endeudamiento como consecuencia del elevado nivel del déficit público (9,3% del PIB en 2010). En este contexto, también se ha producido una ligera caída en la deuda externa de nuestra economía, si bien los valores actuales siguen siendo muy elevados (164% del PIB), lo que es uno de los motivos por los que nuestra economía suscita dudas en los mercados internacionales. De ese elevado nivel de endeudamiento externo, la banca concentra el 46% (con una deuda externa de 808.000 millones de euros), lo que representa un serio problema cuando se cierran los mercados mayoristas de financiación, tal como ha ocurrido en 2010 y 2011.

G. A pesar de la crisis, España sigue siendo el país de la UE-15 en el que mayor ha sido la contribución del desarrollo financiero al crecimiento económico.

Desde la creación del euro y la puesta en marcha del PASF, y hasta finales de 2010, España es el país que más se ha beneficiado del desarrollo financiero ya que, anual-



mente, el aumento en su capitalización financiera (como porcentaje del PIB) ha aportado 0,54 puntos porcentuales al crecimiento del PIB, porcentaje que es muy superior al promedio de los países del área del euro (0,14 pp.).

**CUADRO 1.
CONTRIBUCIÓN ANUAL DEL
DESARROLLO FINANCIERO AL
CRECIMIENTO DEL PIB (PP)**

Periodo	Zona Euro	España
1999 - 2010	0,14	0,54
2007 - 2010	0,02	0,17

El reducido crecimiento de la capitalización financiera que ha tenido lugar en el periodo de crisis explica la escasa contribución del desarrollo financiero al crecimiento del PIB, siendo la aportación en España superior a la media europea (0,17 pp. frente a 0,02pp.).

Durante la crisis, si bien se ha producido un retroceso en el grado de integración, no por ello su contribución al crecimiento es negativa. Por tanto, la existencia de un mercado europeo con un cierto nivel de integración sigue siendo un factor que favorece el crecimiento económico.

En concreto, las estimaciones realizadas indican que de 2007 a 2010 el beneficio de la integración se ha reducido en la Zona Euro un 36%, ya que frente a una contribución anual al crecimiento del PIB de 0,025 pp. en el periodo completo 1999-2010, durante la crisis se reduce a 0,016 pp. En España, la caída es mucho mayor (del 63%), pasando del 0,022 pp. en promedio anual de 1999-2010 al 0,008 pp. en el periodo 2007-2010.

**CUADRO 2.
BENEFICIO ECONÓMICO ASOCIADO A
LA INTEGRACIÓN FINANCIERA (PP)**

Periodo	Zona Euro	España
1999 - 2010	0,025	0,022
2007 - 2010	0,016	0,008

H. La crisis de la deuda soberana que ha tenido lugar en 2011 tras el segundo rescate de Grecia que se ha extendido a otros países, ha vuelto a demostrar la importancia de lograr un entorno de estabilidad financiera para recuperar el terreno perdido en materia de integración. Sin un avance en la integración fiscal y una mejora en la gobernanza económica, no es posible avanzar hacia la construcción del mercado financiero único europeo.

La experiencia vivida a lo largo de 2011 demuestra que solo cuando la eurozona es capaz de adoptar acuerdos comunes limando las diferencias inicialmente existentes para resolver la crisis y se dan los primeros pasos hacia una cierta integración fiscal, es posible recuperar parcialmente el clima de estabilidad necesario para proseguir hacia el camino del mercado único. Solo el tiempo nos dirá si las medidas adoptadas hasta ahora son suficientes o será necesario implementar otras nuevas. No obstante, sin un avance en la integración fiscal y en la convergencia en las finanzas públicas, y sin mejoras en la gobernanza económica del área del euro, no es posible avanzar en la construcción de un mercado financiero único.

4. LA AGENDA REGULATORIA

Todas las materias que se abordan en este trabajo responden a iniciativas adoptadas por las principales instituciones mundiales al inicio de la crisis para dar respuesta a los problemas que con ella afloraron. Son materias, por tanto, que, aunque se han venido tratando en anteriores ediciones, continúan teniendo vigencia bien porque (i) han sido recientemente aprobadas o (ii) están aún en tramitación por falta de consenso, por resistencia de la industria o de algunos de los Estados miembros, o (iii) están siendo impulsadas en estos momentos y se encuentran en fase de consulta.

Valores tradicionales en el ámbito regulatorio tales como la transparencia, para devolver la confianza al mercado, la solvencia de las entidades financieras, para asegurar su capacidad de resistencia a nuevas situaciones de *stress* o la protección del inversor, la parte más débil de la relación contractual, han sido los faros que han alumbrado el camino de la regulación en las últimas décadas y siguen siendo el foco de las actuales iniciativas en curso.

En este último ámbito, es destacable la creciente preocupación del regulador europeo por lograr un nivel de protección del inversor *retail* o usuario minorista de servicios financieros que no dependa del tipo de producto que contrate (financiero/bancario/seguros). Para ello, se pretende extender las normas de conducta relativas a las relaciones con la clientela, ya existentes para los mercados de valores (Directiva MiFID), al ámbito bancario y asegurador. Dos ejemplos claros de esta intención lo constituyen la consideración de los depósitos bancarios estructurados como instrumentos MiFID y la iniciativa de regular los contratos de crédito para bienes inmuebles de uso residencial a través de una nueva Directiva inspirada en algunos de los criterios MiFID en materia de protección del inversor.

De cualquier modo, como se verá a lo largo del presente informe, tanto la agenda regulatoria pendiente, como su impulso por parte de las autoridades competentes, resulta insuficiente

para hacer frente a los graves problemas que atraviesa la UE y la economía global.

Por un lado, aspectos que hace ya más de tres años se consideraban como críticos y prioritarios de regulación, siguen sin contar con una solución final. En segundo término y, pese a que la crisis puso de manifiesto el carácter global de los mercados financieros, las aproximaciones seguidas en la UE siguen entrando en contradicción, tanto con posturas locales de Estados miembros, como con el enfoque seguido en los Estados Unidos. Perviven los intereses particulares de países y regiones frente a la necesidad de buscar respuestas coordinadas para afrontar retos cuyas consecuencias exceden de las fronteras de un país o grupo de países. De esta forma las agendas del G20 diseñadas en el entorno post crisis, lejos de materializarse en respuestas normativas coordinadas y globales, se han diluido y fragmentado atendiendo a intereses locales.

A pesar de esta descoordinación, que pone de manifiesto la falta de mecanismos para regular de una forma coherente la actual globalización de los mercados financieros, no se han dejado de producir iniciativas en el seno de la UE que aumentan la carga regulatoria, las obligaciones y los requisitos a observar para las entidades financieras. La proliferación de la regulación es tan relevante que, el propio FSB, en su informe de evaluación de las medidas del G20 de noviembre de 2011, «*Overview of Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability*», señala el riesgo de que la carga de la regulación conduzca a las entidades a desarrollar su actividad en la sombra (*shadow banking*), anunciando un plan de trabajo para establecer recomendaciones sobre esta materia en 2012.

En el periodo a que se refiere este estudio, la agenda regulatoria en el ámbito de los mercados y servicios de inversión ha venido marcada por la revisión de algunas normas comunitarias preexistentes como la Directiva MiFID o la de Abuso de Mercado, conocidas como MiFID II y MAD II, cuyas propuestas de modificación se encuentran en fase de elaboración y consulta.

Respecto a la inversión colectiva, los trabajos se han centrado igualmente en la revisión y desarrollo de Directivas preexistentes. Por una parte, la Directiva UCITS IV y su prolongación en UCITS V, tratan de avanzar hacia un mercado de productos y de gestión de inversión colectiva más integrado. Por otra parte, en este mismo ámbito se han hecho desarrollos de Nivel II de la Directiva de Gestores Alternativos («AIMF»). Junto a estos dos grandes temas generales, existen cuestiones específicas como el tratamiento de productos estructurados y ETFs, que por la importancia que tiene para la industria su consideración como UCITS, también son objeto de tratamiento por el Observatorio.

Finalmente, los principios que han guiado las iniciativas legislativas de este periodo para los sectores bancario y asegurador se han centrado en la transparencia y el reforzamiento de los requisitos de solvencia y del control de riesgos. Cabe destacar los acuerdos de Basilea III y la Directiva de Requerimientos de Capital en el sector bancario, y las medidas de Nivel II de la denominada Directiva de Solvencia II, en el sector de seguros.

En España, se ha producido recientemente una intensificación del calendario de reforzamiento de la solvencia de las entidades financieras (la llamada Reforma Financiera) que impulsará la concentración del sector y el saneamiento de los balances con el objetivo de incrementar la confianza de los mercados y de los inversores en la industria española. No obstante, la imposición de normas diferentes con calendarios también distintos a entidades que participan en los mismos mercados, cada vez más globalizados, introduce un motivo de reflexión acerca de las desventajas competitivas que esta situación genera y hace urgente avanzar en el grado de coordinación de las normas en el ámbito internacional.

5. SISTEMÁTICA DEL PRESENTE INFORME

Ante la multiplicación de la regulación del sector financiero, resulta especialmente complejo delimitar una sistemática que permita construir un

hilo argumental sólido para revisar las distintas propuestas en curso. Por ello se ha considerado que la forma más eficiente de tratar las distintas iniciativas es clasificarlas en atención a las finalidades buscadas con su promulgación.

De esta forma y, de una manera similar a como se hizo en ediciones anteriores, la sistemática seguida en este informe agrupa las iniciativas regulatorias analizadas bajo las siguientes rúbricas:

- Normas que tratan de prevenir el riesgo sistémico,
- Iniciativas destinadas a incrementar la transparencia,
- Propuestas basadas en el crecimiento sostenible y
- Medidas extraordinarias para la gestión de la crisis y de sus consecuencias.

Naturalmente no se trata de compartimentos estancos sino que hay normas que se entrecruzan en el sentido de que se fundan a la vez en varias finalidades.

5.1. EL RIESGO SISTÉMICO

Como hemos apuntado en ediciones anteriores, el concepto de riesgo sistémico ha adquirido particular importancia en el entorno posterior a la irrupción de la crisis financiera iniciada en el año 2007. El convencimiento de que la regulación y los modelos de supervisión necesarios para prevenir la aparición de nuevas crisis deben prestar especial atención a este nuevo riesgo ha motivado la reciente creación de organismos específicamente destinados a su control, entre los que se encuentran, la Junta Europea de Riesgo Sistémico («JERS») y el ya citado Consejo de Estabilidad Financiera («FSB»).

La JERS, responsable de la vigilancia macroprudencial del sistema financiero dentro de la UE y de la prevención de los riesgos sistémicos para la estabilidad financiera, ha centrado su atención durante su primer año de funcionamiento en aspectos tales como (i) los préstamos en moneda extranjera; (ii) la comercialización de



productos complejos a minoristas (aspecto que, sin embargo, este Observatorio analizará bajo la rúbrica de la transparencia); (iii) los sistemas de negociación de alta frecuencia y (iv) los UCITS cotizados («ETFs» o «*Exchange Trade Funds*»), así como los UCITS estructurados.

Por su parte el FSB, creado en el seno del G20 con un ámbito de actuación global, ha centrado sus esfuerzos este último año en las siguientes materias: (i) las entidades de importancia sistémica (SIFIs); (ii) los *Hedge Funds*; (iii) la mejora de los mercados de derivados OTC y (iv) los requerimientos de capital a la banca. También han sido objeto de su atención la retribución de las entidades de crédito y las agencias de rating que en el presente Observatorio cubriremos en el apartado de transparencia.

Si bien ambas instituciones, JERS y FSB, cumplen similares funciones de vigilancia del riesgo sistémico, a nivel de la UE o de manera global, sorprende la falta de coordinación puesta de manifiesto en las tareas realizadas hasta la fecha. Es necesario un mayor diálogo entre ambos organismos al fijar sus planes de actuación y prioridades con la finalidad de poder ofrecer propuestas globales y coordinadas y, de esta forma, mitigar la carga regulatoria que supone la emisión de una multiplicidad de documentos que recogen conceptos similares pero no idénticos frente a problemas comunes.

5.1.1. Préstamos en moneda extranjera

El primer aspecto abordado por la JERS tiene su origen en las recientes fluctuaciones de algunas divisas que ponen en evidencia la capacidad de algunos prestatarios, sin cobertura suficiente, para reembolsar los préstamos contratados en moneda extranjera. En el análisis de estos riesgos, la JERS ha presentado en noviembre de 2011, unas recomendaciones dirigidas a abordar los riesgos de crédito, de liquidez y de financiación, así como el riesgo de valoración incorrecta de este tipo de préstamos.

Según la JERS, la concesión excesiva de préstamos en moneda extranjera puede ocasionar

notables riesgos sistémicos en los Estados miembros y producir efectos indirectos transfronterizos negativos. La JERS pone de manifiesto que, si bien desde el año 2000 los Estados miembros han adoptado medidas frente a los riesgos derivados del aumento excesivo de la concesión de préstamos en moneda extranjera, muchas de estas medidas han sido ineficaces a causa, principalmente, del arbitraje regulatorio.

Las recomendaciones de la JERS se dictan con la finalidad de: (i) limitar la exposición a los riesgos de crédito y mercado y aumentar así la fortaleza del sistema financiero; (ii) controlar el aumento excesivo del crédito en moneda extranjera y evitar las burbujas de los precios de los activos; (iii) limitar los riesgos de financiación y liquidez y minimizar así esta vía de contagio; (iv) crear incentivos que mejoren la determinación del precio del riesgo vinculado la concesión de préstamos en moneda extranjera, y (v) evitar la elusión de las medidas nacionales por medio del arbitraje regulatorio.

Con estas recomendaciones se pretende que el sistema financiero sea más resistente a alteraciones negativas de los tipos de cambio que afecten a la capacidad de los prestatarios para pagar sus deudas denominadas en moneda extranjera, lo que exige la comprobación de su solvencia antes de la concesión y su revisión durante toda la vida del préstamo. Deben, asimismo, adoptarse medidas que actúen de modo contracíclico en las fases de expansión del crédito a fin de reducir los riesgos de nacimiento y posterior estallido de una burbuja del precio de los activos.

Las citadas recomendaciones de la JERS habrán de traducirse en las consiguientes medidas legislativas europeas que es de esperar se presenten en los próximos meses.

5.1.2. La negociación de alta frecuencia

La negociación de alta frecuencia es la segunda materia que es objeto de análisis por la JERS. Directamente vinculada al incremento de la automatización o tecnificación de los mercados regulados y de los nuevos centros de ejecución



que estableció MiFID, la negociación de alta frecuencia, ha sido la causa de algunos «sobresaltos» recientes en las bolsas mundiales, como la caída, en apenas segundos, de un 9% del Dow Jones, en mayo del 2010.

Los nuevos algoritmos de *trading* aptos para emitir, sin apenas intervención humana y en fracciones de segundos, órdenes a los mercados han generado un nuevo modelo de transacción bursátil que aprovecha diferencias u horquillas de precios que, si bien son imperceptibles para los inversores minoristas, son capaces de generar diferencias en las ejecuciones y facilitar el arbitraje entre intermediarios profesionales que gestionan volúmenes muy elevados.

Desde la aparición de los *algorithmic trading* en los mercados de derivados de los Estados Unidos en los años noventa, esta operativa se ha ido extendiendo hasta alcanzar porcentajes muy relevantes de los volúmenes negociados. Aunque la operativa automatizada tiene inconvenientes también presenta ventajas. La duda de sus posibles efectos negativos sobre una adecuada formación de los precios es su crítica principal, mientras que la aportación de liquidez al resto de participantes en los mercados se considera una aportación positiva.

Según la JERS, la negociación de alta frecuencia, por lo que hace a su impacto en la liquidez y a su posible efecto amplificador en las perturbaciones de los mercados, preocupa desde una perspectiva macroprudencial y requiere un examen profundo. En este sentido, dentro de las nuevas medidas que, en materia de mercados, propone la revisión de MiFID, se incluye una mayor regulación de esta operativa. La principal medida consistiría en sujetar al requisito de obtención de autorización administrativa como Empresa de Servicios de Inversión a los intermediarios que desarrollen algoritmos de alta frecuencia si traspasan ciertos umbrales de volumen, que a la fecha aún se encuentran pendientes de concreción. Adicionalmente, se deberá dar transparencia a los algoritmos y/o a los programas informáticos utilizados en las transacciones de alta frecuencia.

Sin perjuicio de que haya que esperar a conocer la regulación final y pese a que existe un sector que considera que tales medidas pueden a la postre detraer la liquidez de los centros de negociación, parece que las propuestas formuladas hasta la fecha guardan coherencia con el principio de exigir un mayor control de aquellos agentes que pueden producir perturbaciones en los mercados y por ello, a priori, nuestra valoración es positiva, máxime al regularse su propuesta en una norma reglamentaria y no una Directiva, lo que garantiza su aplicación uniforme en todo el territorio de la UE.

5.1.3. Los UCITS estructurados, los UCITS cotizados y los *Hedge Funds*

El tercer aspecto que aborda la JERS en su primer año de actividad, se refiere a la inclusión de los UCITS estructurados y de los ETFs sintéticos dentro de la categoría de los fondos armonizados o UCITS. También el FSB se ha ocupado de materias relativas a la inversión colectiva, si bien, en este caso, en su vertiente alternativa o *Hedge Funds*.

Pese a que los UCITS y los *Hedge Funds* han sido tradicionalmente figuras bien distintas, lo cierto es que en los últimos años las diferencias entre ambos grupos de productos se han ido difuminando, circunstancia que a juicio de este Observatorio debe ser resuelta. Prueba de ello es que tanto la JERS como el FSB consideran que ambas categorías pueden generar riesgos sistémicos, cuando hasta ahora, los productos comercializados bajo la marca UCITS eran considerados de menor riesgo.

Ucits estructurados y ETFs sintéticos

Desde la inicial Directiva UCITS del año 1985 –recientemente derogada por la UCITS IV– que prácticamente limitaba los activos aptos para la inversión de estos vehículos a los valores negociados, se ha producido una ampliación relevante del universo de instrumentos financieros en



los que un fondo armonizado puede invertir, lo que ha posibilitado el lanzamiento de productos cada vez más complejos².

Como consecuencia de la crisis financiera y del efecto negativo que ésta tuvo sobre la percepción de los inversores sobre los *Hedge Funds* –en favor de los UCITS– ha aparecido una nueva figura, los «NewCITS», esto es, vehículos de inversión que, empaquetados bajo la forma de fondos armonizados (lo que posibilita su venta a nivel transfronterizo y al inversor minorista), incorporan estructuras o políticas de inversión similares a las utilizadas tradicionalmente por los *Hedge Funds*. La preocupación del regulador se centra en la creciente complejidad y sofisticación de algunos de estos productos (los que incorporan estructurados y los ETFs sintéticos), (i) por el riesgo sistémico que incorporan, (ii) por la merma en la protección del inversor que esta evolución de UCITS puede comportar y (iii) por el daño para la reputación de la marca UCITS, que había salido reforzada con la crisis.

Ante esta preocupación, parece que la tendencia legislativa en el seno de la UE va dirigida no tanto a limitar el universo inversor de los UCITS, que creemos sería el camino adecuado, sino a continuar insistiendo en la necesidad de que las gestoras cuenten con los mecanismos adecuados para controlar los riesgos de estos vehículos y en regular, de una forma más estricta, la venta de los NewCITS a inversores minoristas. También la ESMA ha abordado la problemática de los UCITS estructurados y los ETFs sintéticos siguiendo esta aproximación, esto es, sin excluirlos de la categoría UCITS pero endureciendo sus condiciones de venta y el control de riesgos por parte de las gestoras.

Por su parte la Directiva MiFID apunta en la misma dirección. Si bien inicialmente calificaba todos los UCITS como instrumentos no complejos, ahora está revisando esta consideración para

excluir de este colectivo a aquellos UCITS que utilicen derivados o estructurados, lo que en la práctica representa un endurecimiento de las exigencias para su comercialización.

Los ETFs sintéticos replican un índice, pero para reducir el denominado «tracking error» usan derivados, generalmente swaps, y sólo mantienen, en su caso, una pequeña muestra de las acciones del índice que replican. El empleo de swaps reduce el coste de los ETFs, pero introduce un importante riesgo de contraparte en el producto, hace aparecer conflictos de interés por la práctica frecuente de las gestoras de contratarlos con bancos de su grupo y en definitiva generan riesgo sistémico asociado a un posible incumplimiento de los compromisos.

Por estas razones, la ESMA ha incrementado su vigilancia sobre estos productos y ha propuesto medidas que se centran en (i) aumentar la transparencia sobre la utilización de derivados para replicar el índice correspondiente, proponiendo incluso que se incluyan advertencias de riesgo específicas en su comercialización minorista y en (ii) reforzar los requisitos de solvencia de las entidades que gestionan este tipo de producto, exigiendo que el colateral que se utilice cumpla determinados requisitos.

En opinión de este Observatorio, es cuestionable que bajo el concepto UCITS se vayan incorporando productos, cada vez más complejos, que puedan poner en peligro la confianza que este tipo de instrumentos ha ganado en los últimos años. Si bien la ampliación de su universo inversor ha sido positiva para la competitividad de la marca, no hay que olvidar que los principios que inspiran el funcionamiento de los fondos armonizados son la diversificación, la transparencia y la liquidez (la norma general es ofrecer cálculo de valor liquidativo y suscripciones y reembolsos diarios) y que van principalmente dirigidos, precisamente por estas características y su restringida política de inversión, al inversor minorista.

En consecuencia, parece conveniente reflexionar sobre la conveniencia de que estrategias de inversión que introducen factores de riesgo com-

² Ver contribución de Francisco Uría Fernández, KPMG-Abogados, «La transposición al ordenamiento español de la Directiva UCITS y sus efectos sobre la industria europea de la inversión colectiva».

plejos, difíciles de percibir por el inversor minorista, se alojen bajo el paraguas UCITs aprovechando la nueva flexibilidad permitida a estos productos UCITS. Probablemente, la exigencia de introducir advertencias de riesgo en su comercialización no sea suficiente para mantener los rasgos fundamentales de la marca UCITS.

Fondos alternativos

A pesar de que la Directiva de Gestores Alternativos («AIMF») se publicó en julio 2011, aún no se han aprobado las medidas de Nivel II. La ESMA se encuentra trabajando en la actualidad en estos desarrollos que se esperan para mediados de 2012. Estas medidas son fundamentales para la aplicación práctica de la Directiva de Nivel I, dado que se redactó en términos bastante genéricos dejando muchas cuestiones pendientes de concreción. Entre éstos se encuentran cuestiones tan relevantes como (i) el sistema de cálculo de los activos bajo gestión que determinan el umbral del ámbito de aplicación de la Directiva; (ii) la regulación del depositario y la responsabilidad y requisitos de los depositarios situados en terceros países; (iii) el cálculo del nivel de apalancamiento e información sobre el mismo al supervisor y (iv) los requisitos de supervisión de países terceros.

Nos encontramos de esta forma con que la regulación de un aspecto que en la irrupción de la crisis era considerado como de máxima urgencia, como es el control de los fondos alternativos, aun se encuentra en la UE sin el desarrollo de Nivel II necesario para poner en práctica de manera efectiva lo establecido en la Directiva. Las reticencias de la industria y la posición política de determinados centros financieros como Londres, han conseguido no solo retrasarla más de tres años, sino incluso restar relevancia a una regulación que se había considerado crítica para prevenir futuros riesgos sistémicos y recuperar la confianza de los mercados.

Nos obstante es relevante, en lo que tiene de contribución a la lucha contra los paraísos fiscales, que la Directiva restrinja la posibilidad de

comercializar en la UE fondos alternativos cuyas gestoras estén situadas en paraísos fiscales (domicilio actual de la mayoría de las gestoras de *Hedge Funds*). Esta previsión legal ha sido uno de los elementos que han contribuido a acelerar la firma de convenios bilaterales de intercambio de información entre países incluidos en las listas de paraísos fiscales saliendo de las correspondientes listas de Estados que tienen esta consideración.

Por último, en los Estados Unidos también se considera la inversión alternativa como una potencial generadora de riesgo sistémico pero las medidas que se barajan para abordar el problema siguen una aproximación distinta a la europea y son notablemente más restrictivas. La «norma Volcker», que forma parte de la ley «Dodd-Frank» exige a los bancos norteamericanos deshacerse de las inversiones especulativas en beneficio propio –y por tanto de sus mesas de negociación por cuenta propia– y les prohíbe también aportar capital a fondos de inversión alternativa. De esta forma se retrocede en el ámbito de actuación permitido a los bancos, excluyendo la posibilidad de vincularse con vehículos de inversión colectiva que sean de carácter alternativo.

Sin embargo, la «norma Volcker» no está aun finalizada ni, por tanto, resulta de aplicación. Se espera su desarrollo en el primer trimestre del 2012, de manera que, pese a que en los Estados Unidos el enfoque es más restringido que en la UE, lo cierto es que, hasta la fecha y pese a la prioridad que se quería dar a esa reforma, se siguen manteniendo múltiples incertidumbres sin resolver.

En conclusión observamos que a ambos lados del Atlántico la regulación de los fondos alternativos está inconclusa años después de que se considerara una prioridad por el G20 y que los desarrollos seguidos en los Estados Unidos y Europa lejos de converger, se desarrollan por sendas divergentes, con las consiguientes dificultades que ello comporta para una industria internacional como la de los *Hedge Funds*.



5.1.4. Las entidades de importancia sistémica

A raíz de las distintas reuniones del G20, el FSB ha venido impulsando la necesidad de ofrecer un enfoque de supervisión específico para las entidades sistémicamente importantes o SIFIs. El propio concepto de entidades sistémicas es de por sí complejo dado que no sólo está vinculado al tamaño de la entidad, sino también a otros factores de más difícil medición, de modo que, además de por su tamaño, una entidad podrá tener esa característica en virtud del grado de interconexión de sus actividades y/o de «sustituibilidad» de sus servicios.

El principal debate gira en torno a la necesidad o no de exigir a este tipo de entidades, cuya caída podría tener efectos sobre todo el sistema financiero o sobre una parte relevante del mismo, mayores exigencias de capital y liquidez.

La exigencia de medidas suplementarias a las SIFIs tiene consecuencias relevantes para el sistema financiero que son objeto de reflexión y análisis en distintos foros.

Una primera cuestión es su efecto sobre el crédito disponible ya que unos mayores requisitos de capital supondrían un aumento notable de costes lo que, probablemente, incidiría en el volumen de créditos que estas entidades podría ofrecer.

En segundo lugar, es objeto de reflexión su modelo de crecimiento internacional. El FSB ha reconocido que mientras no exista un marco de gestión de crisis a nivel internacional que permita la caída ordenada de grupos transfronterizos, la expansión internacional mediante la creación de filiales independientes en capital y liquidez presenta un menor riesgo sistémico.

Esto no debería llevar a la imposición de este modelo a todos los grupos bancarios internacionales sino más bien a avanzar en la definición de nuevos marcos de gestión de crisis que superen las limitaciones de los actuales. En concreto en Europa las soluciones que se adopten para contener el riesgo sistémico deberían ser compatibles con el objetivo de un mercado único europeo.

Tanto a nivel internacional como europeo se está trabajando en la mejora de los marcos de gestión de crisis aunque no está resultando una tarea fácil por la complejidad técnica y jurídica de la materia. Nos encontramos de nuevo ante una materia que, si bien desde el colapso de Lehman se había considerado como esencial y prioritaria en la agenda regulatoria, carece a la fecha todavía de una solución clara que pueda ponerse en práctica por parte de las entidades que caen bajo la categoría de sistémicas.

5.1.5. La regulación de los derivados OTC

El inicio de la crisis financiera puso de manifiesto la falta de información disponible sobre las transacciones en productos financieros derivados efectuadas al margen de los sistemas de negociación regulados («OTC»). Por ello, la cumbre del G20 de Pittsburgh acordó que todos los contratos derivados estandarizados OTC fueran negociados en mercados o plataformas electrónicas de negociación y compensados en cámaras de contrapartida central («CCPs») antes de finalizar el año 2012. También estableció que los contratos que no se compensaran en CCPs estuvieran sujetos a mayores requerimientos de capital. Estas medidas persiguen mejorar la transparencia en los mercados de derivados, aumentar la protección contra malas prácticas (abuso de mercado) y disminuir el riesgo sistémico³.

Estas exigencias del G20 están siendo concretadas tanto en la Comisión Europea como en los Estados Unidos. Hasta la fecha, sólo éste último país ha emitido una norma, la «Ley Dodd-Frank», que obliga a la negociación de los derivados OTC en plataformas electrónicas, siguiendo las medidas propuestas. Esta norma requiere que la negociación de derivados elegibles se realice en los mercados regulados o en los denominados *Swap Execution Facilities* («SEF»). Sin embargo, se remiten importantes cuestiones a un

³ Ver contribución de Emilio Díaz Ruiz y Pilar Lluesma Rodrigo, Uría Menéndez, «Derivados OTC».

desarrollo posterior por parte de la Securities and Exchange Commission («SEC») y de la Commodities Futures Trading Commission («CFTC»), que no se ha materializado todavía por su dificultad técnica y por las numerosas observaciones recibidas de la industria (de hecho, los representantes de ambas instituciones han reconocido que será muy difícil que ese desarrollo pueda publicarse en breve a pesar de que inicialmente se había previsto un año para su desarrollo).

En consecuencia, la complejidad de los asuntos que las propuestas legislativas deben regular, han producido avances discretos y no definitivos, en esta materia. Dada la naturaleza global de los mercados de derivados OTC, es evidente la necesidad de que la UE coopere con las jurisdicciones de terceros países, especialmente con Estados Unidos, con el fin de asegurar una coordinación legislativa que establezca ciertos estándares internacionales⁴; de esta forma, se podrán evitar solapamientos legales y eliminar cualquier posibilidad de arbitraje regulatorio. Pero, a la vez, no parece conveniente seguir las extremadamente restrictivas reglas norteamericanas sobre contratación de derivados OTC, que más bien responden a un cierto pánico derivado de la situación financiera vivida durante la presente crisis, más que a un análisis racional del papel de los derivados como instrumento útil de cobertura de riesgos.

En cualquier caso, hay que valorar positivamente las nuevas iniciativas que se están desarrollando en Europa, como la de Regis-TR⁵, que se ha anticipado a la regulación definitiva de los Registros de Operaciones («TR»). No cabe duda alguna de los efectos positivos que, sobre el papel, los TR pueden aportar al mercado de derivados OTC y a sus participantes, incluidas las

autoridades competentes, aunque hoy todavía resulta incierto si esos efectos se alcanzarán en la práctica. En este sentido, el éxito de los TR dependerá en gran medida de que la calidad de los datos que le proporcionen sea uniforme y detallada, de que su suministro se realice puntualmente y de que el acceso a los registros, tanto por las CCPs, como por los potenciales inversores y las autoridades, se haga de manera fácil y rápida.

Si la negociación de los derivados OTC en plataformas de negociación organizadas puede aportar ventajas al mercado de derivados, es necesario plantearse hasta qué punto es realista pensar que ello pueda tener lugar en un corto/medio plazo de tiempo y la conveniencia de establecer su carácter obligatorio.

Respecto a la primera de estas cuestiones, se consideran requisitos previos imprescindibles para la negociación de los derivados OTC en plataformas organizadas que éstos alcancen un amplio nivel de estandarización, así como que la definición de las características que deben reunir dichas plataformas se determine por el consenso generalizado de los participantes en los mercados (la aquiescencia de los reguladores y supervisores no es ni mucho menos suficiente, ya que si las herramientas que se acaben poniendo a disposición de los inversores no les son útiles, no funcionarán).

El cumplimiento de ambos requisitos parece por el momento bastante improbable, dada la naturaleza intrínseca de los derivados OTC y el estado de los trabajos que se están llevando a cabo en los foros internacionales sobre las plataformas de negociación.

Por lo que respecta a la segunda cuestión, la obligatoriedad de la negociación en esos sistemas, entendemos, como así ha manifestado la ESMA, que no es el momento adecuado para establecer tal exigencia, sin perjuicio de que deba incentivarse tanto por las autoridades competentes como por la propia industria de los derivados OTC.

Sobre el establecimiento de restricciones a la operativa con derivados y, en particular con CDS,

⁴ Existen ya criterios y recomendaciones fijados por el Comité de Pagos y Sistemas de Liquidación «CPSS», por el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores «IOSCO», y por el FSB, en particular en lo que concierne a los requisitos que han de reunir las Cámaras de Contrapartida Central y los Registros de Operaciones.

⁵ Iniciativa conjunta de Bolsas y Mercados Españoles y Clearstream para la creación de un registro europeo de operaciones de derivados OTC.



esas limitaciones deberían ser adoptadas solamente con carácter excepcional y en aquellos supuestos en que pudiera estar en juego la estabilidad del sistema financiero.

Todas estas consideraciones hacen que resulte de gran importancia asegurar un alto grado de intercambio de información y de coordinación sobre dichas medidas entre las autoridades reguladoras y supervisoras internacionales.

Por último, existen aún cuestiones cuya respuesta requieren un análisis muy meditado, que no se puede dar por concluido aún; En este sentido cabe preguntarse:

- Si los beneficios que pretenden aportar las medidas previstas –en muchas ocasiones, enormemente restrictivas– justifican la reducción o incluso la posible eliminación de los propios beneficios que aportan los derivados OTC al sistema financiero (liquidez, innovación en respuesta a las necesidades de la industria...).
- Si dichas medidas serán realmente eficientes cuando nos encontremos ante una situación de tensión financiera como la que estamos atravesando.
- Cuáles serán las consecuencias desde el punto de vista de la competencia en el mercado financiero si finalmente las propuestas suponen un aumento del coste de las transacciones ligadas a las actividades financieras y existen jurisdicciones en que esas medidas no existen (por ejemplo, en los países hoy llamados emergentes pero que, como ha sucedido con algunos en estos últimos años, han alcanzado un alta significación económica).
- Si dada su naturaleza, los derivados OTC serán capaces de sobrevivir en un entorno tan regulado como el que puede resultar de dichas iniciativas legislativas.

5.2. LA TRANSPARENCIA

La transparencia continúa siendo uno de los ejes fundamentales de las nuevas propuestas. Bajo

esta rúbrica se sitúan iniciativas tales como (i) los *stress test* de la banca, (ii) los paraísos fiscales y el *shadow banking*, (iii) las agencias de calificación crediticia, (iv) la negociación en los mercados de instrumentos financieros, (v) la postcontratación y (vi) el gobierno corporativo de las entidades financieras.

5.2.1. Los *Stress Test* de la banca

La transparencia del sector financiero proporciona una mayor disciplina de mercado y facilita una gestión más responsable en la asunción de riesgos por parte de los administradores de las entidades financieras, lo que la configura como un elemento fundamental para incrementar la eficiencia del mercado⁶. El Fondo Monetario Internacional se ha manifestado recientemente reclamando una mejora de la calidad y la frecuencia de la información pública trimestral de los bancos de la UE, proponiendo para ello un modelo común.

Las pruebas de esfuerzo (*stress test*) realizadas por los supervisores en la UE en 2010 y 2011, apuntan en la misma dirección de ofrecer una mayor transparencia de las entidades. En principio, este ejercicio es positivo ya que puede ayudar a mejorar las condiciones de financiación de los bancos y a facilitar sus emisiones de capital.

Ahora bien, en circunstancias financieras adversas, dicha transparencia puede tener consecuencias no deseadas, ya que un resultado negativo en estas pruebas puede generar una reacción de desconfianza en los agentes y depositantes que se relacionan con la entidad financiera. Por ello, existe una opinión generalizada desfavorable a estas pruebas. Por un lado, porque considera que solo se realizan para dar publicidad a aquellos casos con resultados favorables para, de esta forma, generar confianza, dejando al margen del proceso a entidades sobre las que existe certeza de que sus resultados no serían positivos. Además

⁶ Ver artículo «El riesgo soberano y la nueva regulación financiera», Antonio Carrascosa. Papeles FEF nº 44.



algunos hechos posteriores a la publicación de los resultados de las pruebas han puesto en duda la eficacia de esta herramienta de supervisión. Por ejemplo, el sistema bancario irlandés necesitó un apoyo masivo del gobierno, aunque los resultados del ejercicio de estrés fueron positivos. En el mismo sentido, sorprende que los ejercicios que se realizaron a las entidades españolas hayan sido favorables en líneas generales y que, sin embargo, haya sido necesaria una reforma financiera para capitalizar y dimensionar a las entidades.

Existe a su vez un factor adicional que complica aún más la situación y es el hecho de que los principales bancos sean sociedades cotizadas, por lo que la información obtenida de las pruebas de *stress* es muy relevante para la cotización de sus acciones.

Controvertida fue también la decisión de la ABE en sus pruebas de *stress* de aplicar un descuento a la deuda pública que las entidades bancarias tienen en sus balances, facilitando que las entidades tengan capital suficiente ante posibles caídas del valor de la deuda pública en el mercado de bonos. Esta decisión ha generado un amplio debate e incluso se ha hablado del *bucle perverso* que se genera por el deterioro en los balances de los bancos ocasionado por la crisis de la deuda pública que conduce finalmente a que tengan que ser rescatados por los propios Estados emisores de la deuda que causó el problema. Finalmente la ABE está sopesando aligerar esta medida que afecta de manera significativa a las entidades españolas.

Las razones apuntadas parecen aconsejar que las pruebas de resistencia a situaciones extremas no se vuelvan a realizar como se han hecho hasta ahora. Una revisión de su alcance (con la aplicación de conceptos y criterios homogéneos) y una mayor explicación del verdadero significado de sus resultados (eventos de probabilidad de ocurrencia remota) deben de ser realizados antes de acometer nuevos ejercicios.

5.2.2. El *shadow banking*

El término *shadow banking* hace referencia a la realización de actividades reservadas por entida-

des no reguladas, práctica muy ligada al modelo de «originar para distribuir» que fue considerado durante algún tiempo como una forma eficiente de transmisión de riesgos por parte de la banca. El concepto incluye una gran variedad de instituciones, instrumentos y mercados de naturaleza muy distinta que, en algunos casos, cumplen una función importante en los mercados financieros (e.g. *funding bancario*).

Por tanto, en principio, la cesión de riesgos bancarios a entidades no bancarias, a través por ejemplo de la titulización de activos, no es negativo. La preocupación nace cuando como consecuencia de dichas transferencias se generan elevados niveles de apalancamiento fuera del control de los reguladores o cuando estas actividades son llevadas a cabo para eludir la aplicación de la normativa regulatoria, situando los riesgos en entidades poco capitalizadas y fuera del balance bancario consolidado (mediante la creación de *Special Purpose Vehicles (SPV)*). Además, la extensión de este modelo desincentiva una valoración rigurosa del riesgo de crédito de los activos por las entidades bancarias al ser originados para su inmediata cesión.

El endurecimiento progresivo de los requisitos exigidos por la normativa bancaria ha acentuado el temor de los supervisores a que se pueda estar incentivando la transferencia de actividades bancarias reservadas a entidades no supervisadas para así eludir la aplicación de los cada vez mayores exigencias de la regulación. El propio FSB advirtió de este riesgo en su informe de evaluación de las medidas del G20 de noviembre de 2011, anunciando un plan de trabajo para establecer un nuevo marco de control en esta materia para el año 2012.

Llama de nuevo la atención que siendo el *shadow banking* uno de los causantes del efecto contagio en la crisis financiera no se cuente a la fecha con propuestas concretas para mitigar este riesgo de manera uniforme.

Inicialmente, cuando se identificaron las primeras medidas a adoptar tras la crisis, el G20 solicitó a los reguladores contables internacionales que revisasen sus normas con el fin de incre-



mentar la transparencia respecto de los riesgos a los que los inversores se ven expuestos, tanto al invertir en estas estructuras financieras como en las entidades que las crean o promueven⁷.

En aplicación de los nuevos criterios contables establecidos en 2010, muchas estructuras financieras creadas en los EE.UU para titular préstamos volvieron a los balances de las entidades que los generaron. Adicionalmente, las exigencias de retención de un mínimo del 5% del nivel de riesgo de las titulaciones por parte de la SEC para permitir su admisión a negociación, garantiza en la práctica la obligación de consolidación de las futuras titulaciones en aquel país, lo que resta atractivo a este tipo de estructuras al quedar minimizadas las posibilidades de arbitraje regulatorio.

En fin, nos encontramos ante una muestra más de falta de impulso regulatorio aún cuando parece fuera de toda duda que algunas de las prácticas de la banca en la sombra son indeseadas. Sin perjuicio de las iniciativas adoptadas por la SEC y la modificación de las normas contables, únicamente se han realizado por parte de los organismos internacionales meras declaraciones, en las que incluso se reconoce que la multiplicidad de iniciativas regulatorias pueden agravar el problema.

Queda, por tanto, mucho trabajo por hacer y ha de acometerse con presteza. Creemos que la aproximación a la revisión de su marco regulatorio debe hacerse, como a la del resto de las reformas pendientes, desde la identificación de los fallos de mercado que pudieran existir y la definición de las soluciones regulatorias más apropiadas, sin perjudicar los efectos beneficiosos que algunas de las prácticas que calificamos como banca en la sombra pueden aportar al sistema financiero.

5.2.3. La regulación de las Agencias de Calificación Crediticia

El papel de las Agencias de Calificación Crediticia en los mercados financieros ha sido analizado en las tres últimas ediciones de este Observatorio. La conclusión repetida es que las Agencias tienen un papel crucial en un mercado cada vez más complejo y globalizado sometido a riesgos que hasta el estallido de la crisis habían sido infravalorados.

La importancia de su papel reside en que los inversores, incapaces de estimar por sí mismos los riesgos asociados a sus inversiones, se fían de las opiniones de las Agencias, cuya reputación se basa en la independencia de sus juicios y en el acierto en sus calificaciones sobre la capacidad de repago de la deuda de los emisores. Su influencia se basa en que la capacidad de financiación de las empresas en los mercados depende de sus evaluaciones que afectan incluso a las emisiones de Estados soberanos, condicionando su política económica y contribuyendo, en ocasiones, a decidir la suerte de sus gobernantes.

Pero no solamente su influencia se basa en la importancia de su labor. Es muy relevante también a la hora de analizar las razones de su poder tomar en consideración el privilegio otorgado por los Estados y por la regulación: (i) al exigir *grado de inversión* como requisito para el descuento de papel en los Bancos Centrales; o (ii) tomando como referencia la calificación otorgada por las Agencias para calcular la solvencia asociada a las inversiones de las entidades crediticias; o (iii) demandando una calificación mínima para considerar como activo apto una determinada emisión. Gracias a estas exigencias, la autoridad de las Agencias queda reforzada por la propia Norma que les otorga, junto a los auditores, un papel relevante, *quasi público*, en la preservación de la integridad del mercado de valores que además, contribuye al incremento en la demanda de sus servicios.

Sin embargo, a pesar de su gran ascendiente sobre los mercados, tras el fracaso de su actuación en diversos casos acaecidos en décadas ante-

⁷ Ver artículo «Crisis financiera, Banca y convergencia contable», Jorge Pérez Ramírez. Papeles de la Fundación nº 42.

riores, tales como el de Enron, Worldcom o Parmalat y sobre todo por su falta de anticipación a la crisis financiera y económica que aún perdura –en particular por no haber sabido identificar de forma adelantada los problemas de Lehman y los riesgos asociados a las *subprime*–, su actuación ha sido muy criticada y han sido objeto de múltiples reproches.

Han sido acusados de incompetencia, por haber otorgado la máxima nota a emisores que no lo merecían; de falta de medios para hacer frente a la gran demanda de emisiones que debían calificar; de retrasos a la hora de valorar las circunstancias que afectan a la solvencia y liquidez de los emisores, y de falta de oportunidad al hacer pública su calificación en el peor de momento; de falta de objetividad, al no haber sabido resolver los conflictos de interés asociados al hecho de que sus honorarios los satisfagan no los mercados de negociación o los inversores sino los propios emisores interesados; o de acumular un poder excesivo, conformando un poderoso oligopolio capaz de condicionar el destino económico de muchas empresas y Estados.

No obstante, estos reproches y acusaciones no han minado su autoridad. El mero hecho de la publicación de los resultados del análisis de riesgo de impago por las Agencias de Calificación y de las calificaciones otorgadas a los bonos emitidos por empresas y Estados, continúa influyendo notablemente sobre el valor calificado, bien reforzando su solvencia y reduciendo sus costes de financiación si la calificación ha sido buena, o por el contrario, si la calificación crediticia ha sufrido una revisión a la baja, encareciendo el crédito para el emisor y agravando sus dificultades. Todo ello con independencia de que la calificación responda a una situación real o no. Su autoridad les otorga un influjo extraordinario sobre los inversores y centros de negociación.

Este destacado poder concedido por los mercados ha hecho que desde los primeros momentos tras el estallido de la crisis, la agenda regulatoria fijada por el G20 y por el FSB fijara como un objetivo inaplazable la regulación de las Agencias de Calificación. Los temas a abordar hacían referen-

cia a cuestiones tales como (i) la competencia e integridad del proceso de calificación; (ii) la transparencia de sus métodos de evaluación y oportunidad en la comunicación de las calificaciones; (iii) la independencia de su actuación y el control y resolución de los conflictos de interés; (iv) la apertura del sector a una mayor competencia; (v) la utilización de la información confidencial y (vi) la exigencia de responsabilidad por sus actuaciones con un régimen sancionador claro y efectivo. En definitiva, se trataba de aumentar su fiabilidad, al objeto de proteger a los inversores e incrementar la integridad del mercado.

Transcurridos cuatro años desde que se fijó la agenda inicial contra la crisis, han sido varias las iniciativas de regulación⁸. En la UE, se aprobó un Reglamento⁹ del año 2009 que fue pronto modificado, en mayo de 2011, para adaptarlo al nuevo escenario surgido por la creación de la ESMA¹⁰. El Reglamento en vigor aborda tres cuestiones relevantes: el registro de las Agencias de Calificación, el ejercicio de su actividad y su supervisión:

- Para registrarse, las Agencias de Calificación deben cumplir normas destinadas a garantizar la independencia y la integridad del proceso de calificación y a mejorar la calidad de las evaluaciones emitidas. Desde julio de 2011, la ESMA es responsable de su registro en la UE.
- Para regular el ejercicio de su actividad el Reglamento exige a las Agencias de Calificación que eviten los conflictos de interés, que garanticen la calidad de las calificaciones y de los métodos empleados y que mantengan un nivel elevado de transparencia.
- La ESMA ejerce competencias exclusivas de supervisión sobre las Agencias de Califica-

⁸ FMI: Informe sobre la estabilidad financiera mundial (GFSR) octubre de 2010.

EEUU: código de conducta en septiembre de 2006, y normas de registro y control en junio de 2007.

⁹ Reglamento (CE) n° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación.

¹⁰ Reglamento (UE) n° 513/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2011.

ción registradas en la UE y dispone de amplias facultades de investigación, inspección y sanción desde julio de 2011. Así, el régimen de supervisión de estas entidades a nivel europeo se ha centralizado, siendo las únicas supervisadas directamente por una autoridad europea de supervisión.

Sin embargo, estas iniciativas ya aprobadas no han sido suficientes. Las críticas a la actuación de las Agencias de Calificación continúan sucediéndose, incluso desde las propias instituciones reguladoras y hay propuestas de nueva regulación¹¹. En concreto, se ha publicado una propuesta de la Comisión Europea de 15 noviembre de 2011 para la modificación del Reglamento 1060/2009 cuyos objetivos principales son los siguientes¹²:

- **Garantizar que las entidades financieras no confíen ciegamente y de manera exclusiva en las calificaciones crediticias para sus inversiones.**

Tras las propuestas de julio de 2011 en relación con la Directiva sobre los requisitos de capital IV que remiten menos a las calificaciones externas y obligan a las entidades financieras a realizar sus propias comprobaciones, la nueva propuesta

impone a los inversores institucionales y a sus gestores la obligación de realizar su propia evaluación. Además, las Agencias de Calificación y las propias entidades calificadas deberán dar al mercado más y mejor información sobre los fundamentos de las calificaciones¹³. El fin es reducir la dependencia de las Agencias de Calificación.

Al mismo tiempo, las Agencias deberán consultar con los emisores e inversores y someter al escrutinio de la ESMA, las modificaciones que se propongan introducir en sus métodos de calificación.

- **Aumentar la transparencia y frecuencia de las calificaciones de deuda soberana.**

Los Estados miembros de la UE verán revisada su calificación cada seis meses en lugar de cada doce meses y se informará a los inversores y a los Estados miembros sobre los hechos e hipótesis en que se basa cada calificación. Las calificaciones deberán publicarse únicamente tras el cierre de los centros de negociación en la UE y al menos una hora antes de su apertura.

- **Aumentar la diversidad e introducir criterios más estrictos de independencia de las Agencias de Calificación crediticia para eliminar los conflictos de intereses.**

Los emisores deberán cambiar cada tres años las agencias encargadas de calificarlos. Además, para los complejos instrumentos de financiación estructurada, se exigirán dos calificaciones crediticias de dos agencias diferentes. Asimismo, un accionista significativo de una Agencia de Calificación no deberá ser, al mismo tiempo, un gran accionista de otra.

- **Responsabilizar en mayor medida a las Agencias de las calificaciones que emiten.**

¹¹ El Comisario europeo de Mercado interior ha declarado recientemente con ocasión de la presentación de una nueva propuesta de Reglamento:

«Las calificaciones crediticias tienen un impacto directo en los mercados y en la economía en general y, por ende, en la prosperidad de los ciudadanos europeos. No son solo opiniones. Y las agencias de calificación han cometido graves errores en el pasado. Me ha sorprendido también el momento elegido para emitir algunas calificaciones de la deuda soberana, por ejemplo en plenas negociaciones sobre un programa de ayuda internacional a un país. No podemos dejar que las calificaciones acentúen más aún la volatilidad del mercado. Mi primer objetivo es reducir la dependencia excesiva con respecto a las calificaciones, mejorando a la vez la calidad del proceso de calificación. Las agencias de calificación deben observar normas más estrictas, ser más transparentes en sus calificaciones y responder de sus errores. Me gustaría asimismo que aumentara la competencia en este sector.»

¹² Los objetivos están expresados en la Nota de prensa emitida por la Comisión Europea en la presentación de la propuesta de Reglamento: Propuesta COM (2011) 747 final de Reglamento por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia.

¹³ Las calificaciones disponibles en el mercado en relación con un instrumento de deuda se publicarán en forma de índice europeo de calificación crediticia (EURIX), al que podrán acceder libremente los inversores.



Las Agencias deberán asumir su responsabilidad en caso de que infrinjan, de forma deliberada o por negligencia grave, el Reglamento sobre las Agencias de Calificación, causando un perjuicio a los inversores que hayan utilizado las calificaciones consecutivas a la infracción. Los inversores deberán presentar sus reclamaciones ante los órganos jurisdiccionales nacionales y la carga de la prueba recaerá en la Agencia de Calificación.

En fin, las Agencias de Calificación Crediticia continúan siendo objeto de comentarios negativos, precisamente por la gran influencia que ejercen sobre los mercados. Su regulación, que ha estado presente en todas las propuestas de reforma normativa, aún no ha sido culminada con éxito. Las exigencias que se hagan a estos agentes del mercado deben tender a aumentar la competencia del sector, mejorar la transparencia y a proteger la integridad del mercado. Además, dada la trascendencia de sus calificaciones podría ser adecuado exigir la publicación periódica de información sobre el grado de acierto o fallo de sus evaluaciones. De cualquier forma, consideramos que debe evitarse la creación de agencias dependientes de los poderes públicos. En este sentido, las recientes propuestas de la Comisión Europea tendentes a incrementar la independencia, transparencia y responsabilidad de las Agencias, parecen dirigidas en la buena dirección.

Por su parte, las Agencias lejos de quedarse a expensas de lo que la regulación les exija, deberían responder a las críticas tomando medidas que mejoren su funcionamiento interno, tales como la implantación de códigos éticos dirigidos a afianzar la independencia de sus analistas y a dar mayor transparencia a sus procesos internos de calificación.

5.2.4. La contratación en los distintos centros de negociación: MiFID II

La MiFID incrementó la competencia entre sistemas de negociación permitiendo la entrada de nuevos competidores bajo un régimen de exi-

gencias menores al de los mercados regulados. Ahora, la Comisión Europea considera necesaria la actualización de la Directiva por la aparición de nuevos sistemas de negociación, por los rápidos desarrollos tecnológicos y por la creciente importancia de la contratación OTC. Para ello, ha intentado atraer la negociación que se está efectuando fuera del actual conjunto de plataformas definidas en la MiFID hacia los OTFs y otros sistemas organizados de negociación¹⁴.

En octubre de 2011, la Comisión ha remitido una nueva propuesta legislativa al Consejo y al Parlamento, incluyendo una nueva categoría de sistemas de negociación, los denominados *Organised Trading Facilities* (OTFs), que intenta dar respuesta tanto a las preocupaciones relativas a la contratación de derivados OTC como a la aparición de nuevas plataformas de negociación de acciones y otros activos financieros que no se contemplaban en la MiFID.

Tradicionalmente, la intermediación de transacciones de grandes volúmenes de acciones o de operaciones especiales sobre productos poco estandarizados se ha gestionado al margen de los mercados organizados aunque con sometimiento a sus reglas. Sin embargo, el tamaño de las operaciones de renta variable realizadas por esta vía está disminuyendo significativamente, por lo que órdenes que habitualmente se dirigían a mercados regulados y transparentes o se negociaban según sus reglas, se contratan en la actualidad en los mercados OTC en perjuicio de la correcta formación de los precios.

La Comisión Europea considera que la figura de los OTFs puede extender la transparencia de la negociación OTC e incrementar la competencia entre plataformas de negociación, aunque, como efecto negativo, también entiende que podría aumentar la fragmentación del mercado, con un posible efecto adverso en la formación de precios y en la protección de los inversores.

¹⁴ Ver contribución de Antonio Mas Sirvent, CNMV, «La fragmentación de mercados. La nueva figura de las Organized Trading Facility (OTF) para productos derivados OTC y otros activos financieros».



Los requisitos exigidos a los OTFs y a los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) en la nueva propuesta, en cuanto a transparencia, supervisión y organización, son similares a los de los Mercados Regulados, pero aún hay áreas en donde la regulación es más exigente para estos últimos, lo que otorga margen para la aparición de arbitrajes regulatorios al no someter a idénticas reglas de juego a centros de ejecución que compiten abiertamente (por ejemplo, un OTF y un SMN puede negociar un valor admitido en un mercado regulado pero no a la inversa).

La propuesta de modificación de MiFID se encuentra en fase de tramitación legislativa por el Consejo y por el Parlamento Europeo y su aprobación no va a ser sencilla por las muy diferentes opiniones que sobre los OTFs tienen los reguladores y supervisores europeos. Si bien todos ellos comparten la necesidad de aumentar la transparencia de las transacciones OTC, algunos se oponen a la creación de la figura de los OTFs al considerar que no aportan nada nuevo a los ya existentes SMNs y tienen el peligro de aumentar la fragmentación de los mercados.

En fin, con independencia de la solución que finalmente se adopte en torno a la creación de nuevas plataformas de contratación, parece que una forma de abordar los problemas que la negociación OTC plantea podría ser la de (i) incorporar algunas modificaciones en el concepto de mejor ejecución, (ii) avanzar en la consolidación de las cotizaciones (prenegociación) y (iii) restringir las excepciones a la transparencia en la prenegociación a las estrictamente necesarias.

De esta manera, se podría conseguir que los inversores minoristas participaran más ampliamente de los beneficios que el incremento de la competencia entre los sistemas de negociación derivado de la actual MiFID ya ha generado a los inversores profesionales. En este punto, tal como recientes estudios¹⁵ han puesto de manifiesto, la regulación de la MIFID solo ha supuesto ventajas a los inversores profesionales (globales) mientras

que los inversores minoristas no se han visto beneficiados por la aparición de nuevas plataformas de negociación.

A los problemas anteriores hay que añadir el impacto de los nuevos desarrollos tecnológicos sobre la contratación como una de las causas que motivan la actualización de la nueva propuesta MiFID (ver apartado 5.1.2 de este informe). Aunque los avances hayan permitido un desarrollo sin precedentes de la negociación, a su vez, pueden generar consecuencias negativas en la integridad de los mercados de valores. Esto ha sido motivo de preocupación entre los reguladores y supervisores de valores quienes ya en la cumbre del G20 de Seúl, pidieron al IOSCO que propusiera recomendaciones para promover la eficiencia de los mercados y mitigar los riesgos que los últimos avances tecnológicos puedan generar en el sistema financiero.

5.2.5. La post-contratación en los mercados de valores

El largo proceso seguido para la integración de la post-contratación de los mercados de valores en Europa –desde las nueve recomendaciones de 1988 del Grupo de los Treinta, a la identificación en 2001 de las quince barreras Giovannini, técnicas, fiscales y legales–, parece haber iniciado su cuenta atrás. La MiFID establece la superación de los monopolios basados en la integración vertical de los diferentes ámbitos de infraestructura que participan en la negociación de valores (contratación, compensación y liquidación) y la aplicación del principio de libre acceso de las entidades a los distintos sistemas europeos, si bien sujeta al establecimiento de mecanismos que garanticen la liquidación eficaz y económica de las operaciones¹⁶.

En ese proceso, la Comisión Europea había impulsado la autorregulación de la industria lo

¹⁵ Véase trabajo de Degryse, Jongy y Kervlez de la universidad de Tilburg.

¹⁶ Ver contribución de Miguel Moreno Cayetano, Banco Popular, «Últimos avances de la armonización de la Compensación y Liquidación de Valores europea».



que se concretó en la firma de un Código de Conducta de los sistemas centrales de registro y liquidación («CSD») europeos en 2006, que comprometió a los firmantes a desarrollar la transparencia en los precios de los servicios, la interoperabilidad entre sistemas y el diseño en tres infraestructuras diferenciadas: mercados, compensación, y liquidación y registro.

Aunque los desarrollos han sido escasos durante años, últimamente se han producido avances significativos, con la presentación el 15 de septiembre de 2010 de la propuesta de Reglamento sobre las infraestructuras de los mercados europeos (*European Markets Infrastructure Regulation* o «EMIR») y con el proyecto Target 2 Securities («T2S»), impulsado por el Eurosistema (BCE y Bancos Centrales nacionales), que ya ha finalizado su fase de especificaciones y está previsto que arranque en 2015.

EMIR

Este proyecto incluye aspectos muy relevantes del proceso de integración de las infraestructuras europeas de post-contratación, como son la fijación reglamentaria de un régimen común para las entidades de contrapartida central y las reglas para establecer su interoperabilidad. Su aprobación, prevista para finales de 2012, tendrá especial impacto sobre el diseño de la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores español, que debe contar con una nueva cámara de contrapartida central para compensar las operaciones de mercado sobre valores de renta variable (que resulta opcional para las operaciones OTC y para la renta fija).

Target 2 Securities (T2S)

Por otro lado, ante los lentos y discretos resultados del proceso de autorregulación impulsado por la CE (dificultado por las diferencias en los modelos de negocio de cada país y por los conflictos de interés derivados de la necesidad de eliminar barreras legales y fiscales), el Eurosistema

acordó en julio de 2008, el desarrollo de Target 2 Securities (T2S), para interconectar los sistemas nacionales del entorno euro, de modo que las operaciones transfronterizas se procesaran en similares condiciones a las que existen en el ámbito doméstico. Al igual que EMIR, este sistema tiene un enorme impacto sobre la reforma española, tanto en su diseño funcional, que debe ser compatible con el T2S, como en la definición y planificación de las fases en las que se efectuará dicha reforma.

En consecuencia, se puede afirmar que el proceso de integración de las estructuras de post-contratación es ya una realidad que será operativa a finales del 2015 y que se espera ofrezca a los inversores un sistema superior en cuanto a su seguridad. La adaptación de los sistemas de las entidades a las nuevas exigencias requerirá inversiones importantes, especialmente en el ámbito español que parte de soluciones técnicas diferentes a las de los estándares europeos. En este punto, queda abierto el debate sobre el momento de trasladar a los inversores la reducción de los costes operativos que resulten de la homogeneización y automatización de los procedimientos.

La reforma en España¹⁷

Los grandes rasgos de la reforma de la post-contratación en España se centran en lo siguiente:

- Se tratará de un sistema de liquidación por saldos, con interposición de una CCP que gestionará los riesgos y un sistema de garantías para la gestión de los incumplimientos.
- La firmeza de las instrucciones introducidas en el sistema, se acercará más al momento de la liquidación respecto del actual, si bien está aún por determinar el calendario exacto, que podrá ser específico para cada sistema.

¹⁷ Ver contribución de Ignacio Santillán Fraile, FOGAIN, «La reforma de la Compensación y Liquidación en España».

- Habrá una diferenciación entre las funciones de contratación, compensación, liquidación y registro, de forma que las entidades puedan ajustar su plan de negocio a aquel o aquellos elementos de la cadena de valor que consideren adecuadas.
- El sistema de registro de valores seguirá teniendo dos niveles, en el que corresponde a Iberclear el control del total de saldos y el registro de la titularidad de los que sean propiedad de sus entidades adheridas, y a las entidades adheridas a Iberclear el registro de titularidades de los valores propiedad de terceros. Este sistema de registro se coordinará entre Iberclear y sus entidades adheridas mediante un sistema normalizado de llevanza de cuentas de valores y un proceso de comprobaciones y conciliaciones frecuentes.
- El sistema se va a diseñar de forma que sea compatible con el sistema tecnológico, operativo y de mensajería de T2S.

El proceso de reforma emprendido es, sin duda, un proyecto de gran envergadura, enmarcado en el proyecto de convergencia regulatoria y operativa europea en materia de post-contratación, que necesariamente será complejo y costoso a corto plazo y del que se espera, en última instancia, que permita una reducción de los costes de liquidación de las operaciones. Es un proceso al que le queda aún un importante trabajo por delante y unos exigentes plazos de ejecución si se quiere que esté operativo en los plazos previstos, coincidiendo con el sistema T2S.

5.2.6. La mejora del gobierno corporativo de las entidades financieras: Especial referencia a las remuneraciones y a los *proxy advisors*

Remuneraciones de la Banca

Las inadecuadas remuneraciones de los máximos responsables de las entidades financieras es otro de los elementos que, a juicio del G 20,

de la Unión Europea y de un gran número de organismos internacionales, estuvo en los orígenes de la crisis financiera. De nuevo, pese a que en esta materia se han emitido un sinnúmero de normas y recomendaciones, lo cierto es que la cuestión sigue estando de actualidad, en particular en lo referente a las entidades con intervención pública.

El Observatorio del año pasado ya examinó los criterios incluidos en la guía de 10 de diciembre de 2010, sobre retribuciones aprobada por el CEBS en aplicación de la Directiva III de Requerimientos de Capital, que ha sido traspuesta y aplicada a lo largo de este año en la UE y particularmente en España. En la actualidad, la preocupación del regulador español se centra en la limitación de las remuneraciones en aquellas entidades sujetas a intervención y ayuda pública. El reciente Real Decreto-Ley 2/2012, de saneamiento del sector financiero, ha sido el que finalmente ha concretado en nuestro país un conjunto de reglas claras, cuantitativas e imperativas para abordar la regulación de las retribuciones de dirigentes de entidades que han percibido ayudas o préstamos públicos.

La nueva norma establece para las entidades participadas mayoritariamente por el Fondo de Reestructuración y Ordenación Bancaria (FROB): (i) la imposibilidad de que existan remuneraciones variables y (ii) limita la retribución máxima de los consejeros a 50.000 euros y a 300.000 euros la de los máximos directivos. Para las entidades financiadas por el FROB se prevé: (i) la posibilidad de remuneración variable sólo si se justifica en un período de tres años y (ii) limitar la retribución máxima de los consejeros a 100.000 euros y a 600.000 euros para los máximos directivos.

Esta regla supone una incursión en una materia que hasta el inicio de la crisis se había considerado como propia de la esfera privada de las entidades, al fijar el importe máximo de las retribuciones de sus responsables y atribuir al Ministro de Economía y Competitividad la determinación de los criterios para fijarlas dentro de los límites establecidos.

A juicio de este Observatorio, la retribución de los altos cargos de las entidades de crédito es un asunto que ha venido causando una gran controversia social que restaba legitimidad a las duras reformas en curso. Aun no siendo este Observatorio partidario de la regulación de materias que, en circunstancias ordinarias, deben pertenecer a la esfera privada de las entidades, la medida adoptada da solución a un problema que las propias entidades, pese a los apercibimientos previos, no habían sabido gestionar; no dejando otra vía, ante la falta de autorregulación, que su limitación.

Los Proxy advisors

Los *proxy advisors* juegan un papel clave en el proceso de voto de los accionistas institucionales en las sociedades cotizadas, al inducir el sentido de sus votaciones o al ejercer directamente este derecho en su representación. Su influencia ha venido aumentando cada año sin que sus funciones estén sujetas a regulación ni supervisión.

Por esta razón, existe un sentimiento entre las sociedades cotizadas de que es urgente establecer una regulación que garantice que estas empresas basan sus recomendaciones e investigaciones en información precisa, actualizada y fiable y que fije reglas que incrementen la transparencia sobre sus procedimientos, metodologías y conflictos de interés¹⁸. Además debería mantenerse un registro público de todas sus recomendaciones y decisiones de voto.

Por otra parte, es preciso un diálogo profundo entre los *proxy advisors* y las propias entidades cotizadas que les permita conocer la realidad local de cada jurisdicción y, de esa manera, adecuar sus criterios a la realidad corporativa y la práctica de los mercados en los que se desen-

¹⁸ Interesa señalar la necesidad de gestionar y conocer los potenciales conflictos de interés que la función de los proxy advisors conlleva, que tiene una expresión concreta en la actuación de aquellos que proporcionan servicios de consultoría o evaluaciones de la gestión empresarial a las empresas respecto de las que recomiendan el voto.

vuelven las empresas respecto de las que ejercen el voto. Este diálogo permitiría que las recomendaciones de los *proxy advisors* pudieran tratarse en las Juntas Generales de Accionistas, lo que normalmente no es posible ya que sus propuestas se conocen después de que los emisores hayan hecho público su orden del día.

5.3. CRECIMIENTO SOSTENIBLE

Bajo este epígrafe relativo a la sostenibilidad del sistema financiero se incluyen, entre otras, las propuestas destinadas a garantizar una protección adecuada del usuario minorista de servicios financieros dentro de la UE, que se centran en la revisión de las normas de conducta de la MiFID, y en la extensión de los estándares de protección de esta Directiva al ámbito bancario. Asimismo, se integra en esta rúbrica la modificación de la Directiva de Abuso de Mercado conocida como MAD II.

5.3.1. La protección del usuario minorista europeo de servicios financieros

Como ya se ha mencionado anteriormente, existe una amplia opinión favorable a extender los criterios MiFID, propios del ámbito de valores, a los sectores de banca y de seguros poniendo el énfasis en que la protección ofrecida se gradúe según la tipología del inversor, independientemente de la clase de producto que se le ofrezca y del sector de la actividad financiera en que la contratación se produzca.

De esta forma, el regulador europeo busca incrementar los parámetros de protección del cliente minorista de forma homogénea en todo el ámbito financiero, lo que se considera clave para devolver la confianza a los mercados e impulsar su recuperación. La propia JERS ha indicado públicamente que la comercialización de productos complejos a inversores minoristas por parte de las instituciones financieras es una fuente de preocupación y debe ser objeto de revisión. En esta idea hay que enmarcar las propues-



tas de revisión de la Directiva MiFID, en lo que respecta a normas de conducta, la nueva propuesta de Directiva para regular el crédito para bienes inmuebles de uso residencial y la denominada iniciativa «*Retail Distribution Review*» («RDR») en el Reino Unido.

5.3.2. Las normas de conducta en MiFID II

La propuesta de la Comisión Europea sobre la modificación de la Directiva MiFID, publicada el pasado 20 de octubre de 2011 (MiFID II), ha planteado numerosas novedades para la industria financiera en materia de normas de conducta¹⁹.

Entre los aspectos más controvertidos se encuentran la limitación de los incentivos y el incremento de las obligaciones para comercializar productos complejos.

La prohibición del pago o cobro de incentivos abarca (i) la prestación del servicio de gestión discrecional e individualizada de carteras y (ii) el denominado «asesoramiento independiente», una nueva categoría de servicio introducida por esta norma.

Para el servicio de gestión de carteras, MiFID II establece una prohibición clara y absoluta de cobrar incentivos. Parece pues que, de prosperar el borrador de texto actual, la prestación de este servicio habrá de ser retribuida exclusivamente por el cliente sin posibilidad de que los gestores obtengan retrocesiones de ninguna naturaleza (comisión de gestión, *brokerage*, etc.) que complementen sus ingresos directos, lo que afectaría a los modelos de gestión de carteras más usualmente aplicados en nuestro mercado.

En el ámbito del asesoramiento financiero la nueva propuesta MiFID II, distingue entre «asesoramiento independiente» y «asesoramiento» sin más.

En el primer caso queda prohibido el cobro de incentivos y además es necesario que se infor-

me al cliente de que el asesoramiento se presta en base a principios de independencia y análisis justo del mercado, y de que la recomendación se ha realizado tras el análisis de un número suficientemente amplio de instrumentos financieros.

Por el contrario, en el segundo caso la entidad debe informar al cliente de que el servicio es de mero asesoramiento –se cumpla o no el requisito de evaluar una amplia selección de instrumentos financieros–, y podrían cobrarse retrocesiones, si bien informando al cliente sobre las mismas.

Por último, para la comercialización de instrumentos financieros y del servicio de sólo ejecución podrá continuarse la práctica de cobro y pago de incentivos, cumpliendo las obligaciones de transparencia que establece la normativa.

En fin, la propuesta de MiFID II sobre la prohibición de los incentivos afectará a los modelos de negocio de las entidades de banca privada, gestoras y asesores, y requiere una reflexión estratégica a los efectos de realizar un posicionamiento en la prestación de este servicio.

El otro aspecto relevante de MiFID II en lo referente a normas de conducta, es el del incremento de información que ha de facilitarse al inversor minorista en el caso de venta de instrumentos calificados como complejos lo que, unido a la nueva definición de instrumentos no complejos –que se limita a acciones cotizadas en mercados regulados, renta fija cotizada, instrumentos puros del mercado monetario y UCITS que no incorporen estructuras–, determina un mayor grado de protección para los inversores minoristas.

5.3.3. El asesoramiento en la *Retail Distribution Review* («RDR»), en Reino Unido

En marzo de 2010, la Financial Services Authority («FSA») publicó dentro de su iniciativa *Retail Distribution Review* («RDR»), cuya finalidad es revisar las normas de protección de los clientes minoristas, nuevas normas que afectarán a la prestación del servicio de asesoramiento por parte de las entidades a partir de diciembre de

¹⁹ Ver contribución de Patricia Rodríguez Fernández de Castro, AEB, «La reforma de la MiFID: Protección del inversor».

2012. Esta propuesta constituye otro ejemplo de la actual preocupación de los supervisores de incidir en la necesidad de reforzar la protección del minorista.

El ámbito de aplicación del RDR no coincide exactamente con el de la Directiva MiFID. De una parte, porque las normas contenidas en el RDR se refieren sólo a clientes minoristas (excluyendo a los que hayan sido clasificados como profesionales o contrapartes elegibles) y, de otra parte, porque afecta sólo al servicio de asesoramiento pero respecto de un mayor número de productos –los productos denominados «*retail investment products*»– que van más allá de los instrumentos financieros MiFID, al incluir también productos de seguros o bancarios.

La finalidad del RDR es la de aumentar la protección e información de los clientes minoristas en relación con el coste y la naturaleza de las recomendaciones de inversión que reciben de las entidades financieras. La nueva regulación prohíbe a las entidades el cobro de retrocesiones por la recomendación de productos específicos. En este sentido, el cliente conocerá con anterioridad a la prestación del servicio de asesoramiento el coste del mismo y que las recomendaciones son idóneas para cubrir sus necesidades, sin que otros factores externos puedan influir a la hora de recomendar un producto concreto.

Una de las principales novedades que incorporará el RDR es que, a partir de diciembre de 2012, las entidades deberán informar a sus clientes sobre el tipo de asesoramiento que le están prestando, que podrá ser «*independent advice*», asesoramiento independiente, o «*restricted advice*», asesoramiento restringido. Esta clasificación, aunque es similar, no coincide con la que realiza la Comisión Europea en la Propuesta de modificación de la Directiva MiFID publicada en octubre de 2011 de «asesoramiento independiente» y «asesoramiento» (sin más). A diferencia de la Propuesta MiFID II, las normas para la prestación del servicio de asesoramiento del RDR prohíben en todo caso la percepción de retrocesiones por la recomendación de productos, mientras que en MiFID II únicamente se

prohíben en el supuesto que se preste «asesoramiento independiente».

De acuerdo con los estudios que se han realizado sobre los impactos de la entrada en vigor del RDR, se prevé que más de un 15% de las entidades financieras en Reino Unido opten por dejar de prestar el servicio de asesoramiento. Este planteamiento restrictivo de la prestación del servicio de asesoramiento se basa principalmente en la prohibición de percibir retrocesiones y en que únicamente el 8% de clientes pagan actualmente o estarían abiertamente dispuestos a pagar comisión en concepto de asesoramiento.

5.3.4. La extensión de MiFID a los servicios bancarios: Directiva sobre contratos de crédito para bienes inmuebles de uso residencial²⁰ y la Orden de Transparencia

Un exponente claro de la tendencia de aplicar estándares MiFID a los productos bancarios es la propuesta de Directiva del Parlamento europeo y el Consejo sobre contratos de crédito para bienes inmuebles de uso residencial, publicada en el primer trimestre de 2011.

La justificación aducida para abordar la nueva regulación se basa en que, en los últimos años, la concesión inadecuada de préstamos hipotecarios excesivos, ha sido la causa de que muchos ciudadanos de la UE se encuentren con graves dificultades para afrontar sus deudas. En 2008, el 16% de la población tenía dificultades para pagar sus facturas y el 10% de los hogares se retrasaban en sus pagos. Esta situación ha continuado empeorando lo que ha incrementado el número de ejecuciones hipotecarias en los últimos años. Por estos motivos se impulsa el nuevo proyecto de Directiva que pretende crear un régimen armonizado en la UE para la concesión de hipotecas.

²⁰ Propuesta de DIRECTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO sobre los contratos de crédito para bienes inmuebles de uso residencial Bruselas, 31.3.2011 COM (2011) 142 final. 2011/0062 (COD).

La propuesta se presenta en coherencia con dos de los objetivos principales de la UE. El primero se corresponde con el papel de la Comisión Europea a quien incumbe actuar para desarrollar un mercado interior con un elevado grado de libertad para la prestación de servicios, para de esta forma fomentar un mercado de crédito, eficiente y competitivo. En el caso de las hipotecas sobre bienes inmuebles residenciales, este mercado está muy lejos de ser realidad, pues diversos obstáculos se oponen a la libre prestación de servicios.

El segundo consiste en garantizar la protección de los consumidores gracias a normas comunes en materia de información precontractual, asesoramiento, evaluación de solvencia del prestatario y reembolso anticipado que garanticen un funcionamiento más responsable de los mercados de crédito hipotecario.

Asimismo, la propuesta es coherente con otra legislación en materia de protección del consumidor y supervisión prudencial. La Directiva de crédito al consumo de 2008, adoptada con el deseo de aumentar la protección del consumidor y facilitar la integración del mercado de crédito al consumo.

Con estos objetivos, la Propuesta de Directiva viene a establecer una normativa preventiva que incide fundamentalmente en la información que debe recibir el prestatario antes de firmar el préstamo para asegurar que las condiciones sean más transparentes y estén mejor adaptadas a los conocimientos financieros reales del prestatario. Es decir, al igual que en MiFID se refuerzan las exigencias de información precontractual al cliente y el conocimiento de la capacidad financiera del cliente.

Otro paralelismo con MiFID se encuentra en la obligación y responsabilidad de los prestamistas e intermediarios de crédito de valorar la solvencia y capacidad de reembolso del consumidor y, en particular en la necesidad de evaluar el perfil del cliente en consideración a criterios tales como sus ingresos, ahorros, deudas y otros compromisos financieros.

Pero tal vez la mayor similitud entre ambas Directivas se encuentra en la introducción de una

serie de reglas en la Directiva sobre contratos de crédito para bienes inmuebles con el fin de garantizar que siempre que se ofrezca asesoramiento sobre estos contratos, el prestatario tenga claro que efectivamente se trata de asesoramiento, y que éste se adecua al perfil del prestatario.

La propuesta de Directiva establece, por último, principios para autorizar y registrar a los intermediarios en la concesión de créditos, empresas que ofrecen información y asistencia a los consumidores que buscan un crédito hipotecario y que a veces celebran acuerdos hipotecarios en nombre del prestamista. Se pretende crear un régimen de «pasaporte» para estos intermediarios de créditos de forma que, una vez hayan sido autorizados en un Estado miembro, puedan ofrecer sus servicios en todo el mercado interior.

En nuestro país, la Orden de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios («Orden de Transparencia»), se ha adelantado a la transposición de la citada Directiva y viene a introducir nuevas obligaciones que habrán de ser observadas por las entidades de crédito en la prestación de servicios bancarios, incluida la concesión de hipotecas, con la finalidad de incrementar la protección de sus clientes minoristas personas físicas.

Son muchas las obligaciones sobre depósitos, hipotecas, créditos y demás servicios bancarios de esta norma que recuerdan a los requerimientos de la Directiva MiFID. Entre ellos, la necesidad de reforzar la información precontractual, la de evaluar la solvencia del cliente –con una finalidad no meramente de *scoring* sino de adecuación del servicio bancario ofertado a su perfil– o la de ofrecer explicaciones adecuadas sobre los servicios propuestos. Tal vez, de entre estas similitudes, la más destacable sea la introducción, por primera vez en nuestro ordenamiento jurídico, del concepto del asesoramiento en materia bancaria que se define, de forma prácticamente idéntica a la prevista por la Directiva MiFID, como «toda recomendación personalizada que la entidad haga para un cliente concreto respecto a uno o más servicios bancarios disponibles en el mercado».



Al margen de la propia definición del asesoramiento, que ha alcanzado un amplio consenso y goza de cierta claridad en el ámbito MiFID, la configuración concreta del nuevo servicio respecto del mercado bancario resulta confusa ya que parece referirse tanto a productos de la propia entidad que asesora como a la oferta de servicios de terceros, lo que es improbable que llegue a ocurrir en la práctica.

5.3.5. La mejora de la prevención del abuso de mercado: MAD II

La Directiva de Abuso de Mercado sirvió para armonizar conceptos y reglas sobre abuso de mercado y fortalecer la cooperación entre los reguladores europeos. Sin embargo, siete años después de su aprobación, se ha hecho patente la necesidad de reformarla a pesar de ser la primera regulación europea completamente elaborada por el procedimiento Lamfalussy y contar con un amplio desarrollo en normas y recomendaciones de nivel inferior. La revisión de las normas se justifica fundamentalmente por dos motivos: (i) la existencia de nuevos productos y mercados que no existían al tiempo de su aprobación y (ii) la excesiva carga normativa sobre ciertos emisores de valores y, singularmente, sobre las pequeñas y medianas empresas.

La nueva propuesta de regulación se justifica en los siguientes argumentos²¹:

a) La sorprendente falta de armonización del régimen sancionador en los distintos Estados en materia de abuso de mercado y en su efectiva aplicación. En materia de información privilegiada había legislaciones que no contemplaban sanciones administrativas, otras que no contemplaban medidas económicas (multas) e incluso una que no contemplaba medidas de carácter penal. Lo mismo podía decirse en materia de manipulación de cotizaciones, siendo aquí cuatro las

legislaciones que no preveían sanción penal en esa materia. También la cuantía de las posibles multas era muy divergente entre unos países y otros: desde un máximo de 1.200 € a personas físicas, a cuantías ilimitadas, según el país en cuestión.

b) El nacimiento de nuevos centros de contratación, como los Sistemas Multilaterales de Negociación, ha generado que unas jurisdicciones hayan extendido las normas de abuso de mercado a esos centros y otros no.

c) La utilización generalizada de ciertos instrumentos financieros en la actual crisis económica y financiera, como los CDS sobre deuda soberana.

d) La necesidad de adaptar la MAD a la MiFID y de extender la primera a los instrumentos derivados, como se definen en MiFID.

La consulta de la Comisión Europea de julio de 2010 sobre la reforma de la Directiva de Abuso de Mercado propone incluir, junto a la definición de «manipulación de mercado» la de «tentativa de manipulación de mercado», lo que es especialmente oportuno si se tiene en cuenta que tal delito no está siempre tipificado penalmente, como ocurre en España.

Aunque la capacidad sancionadora es nacional, la MAD requiere a los Estados miembros que aseguren la imposición de sanciones y medidas administrativas efectivas, proporcionadas y disuasorias, sin perjuicio del derecho de los Estados miembros a sancionar penalmente. Ese refuerzo del régimen sancionador no parece necesario en España, que cuenta ya con un régimen sancionador eficaz y riguroso.

Con un retraso de casi un año sobre la fecha prevista, la Comisión Europea presentó el 20 de octubre de 2011 una propuesta de Reglamento de la regulación de Abuso de Mercado, que obedece a los propósitos señalados. Junto a la Propuesta de Reglamento se ha elaborado también una Propuesta de Directiva en la materia, con el ánimo de asegurar la persecución penal de las infracciones en materia de información privilegiada y de abuso de mercado, habiéndose planteado por algunos si la regulación penal podría

²¹ Ver contribución de Gonzalo Jiménez-Blanco, Ashurst, «Revisión de la Directiva de Abuso de Mercado, Mark II».

conllevar la inaplicación del régimen administrativo sancionador en la materia, con el riesgo que ello supondría para la eficacia de la actuación supervisora.

5.3.6. Incrementar la responsabilidad de los agentes de los mercados

Una de las manifestaciones de la tendencia a incrementar la responsabilidad de los distintos agentes del mercado frente a los inversores es, además de las normas previstas para las agencias de calificación crediticia, la nueva regulación de la responsabilidad del depositario²².

Se sustituye el sistema de responsabilidad basado en la culpa por otro de responsabilidad cuasi objetiva incluido en la Directiva de Gestores Alternativos («AIMF»), que configura el deber de diligencia del depositario como una obligación de resultado. En nuestra opinión, tal opción legislativa puede traer consecuencias muy perjudiciales para los depositarios, y por extensión para el conjunto de la industria de inversión colectiva, incluidos los inversores, por las razones que a continuación señalamos.

Si bien inicialmente el nuevo sistema se aplica sólo a los depositarios de los fondos alternativos en virtud de la AIMF, está prevista su extensión a los depositarios de fondos UCITS o fondos armonizados, tan pronto como se apruebe la Directiva UCITS V.

Es cierto que el texto final de la Directiva AIMF ha limado los aspectos más criticables de la propuesta inicial de la Comisión, pero aún así sigue atribuyendo a los depositarios una responsabilidad cuasi objetiva en el caso de pérdida de los instrumentos «custodiables». La Directiva sólo permite al depositario exonerarse de responsabilidad (i) en el supuesto que la pérdida obedezca a una causa objetiva e inevitable, fuera del con-

trol del depositario y (ii) en el caso de subcustodia, cuando exista una causa objetiva para ello y el subcustodio asuma la responsabilidad contractualmente, lo cual es muy difícil en la práctica. Adicionalmente a este régimen tan estricto, la Directiva establece un sistema de inversión de la carga de la prueba que atribuye al depositario probar que ha concurrido la causa de exoneración.

El que la Directiva haya consagrado –como regla general para los supuestos de pérdida de los instrumentos «custodiables»– un sistema de responsabilidad cuasi objetiva, plantea los siguientes inconvenientes que no compensan a juicio de este Observatorio una hipotética mayor protección del inversor:

- La solución implica instaurar un sistema de responsabilidad sin culpa, objetivamente injusto, ajeno a la tradición jurídica española y continental, que sólo cabía exceptuar en casos de ejercicio de actividades peligrosas.
- El actual patrón de responsabilidad de la directiva UCITS permite exigir a los depositarios estándares elevadísimos de diligencia y hacerles responder, aún en los casos de culpa levisima (ya que ésta también implica un «*unjustifiable failure*»). Los sistemas de responsabilidad por culpa establecen estándares elevados de diligencia exigible cuando se trata de profesionales. Como vimos, antes de los casos Lehman y Madoff, dicho patrón no creaba ningún problema.
- La regla de la Directiva UCITS además permite a los jueces, en caso de concurrencia de culpas, buscar la solución más adecuada en cada caso.
- El articular la responsabilidad de los depositarios en base a considerar su actividad como una obligación de resultado y no de medios no tiene parangón en la regulación (prudencial y/o de protección al cliente) aplicable a las entidades financieras, estableciendo una situación de excepcionalidad para el caso de los depositarios difícilmente justificable.

²² Ver contribución de Gregorio Arranz Pumar, Consultor, «La responsabilidad de los Depositarios de IIC. UCITS IV y Directiva de Gestoras de Fondos de Inversión Alternativa».

- El nuevo sistema convierte de hecho a los depositarios en entidades aseguradoras, con notable encarecimiento de sus costes, lo que terminará repercutiendo a los fondos (y sus inversores) a quienes se acabarán trasladando los costes, así como incrementará el riesgo sistémico dado que el encarecimiento de la función expulsará del mercado a un gran número de depositarios, reduciendo la competencia y concentrando una función tan importante como la custodia de activos en un número reducido de entidades.

Por todo ello a nuestro juicio, la aprobación de las normas de Nivel II debería contribuir a mitigar –en la medida de lo posible– el régimen de responsabilidad de la Directiva y, en este sentido se pronuncia la ESMA en su documento de asesoramiento sobre medidas de Nivel II en el que establece la necesidad de buscar un equilibrio entre la protección del inversor y el régimen de responsabilidad del depositario de manera que éste no asuma toda la responsabilidad. El citado texto de ESMA parece ir en la dirección correcta, especialmente al acotar mucho el concepto de pérdida de instrumento custodiable y propugnar una interpretación relativamente amplia de lo que debe entenderse por un «suceso externo fuera del control del depositario», así como de la causa objetiva para delegar la responsabilidad en el subcustodio. La futura norma debería además hacerse eco de la petición que la industria hace de que la quiebra del subcustodio se entienda como un suceso externo fuera de control del depositario.

5.3.7. La necesaria armonización de las políticas fiscales y regímenes sancionadores en la UE

Adoptar políticas fiscales sostenibles y que fomenten el crecimiento en el seno de la UE continúa siendo una tarea pendiente. El panorama se ha agravado con la reciente reticencia del Reino Unido a alinearse con el resto de la UE en materia de política fiscal bajo pretexto de que las líneas de acción que se dibujan en la Unión

–especialmente la denominada tasa Tobin– pueden ser contrarias a los intereses de la City londinense.

Con el fin de conseguir o mantener la credibilidad del mercado financiero único resulta sin embargo preciso insistir en la promulgación de políticas fiscales coordinadas, sin perjuicio de permitir a los distintos Estados miembros un cierto margen de actuación para atender a problemas o circunstancias particulares. Lo mismo debe predicarse de la armonización de los regímenes sancionadores en la Unión, habiendo sido muy tímidos los avances desde que hayan transcurrido ya casi dos años desde que se anunciara por la Comisión Europea la necesidad de dar prioridad a esta materia.

5.4. LAS MEDIDAS EXTRAORDINARIAS DE GESTIÓN DE LA CRISIS: IMPACTO EN LA ECONOMÍA REAL

5.4.1. Medidas de política monetaria

Las sucesivas crisis financieras que hemos venido padeciendo, y la consiguiente recesión, han exigido medidas de política monetaria no convencionales. Desde el principio de la crisis los principales Bancos Centrales coincidieron en la necesidad de ofrecer una respuesta extraordinaria por parte de la política monetaria, que excediera de la mera actuación sobre los tipos de interés. Se puso de manifiesto que resultaba imprescindible ampliar los balances de los Bancos Centrales, a la vista del grave deterioro de algunos elementos esenciales del mecanismo de transmisión de los impulsos monetarios.

Entre estas medidas destaca la política del Banco Central Europeo (BCE) de «apoyo reforzado al crédito». Más concretamente, la estrategia del BCE se ha centrado en las siguientes acciones:

- responder a las necesidades de liquidez de las entidades de crédito empleando un procedimiento de subasta a tipo fijo;
- ampliar temporalmente los activos de garantía o colateral admisibles;

- ampliar los plazos de vencimiento de las operaciones de financiación y
- suministrar financiación en las divisas más relevantes;

En conjunto, las medidas excepcionales adoptadas han demostrado ser sólo parcialmente efectivas. Estas medidas han inyectado un nivel adecuado de liquidez en el sistema bancario de la zona del euro a unas condiciones favorables, atenuando las tensiones existentes y subvencionado de manera indirecta la deuda pública de los Estados miembros (a través de la aceptación del colateral consistente en deuda soberana aportada por los bancos que acuden a las subastas de liquidez) pero no han desembocado en un incremento notable de créditos para las empresas y las familias.

No cabe duda de que en Europa existe un nivel de endeudamiento excesivo y que el proceso de ajuste (desapalancamiento) va a ser inevitablemente lento, por lo que tendremos que acostumbrarnos a una etapa de crédito escaso y más caro.

El BCE ha centrado sus medidas, como se ha visto, en aportar liquidez a los bancos considerando la importante función que estos desempeñan y sin duda, pese a que su efecto en el crédito no ha sido relevante, esta actuación ha servido para mitigar situaciones de tensión en el sistema bancario europeo que de otra forma podrían haber desembocado en consecuencias adversas. En todo caso, a juicio del Observatorio, este tipo de medidas extraordinarias son positivas, ya que han permitido ganar tiempo mientras los mercados permanecían cerrados a la financiación bancaria, pero han de ser temporales. En el futuro, el sistema financiero, fruto de las nuevas regulaciones, deberá ser capaz de proporcionar financiación a empresas y familias de manera estable sin necesidad de contar con impulsos externos.

5.4.2. Las medidas de ayuda a las entidades financieras (apoyos públicos)

A lo largo de estos últimos años, los distintos gobiernos europeos han adoptado, primero de

forma descoordinada y proteccionista, y posteriormente con mayor coherencia, distintas iniciativas para estabilizar el sector bancario y, en la medida de lo posible, intentar mitigar la contracción del crédito. De esta forma, los países miembros han materializado sus ayudas mediante recapitalizaciones, sistemas de protección de activos y prestación de garantías a las emisiones de las entidades bancarias europeas.

Existe un amplio consenso en que las diferentes medidas adoptadas no deberían, en primer término, causar injerencias en la libre competencia dentro de la UE y en segundo lugar en que la carga para las finanzas públicas debe reducirse al mínimo y en este sentido el BCE ha dictado una serie de recomendaciones sobre la fijación de los precios de la recapitalización y de las garantías prestadas de los gobiernos.

La recapitalización de los bancos se ha realizado a velocidades distintas dentro de la Unión. En particular, en nuestro país el proceso de reestructuración del sector financiero (en lo referente a capacidad instalada y tamaño del sector) se encuentra en plena ejecución con una cifra relativamente baja de inyección de capital público. Por el contrario en otros países europeos las ayudas públicas han sido muy relevantes pero aún está pendiente una verdadera reestructuración del sector.

En España, la reforma se ha centrado en la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) y en el recientemente publicado Real Decreto-Ley 2/2012 que contiene una batería de medidas llamadas a sanear en un corto periodo de tiempo los activos inmobiliarios de los bancos y a incentivar la consolidación de nuestras entidades de crédito en unos pocos meses.

Evidentemente no puede hacerse aún una evaluación de los impactos que el nuevo Real Decreto-Ley producirá pero *a priori* parece que se configura, por su alcance y decisión en la definición de las medidas, como un instrumento idóneo para el saneamiento del sistema financiero (al exigir importantes dotaciones por la exposición al sector inmobiliario). Esta medida persi-

que corregir algunos desequilibrios financieros generados por la burbuja de crédito y exige sacrificios y ajustes en el corto plazo que garanticen y fortalezcan la posición del sector financiero español. Algunos de ellos pueden inicialmente generar menor crecimiento de la actividad, pero su adopción, además de necesaria, será beneficiosa para el empleo y para la actividad en el futuro.

Sin embargo, se plantean algunas dudas respecto a la eficacia de las medidas para avanzar en la integración de entidades por las dificultades para apoyar estos procesos con esquemas adecuados de protección de activos.

6. LA SUPERVISIÓN: LAS NUEVAS AUTORIDADES SUPERVISORAS EUROPEAS CUMPLEN SU PRIMER AÑO

Como se ha visto a lo largo del presente informe, la reforma financiera anunciada como consecuencia de la crisis dista en mucho de poder considerarse concluida. Siendo muy abundantes las iniciativas en curso resulta, sin embargo, que las materias que se fijaron en su día como realmente críticas aún no han cristalizado en propuestas normativas que resulten a la fecha aplicables, salvo en contadas excepciones. En cambio, la creación de las nuevas Autoridades Supervisoras Europeas, sí ha cumplido con el calendario previsto.

Desde el 1 de enero de 2011, se ha puesto en marcha un nuevo Sistema Europeo de Supervisión Financiera («SESF») integrado por tres Autoridades de supervisión microprudencial («AES») una por cada sector financiero («ESMA» «EBA» y «EIOPA») y la Junta Europea de Riesgo Sistémico («JERS»), encargada de la supervisión macroprudencial en el conjunto de la UE.

El hecho de que, por lo menos, la reforma de la supervisión haya avanzado en los plazos inicialmente previstos, es de por sí, un elemento positivo ya que, a juicio de este Observatorio, las causas de la crisis no radicaban únicamente en una insuficiente o defectuosa regulación sino que también traían su origen, en buena medida, en las deficiencias de la supervisión.

Tal y como se indicaba en la edición previa de este trabajo las nuevas autoridades microprudenciales de la UE gozan de mayores competencias y capacidad de intervención que sus predecesores, lo que nos parece muy positivo ya que evita la posible inactividad de los supervisores locales en aras a la protección de su propia industria. De hecho, las autoridades comunitarias han puesto de manifiesto que una de las causas de la crisis se encuentra en una actitud en exceso complaciente de los supervisores locales con el ánimo de no penalizar a las entidades bajo su jurisdicción frente a los competidores procedentes de terceros países. Por ello, el contar desde enero de 2011 con nuevas autoridades con competencias reforzadas para lograr la coordinación y armonización de las reglas del juego en la UE y con facultades de intervención en caso de deficiencias por parte de los supervisores nacionales, constituye de por sí un importante avance que debe ponerse de manifiesto.

Lograr la ansiada recuperación económica y la vuelta a la normalidad en los mercados financieros depende más de la firmeza con que se ejerza la labor supervisora que de la proliferación de nuevas normas. Depende también, tal y como se ha mencionado a lo largo de este trabajo, de la capacidad para buscar respuestas coordinadas y coherentes a nivel internacional frente a problemas que tienen alcance global. Por todo ello, resulta primordial que los planes de trabajo de las nuevas autoridades europeas se diseñen con el máximo cuidado y de forma coordinada no solamente entre ellas, sino también con otras instituciones similares de los principales centros financieros y organismos supranacionales. Resulta necesario que los supervisores cooperen y, en la medida de lo posible, suplan a través de su actuación y de su labor de fijación de criterios y recomendaciones los *gaps* que en muchas ocasiones se observan en la regulación financiera y en su aplicación local.

CONCLUSIONES

Esta sexta edición del Observatorio coincide con una de las situaciones más complejas desde su



creación y, probablemente, desde el propio nacimiento de la UE.

Lo que se inició como una crisis inmobiliaria que fue seguida por otras sucesivas de carácter financiero, económico, de divisas y de deuda soberana ha devenido en una crisis marcadamente política que está afectando a la propia gobernabilidad de la Unión Europea (UE) y a su moneda, el euro.

En este contexto, las conclusiones de este Observatorio sobre la evolución de la reforma de los mercados financieros europeos y su incidencia en la construcción del mercado único europeo tienen el carácter de complementarias de los necesarios ajustes políticos pendientes y pueden verse oscurecidas por la importancia de los problemas existentes.

Sin embargo, la culminación de las reformas proyectadas al inicio de la crisis, aún en muchos casos pendientes, resultan claves para restablecer la confianza en los mercados y alejarnos de los riesgos de sufrir nuevas crisis que nos desvíen del proyecto europeo.

Las conclusiones y recomendaciones del trabajo de este año se pueden refundir en el siguiente decálogo:

1. Sobre la necesidad de mejorar la coordinación entre políticas locales para atender a problemas globales: o la regulación es global o resulta inaplicable

Pese a que la crisis puso de manifiesto el carácter global de los mercados financieros, las aproximaciones seguidas en los distintos foros intervinientes para resolver los problemas identificados entonces han perdido el carácter global.

Las diferentes propuestas normativas en curso en la UE siguen entrando en conflicto, tanto con posturas locales de países miembros como con el enfoque seguido en los Estados Unidos. Perviven intereses particulares de países y regiones frente a la necesidad de buscar respuestas coordinadas para afrontar retos cuyas consecuencias exceden de las fronteras de un país o grupo de países.

Como consecuencia de ello, la agenda del G20 diseñada en el entorno post-crisis, de forma unánime y consensuada, lejos de materializarse en respuestas normativas alineadas y globales se ha diluido y fragmentado atendiendo a intereses locales. Han transcurrido cuatro años desde los primeros consensos sobre la reforma a acometer y aún son muchas las propuestas que no han podido prosperar.

2. Sobre la falta de seguridad jurídica

En los últimos años hemos visto una intensificación en la regulación en materia financiera que si bien puede tener una justificación razonable, dados los graves desequilibrios que se han puesto de manifiesto a raíz de la crisis, ha resultado excesiva por cuantiosa y errática por falta de una dirección clara.

A ello hay que añadir que antes de que las normas estén completamente desarrolladas, se inicia, en pleno proceso de implantación, la tramitación de nuevos proyectos que las modifican (MiFID y MiFID II, UCITS IV y UCITS V, Basilea II y Basilea III) lo que agrava la situación de inseguridad e invalida parte de los esfuerzos realizados para su implantación.

3. Sobre la oportunidad temporal de la regulación

Asistimos en estos últimos años a un considerable exceso de regulación financiera, en algunos casos promovidas para modificar normas que han tenido un escaso periodo de vigencia, que incrementa la dificultad de su cumplimiento y los costes de transacción. Asimismo, los diferentes orígenes de las profusas normas genera una falta de consistencia entre ellas que igualmente dificulta su observancia. Un análisis conjunto del acervo normativo existente resulta necesario para paliar los impactos negativos que puedan derivarse del exceso de regulación.

Por otra parte, el marcado carácter procíclico de algunas regulaciones acentúa la naturaleza ya



de por sí cíclica de la actividad financiera. Por ello, se debería evitar la publicación de normas, proyectadas para ser implantadas en un entorno económico más favorable, con demasiada anticipación a su entrada en vigor, como es el caso de Basilea III. En la práctica, las entidades financieras, que están expuestas al escrutinio del mercado, se ven forzadas a adelantar el cumplimiento de esos requisitos, agravando sus dificultades actuales, cuando precisamente la finalidad de establecer una entrada en vigor ampliamente diferida es hacer posible su aplicación de forma paulatina y gradual.

Las propuestas de regulación en curso están excesivamente orientadas a prevenir crisis futuras y no a resolver o facilitar la salida de la actual. Evidentemente debe aprenderse del pasado y evitar la repetición futura de los mismos episodios sin perder de vista que el objetivo prioritario debe ser resolver los problemas actuales.

4. Sobre el proceso de integración de los mercados financieros en Europa

La inestabilidad financiera que ha tenido lugar en el 2010 ha supuesto un retroceso en el proceso de integración hacia un mercado único de los servicios financieros europeos. Esta situación de inestabilidad se agravó en 2011 y aún perdura.

A pesar de la crisis, la integración sigue aportando valor al crecimiento económico, si bien en una cuantía significativamente menor a la registrada en años anteriores. Por tanto, la existencia de un mercado europeo integrado sigue siendo un factor positivo para el crecimiento económico.

Para seguir avanzando en el proceso de integración es necesario conseguir cuanto antes un entorno de estabilidad financiera. Las experiencias recientes demuestran que solo cuando la eurozona es capaz de adoptar acuerdos comunes, superando intereses locales, buscando soluciones en un marco global de crisis, y dando pasos hacia una cierta integración fiscal y una mejora en la gobernanza económica, se avanza en la construcción de un mercado financiero único.

Para ello los países deben estar dispuestos a ceder parte de su soberanía en materia de política fiscal y las instituciones europeas a fomentar la solidaridad –condicionada a una previa disciplina presupuestaria– entre los Estados miembros.

5. Sobre las Agencias de Calificación

Las Agencias de Calificación Crediticia continúan ejerciendo una gran influencia sobre los mercados en parte por la importancia de su labor pero también porque a pesar de las numerosas críticas recibidas, incluso por parte de instituciones reguladoras y mandatarios de los Estados miembros, la propia regulación les otorga determinados privilegios que refuerzan su poder. Así por ejemplo, (i) la exigencia de grado de inversión para el descuento de papel en los Bancos Centrales; o (ii) el cálculo de la solvencia asociada a las inversiones de las entidades crediticias basado en la calificación otorgada por las Agencias; o (iii) el requerimiento de niveles mínimos de calificación para considerar como activo apto una determinada emisión, son requisitos regulatorios que ponen en manos de las Agencias una gran ascendencia sobre los mercados.

Su existencia es por tanto necesaria pero su función debe ser regulada. Han sido varias las iniciativas normativas desde que se fijara la agenda inicial contra la crisis, pero no han sido suficientes para ordenar su actividad. Actualmente hay una nueva propuesta de la CE para ser implementada en 2012 cuyos objetivos tendentes a reducir la dependencia de los mercados de sus calificaciones, aumentar la transparencia de sus evaluaciones y responsabilizar a las propias Agencias de los juicios emitidos, parecen dirigidos en la buena dirección.

De cualquier forma, las Agencias lejos de quedarse a expensas de lo que la regulación les exija, deberían responder a las críticas tomando medidas que mejoren su funcionamiento interno, tales como la implantación de códigos éticos dirigidos a afianzar la independencia de sus analistas y a dar mayor transparencia a sus procesos internos de calificación.



6. Sobre las pruebas de stress de la banca

La experiencia de las pruebas de stress hace cuestionarse su eficacia y la bondad de sus efectos, debido principalmente a la falta de armonización de los conceptos considerados y al distinto perímetro de sujeción a la prueba aplicado en cada jurisdicción. A su vez, es necesaria una mayor explicación del verdadero significado de sus resultados al considerar situaciones con una probabilidad de ocurrencia remota.

La ineficacia de sus resultados a la hora de asegurar el necesario grado de confianza de los mercados requiere que, o bien se replantee su diseño y alcance, o se abandonen como un esfuerzo inútil de la industria y sus supervisores.

7. Sobre los *Hedge Funds* y los OTCs

En el inicio de la crisis la regulación de los *Hedge Funds* y de los OTCs se consideró prioritaria. Pese a ello, a la fecha no existen normas aprobadas ni se han alcanzado grandes logros ni en la UE ni en Estados Unidos, donde los trabajos legislativos comenzaron mucho antes. Los escasos avances, han sido discretos y no definitivos. La lentitud en los progresos se debe en el caso de los OTCs a la complejidad de los asuntos que las propuestas legislativas deben regular y, en el caso, de los *Hedge Funds* a los intereses contrapuestos de la industria.

Las propuestas de exigir que los derivados OTC se contraten en un mercado regulado y se liquiden en cámaras de compensación van en contra de la propia naturaleza del instrumento y parecen responder más bien a un cierto pánico derivado de la situación financiera vivida durante la presente crisis que a un análisis racional del papel de los derivados como instrumento útil de cobertura de riesgos.

8. Sobre la post-contratación

La integración de las estructuras de post-contratación en Europa, considerada crucial para la

construcción del mercado único es ya, tras un largo proceso, una realidad cercana que será operativa a finales del año 2015. La reforma se orienta hacia una convergencia regulatoria y operativa que ofrezca a los inversores un sistema superior en cuanto a su seguridad.

El proceso de reforma emprendido en Europa es, sin duda, un proyecto de gran envergadura que necesariamente será complejo y costoso a corto plazo y del que se espera, en última instancia, que permita una reducción de los costes de liquidación de las operaciones.

Este proyecto requiere la adaptación en plazo del sistema de liquidación español, lo que exigirá importantes y forzosas inversiones para preparar los sistemas de las entidades nacionales, que están basados en soluciones técnicas diferentes de los estándares europeos.

9. Sobre la supervisión

La culminación de la reforma de la supervisión financiera en Europa y la puesta en marcha en enero de 2011 de las nuevas autoridades es de por sí un aspecto positivo. La reforma ha supuesto un avance en el otorgamiento de competencias a las autoridades europeas y un aumento de su capacidad de intervención.

No obstante, en la situación actual, cabe plantearse si la cesión ha sido suficiente o convendría ampliar aún más las facultades de supervisión de los organismos europeos. Tal vez aún sea pronto para aventurar si la reforma acometida es suficiente o debe reforzarse en la forma indicada.

En todo caso, resulta ahora especialmente relevante que las nuevas autoridades supervisoras diseñen adecuadamente sus agendas y se coordinen, no solo entre ellas, sino con otras autoridades supra europeas para afrontar los retos que se han identificado como globales.



10. Sobre la dispar aplicación efectiva de las normas de Abuso de Mercado

Una materia capital en la regulación de los Mercados Financieros como es el Abuso de Mercado, objeto del primer desarrollo normativo en el ámbito del PASF, con su detalle pormenorizado en normas y recomendaciones de nivel inferior, sigue necesitado de una amplia revisión. Es llamativa la falta de competencias adecuadas de algunos supervisores estatales, la ausencia del

carácter disuasorio de las sanciones, la notable disparidad de las normas y la discrecionalidad en su aplicación.

La nueva propuesta de Reglamento trata de resolver esa disparidad normativa, a través del efecto directo de sus disposiciones, de modo que mejore de forma decidida la integridad del mercado europeo. Parece que esa nueva iniciativa normativa, por medio de Reglamento, va en la dirección adecuada, y es un ejemplo a seguir en nuevas iniciativas de regulación.



OBSERVATORIO SOBRE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA EN EUROPA: ANÁLISIS DEL CASO ESPAÑOL. 2010

Joaquín Maudos
Director (Ivie y Universitat de València)

RESUMEN EJECUTIVO

La cuarta edición del Observatorio sobre la integración de los mercados financieros europeos referida a 2010 está marcada por los dos acontecimientos: la crisis de la deuda soberana en algunos países europeos y la adopción de medidas implementadas para paliar los efectos de esa crisis sobre la estabilidad financiera.

La actualización hasta 2010 del sistema de indicadores que da soporte al Observatorio permite analizar en toda su extensión el impacto de la crisis sobre el proceso de integración financiera y, por esta vía, sobre el crecimiento económico. Desde que estallara a mediados de 2007 la crisis que aún estamos sufriendo, con la actualización del Observatorio hasta finales de 2010 se enriquece el análisis del impacto de la crisis, al disponer ya de tres años y medio de cobertura temporal. En este periodo de crisis, se han producido retrocesos y avances en la integración (estos últimos gracias a las medidas llevadas a cabo principalmente por la Comisión Europea y el Banco Central Europeo), estando el nivel actual de integración lejos del existente antes de la crisis.

Si bien el Observatorio presta especial atención al impacto de la crisis, no por ello se deja de lado el objetivo que justificó su creación hace cua-

tro años: analizar el impacto del nacimiento del euro y la puesta en marcha del Plan de Acción de los Servicios Financieros (ambos en 1999) sobre el proceso de integración de los mercados financieros europeos. Además, dado que en última instancia el objetivo de alcanzar un mercado integrado se justifica por su contribución al crecimiento económico, el observatorio actualiza las estimaciones previas del impacto de la integración sobre el crecimiento del PIB, tanto para el periodo completo 1999-2010, como para el periodo de crisis 2007-2010.

El análisis de los 71 indicadores de que consta el Observatorio de integración permite llegar a los siguientes resultados y conclusiones:

RESUMEN DE RESULTADOS

DESARROLLO Y ESTRUCTURAS FINANCIEROS

1. España es el segundo país de la eurozona que ha experimentado el mayor crecimiento en su nivel de capitalización financiera desde su incorporación al área del euro, ya que el tamaño de sus mercados financieros (como porcentaje del PIB) ha crecido a una tasa media anual del 7,5% de 1999 a 2010, frente



a una tasa del 2,2% en la euroárea. Este mayor crecimiento ha permitido a España avanzar posiciones en el ranking de desarrollo financiero, hasta situarse a finales de 2010 muy por encima de la media europea pese a partir en 1999 de un valor que era un 30% inferior.

2. En relación a los niveles de capitalización existentes antes de la crisis, los valores de 2010 superan a los de 2007 en la mayoría de los países, lo que demuestra la recuperación que se ha producido, sobre todo tras la brusca caída en los valores de la capitalización bursátil que tuvo lugar en 2008. En 2010, la capitalización total ha crecido un 2,3% en la eurozona, habiéndose mantenido prácticamente constante en España. Los niveles en el periodo de crisis 2008-10 superan en solo un 2% los existentes en el trienio anterior 2005-07, si bien en España son un 11% más elevados.
3. Tanto los mercados de renta fija y variable como los bancarios tienen un mayor tamaño en España (relación al PIB), siendo mayor la diferencia con respecto a la media europea en el mercado del crédito bancario lo que muestra nuestra elevada dependencia de la financiación bancaria. Así, a finales de 2010 el crédito de las instituciones financieras españolas representaba el 182,2% del PIB, valor que es un 44% superior a los países de la eurozona.
4. El grado de bancarización de la economía española (aproximado por el tamaño del balance del sector bancario en el PIB) es inferior a la media europea ya que en 2010 los activos bancarios representan el 327% del PIB frente al 352% en la eurozona. En este último año se ha producido una ligera caída en España en un contexto macroeconómico adverso caracterizado por la debilidad de la demanda que afecta negativamente a la actividad bancaria. No obstante, en una perspectiva de largo plazo (1999-2010), el balance de la banca española ha crecido a una tasa promedio anual muy superior a la de la banca europea.
5. La brusca caída en el ritmo de crecimiento de la actividad bancaria ha obligado a acometer un intenso proceso de reestructuración, sobre todo en las cajas de ahorros. Además de que el número de cajas ha caído a algo más de la tercera parte, la red de oficinas y el empleo se han reducido un 10% y un 7%, respectivamente, desde el máximo valor alcanzado en septiembre de 2008. A lo largo de 2011 la cifra ha seguido cayendo conforme se ponen en marcha los planes de racionalización de costes presentados al Banco de España como condición para acceder a la financiación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB).
6. Frente a la recuperación que en 2010 se ha producido en Europa en el patrimonio que gestionan los fondos de inversión, en España se ha acentuado la caída hasta alcanzar el nivel más bajo desde 1999 (el 15,9% del PIB). Con este comportamiento diferencial, la industria española de fondos de inversión es la cuarta menos desarrollada de la euroárea. En el caso de los fondos de pensiones, también el desarrollo es reducido en España si bien la comparación debe realizarse con cautela dado el diferente carácter público-privado de los sistemas de pensiones en los diferentes países europeos.
7. El sector del seguro está escasamente desarrollado en España tanto en términos del peso de sus inversiones en el PIB (18,9% frente a un 57,6% de media en la UE-15) como en términos de tasa de penetración (las primas representan el 5,7% del PIB español frente a un 8,9% en la UE-15). Es en el segmento de seguros vida donde mayores son las diferencias con respecto a la mayor penetración de la industria en Europa.
8. Fruto del proceso de desapalancamiento que tiene que realizar la economía española, en

2010 se ha producido una ligera caída en nuestra posición financiera neta ya que los activos financieros netos se han reducido de un 89% en 2009 a un 85% en 2010 (0,9 billones de euros). El motivo que explica esta caída está en el sector privado no financiero (empresas) mientras que en las AA.PP. ha aumentado como consecuencia del elevado déficit público. Esta reducción en el nivel de endeudamiento se refleja en la mejora en el saldo exterior de nuestra balanza por cuenta corriente (-4,5% del PIB en 2010, frente al -5,2% en 2009).

9. En este contexto, en 2010 se ha reducido ligeramente la deuda externa (en unos 15.000 millones de euros) hasta alcanzar el 164% del PIB. El sector financiero ha contribuido a generar el elevado nivel de endeudamiento externo captando en los mercados mayoristas la financiación necesaria para financiar el elevado crecimiento del crédito que tuvo lugar en la anterior etapa de expansión. En concreto, la posición financiera neta (que es negativa) de las instituciones financieras monetarias españolas frente al resto del mundo alcanza en 2010 el 39,6% del PIB, con una deuda externa de 808.210 millones de euros a finales de 2010 que se ha reducido en 23.000 millones de euros respecto a 2009. Con el cierre de los mercados mayoristas para una buena parte del sector bancario español, han pasado a primer plano los problemas de refinanciación de la deuda bancaria dado el elevado volumen de vencimientos pendientes (131.000 millones de euros en 2012).
10. Como es ampliamente conocido, el problema de endeudamiento de la economía española se concentra prioritariamente en el sector privado no financiero ya que, a finales de 2010, la posición financiera neta de las sociedades no financieras alcanza el -135% del PIB (-94% en la eurozona en 2009), frente al -40% de las AA. PP. (-55% en la eurozona).
11. La estructura porcentual de las fuentes de financiación muestra el mayor peso relativo que en España tiene el crédito bancario

(25,1% del total, frente al 20,6% en la eurozona), lo que es reflejo de nuestra mayor dependencia de la financiación bancaria. En las empresas, el 40% de sus pasivos son créditos bancarios lo que muestra la importancia que tiene restaurar el normal funcionamiento del sector bancario español para reactivar el crecimiento de la inversión empresarial.

12. En los últimos años han aumentado las diferencias entre los países europeos en la ratio activos financieros (y pasivos)/PIB, lo que conlleva una divergencia en sus niveles de capitalización financiera. En el caso de España, el proceso de convergencia que tuvo lugar hasta 2005-06 en su estructura financiera, ha dado paso a un nuevo periodo de divergencia, siendo en la actualidad el sector privado no financiero el que presenta una estructura financiera más alejada de la media europea.

Integración financiera

Mercados monetarios

13. Si bien tras la introducción del euro el mercado monetario fue el más rápido en alcanzar la integración, es el que en menor tiempo y con más intensidad ha sufrido las consecuencias de la crisis. Así, han aumentando enormemente las desigualdades de tipos entre países y el sesgo por lo nacional en las operaciones realizadas dada la falta de confianza en bancos de terceros países. En 2010, en el primer semestre volvió a aumentar fuertemente la desviación típica de los tipos interbancarios, alcanzándose las mayores desigualdades (llegando a su máximo histórico desde 1999) en el tipo a un día lo que refleja problemas de liquidez. La crisis de la deuda soberana que dio lugar a un drástico aumento de los *spread* de la deuda pública de Grecia (rescatada por primera vez en mayo de 2010), Irlanda (quien revisó al alza el coste del rescate bancario) y posteriormente Portugal, explican las tensiones vividas en los mercados monetarios. Las medidas extraordinarias de apoyo

del Banco Central Europeo y el establecimiento del Mecanismo de Estabilidad Financiera y de la Facilidad Financiera (en mayo de 2010), es lo que justifica la reducción de las tensiones hasta octubre de 2010, si bien a final de año volvieron a aparecer.

14. De la deuda externa a corto plazo que España tiene frente al resto del mundo, el 86,2% es de países europeos, lo que comparado con el 65,8% de media en los países de la UE-15, supone una elevada integración de España con Europa.
15. El nivel de integración es más elevado en el caso de las emisiones de deuda española a corto plazo en Europa, ya que el 74,6% de sus emisiones externas se colocan en mercados europeos frente al 50,1% de la media de la UE-15.
16. En 2010 han aumentado las desigualdades en los *spreads* de la deuda pública de los países europeos como consecuencia de las elevadas primas de riesgo de los países más castigados por la crisis de la deuda soberana (que han proseguido e incluso aumentado en 2011, extendiéndose a países como Italia y España en verano de 2011). No obstante, la interpretación de este indicador como proxy de integración debe realizarse con mucha cautela en un contexto de fuerte subida de la prima de riesgo.
17. En el caso de España, el *spread* de la deuda pública a tres años con respecto a Alemania se duplicó en 2010, alcanzando un máximo de 271 pb. en diciembre de 2010. En el bono a 10 años, la prima de riesgo alcanzó un máximo de 247 pb. en diciembre de 2010. En 2010, España ha sido el tercer país de la eurozona donde más ha crecido la rentabilidad de la deuda a largo (151 pb.), por detrás de Grecia (662 pb.), Irlanda (388) y Portugal (263 pb.). Ya en 2011, la prima de riesgo superó la barrera de los 400 pb. en un contexto de falta de acuerdo sobre la reestructuración de la deuda griega en el seno del Eurogrupo y tras la publicación de las pruebas de estrés. A pesar de los acuerdos alcanzados en el Eurogrupo, la prima de riesgo se mantuvo en niveles muy elevados, lo que obligó al BCE a intervenir en los mercados secundarios.
18. El grado de internacionalización de la deuda ha aumentado drásticamente desde finales de los noventa, duplicándose de un 25% a casi un 50% de media en la UE-15. En España, el crecimiento también ha sido muy importante, pasando del 32,3% en 1999 al 55,4% en 2010. En 2010, como ya ocurriera en 2009, el grado de internacionalización ha aumentado pero solo marginalmente tanto en España como en Europa, lo que contrasta con el mayor aumento de años anteriores.
19. En relación a la media de la UE-15, España destaca por presentar un grado de integración con Europa superior a esa media en el caso de las emisiones de deuda externa, ya que el 84,7% del total de emisiones exteriores son en países de la UE-15, frente al 69,6% de media en los países de la UE-15. En cambio, en la vertiente del activo, las inversiones en deuda emitida por otros países de la UE-15 como porcentaje del total en el exterior se sitúa en España (62,21%) por debajo de la media U-15 (69,9%).
20. Si bien en España la internacionalización de su deuda se sitúa por debajo de la media europea, adquiere una mayor importancia relativa el mercado europeo a la hora de emitir e invertir en deuda, lo que puede interpretarse como un mayor grado de integración con Europa.
21. El análisis de la actividad *cross-border* de la banca europea a la hora de invertir en deuda no bancaria (bonos corporativos y deuda pública) muestra que el crecimiento de la tenencia de deuda emitida por otros países de la eurozona que tuvo lugar hasta 2005 dio paso a un periodo posterior de caída hasta finales de 2010. En el caso de las tenencias de deuda bancaria, la caída comienza en 2007 y disminuye con la crisis.
22. En el caso de la actividad transfronteriza de la banca española, la importancia de las tenencias *cross-border* de deuda emitida por otros

países europeos es mucho más reducida, lo que refleja su menor grado de integración con Europa.

sin que se haya recuperado tras el retroceso que tuvo lugar en 2008.

Mercados de renta variable

23. En los mercados bursátiles, y con el estallido de la crisis, se ha producido un retroceso en el grado de integración, aumentando las diferencias en las rentabilidades de los índices bursátiles europeos. En 2010 han seguido aumentando las diferencias si bien en menor grado en comparación con los años anteriores.
24. El análisis de las emisiones internacionales de renta variable en países de la UE-15 muestra un ligero retroceso en la integración, sin que tras la recuperación que tuvo lugar en 2008 se haya vuelto a los niveles previos a la crisis. En España, el grado de integración con Europa es superior a la media en lo que a inversiones se refiere (el 76,1% de sus inversiones exteriores en renta variable tienen como destino a la UE-15, frente al 54,2% en los países de la UE-15). Sin embargo, en el caso de las emisiones de renta variable el porcentaje que emite España en otros países de la UE-15 (como porcentaje del total de emisiones extranjeras) se sitúa por debajo de la media (53,3% *vs.* 54,8%), si bien la distancia al valor promedio es muy reducida.
25. Si tomamos como referencia la evolución de la integración con una perspectiva de largo plazo, España ha aumentado el porcentaje de sus inversiones exteriores en la UE-15, lo que contrasta con la caída que ha tenido lugar en la UE-15. Por el contrario, el comportamiento es justo el contrario en las emisiones de renta variable.
26. La internacionalización del mercado de renta variable español es reducido en relación a los países de la UE-15. La brusca caída que tuvo lugar en 2008 se ha recuperado pero solo parcialmente. No obstante, el grado de integración con Europa es algo mayor en España

Mercados bancarios

27. La integración de los mercados bancarios difiere de forma considerable en función del producto analizado. Así, la integración es reducida en los préstamos al consumo donde existe un elevado grado de dispersión en los tipos de interés que aplican los diferentes sectores bancarios europeos. En general las desigualdades de tipos aumentan con la crisis, si bien hay que tener en cuenta las diferentes primas de riesgo que aplican los sectores bancarios europeos según la intensidad con la que les ha impactado la crisis. En los depósitos, la integración es muy reducida en los depósitos a la vista, si bien en estos últimos se han reducido las diferencias de tipos entre países desde finales de 2008.
28. Si bien hasta 2008 la banca española fijaba un tipo más reducido que la media europea en los préstamos empresariales hasta un millón de euros, en 2009 y 2010 las mayores restricciones financieras a las que se enfrentan las empresas españolas se ven claramente reflejadas en el mayor tipo de interés que pagan a los bancos (30 pb. más que la media europea). En los préstamos al consumo, la banca española fija spreads más elevados, llegando a un valor de 164 pb. de media en 2010. En los préstamos para la compra de vivienda (a tipo variable), España aplica un tipo de interés por debajo de la media europea siendo uno de los países con tipos más reducidos, solo por detrás de Finlandia, Italia, Luxemburgo y Portugal. En la vertiente del pasivo, nuestros bancos remuneraban en menor medida las cuentas corrientes, si bien en los depósitos a plazo el tipo fijado es 30 pb. superior a la media.
29. Los indicadores de integración basados en la actividad *cross-border* muestran un grado de integración en Europa mucho más reducido en los productos al por menor en relación a

los mercados bancarios al por mayor. En el primer caso, en España la importancia relativa de los préstamos a residentes de países de la UE-15 es muy inferior a la media europea (2,2% frente al 7%). En los depósitos no interbancarios es de destacar el crecimiento que en España ha tenido en 2010 la captación de depósitos de la UE, duplicando el porcentaje respecto al valor de 2009 (2,6% frente a un 5,4% en 2010). El cierre de los mercados mayoristas para emitir deuda puede estar detrás de la explicación de este fuerte crecimiento. En el caso de los depósitos interbancarios, la actividad *cross-border* de la banca española con la UE es elevada ya que representa el 52% del total frente al 35% de media en la banca de la euroárea.

30. En la inversión en activos de renta fija, la actividad transfronteriza con la UE es muy importante, si bien está cayendo desde 2006 hasta situarse en el 72% en 2010. En España, la caída empezó un año antes y se ha reducido a la tercera parte hasta alcanzar en 2010 el 26%, muy por debajo de la media europea (71,9%).
31. El aumento que tuvo lugar hasta el inicio de la crisis en la importancia relativa de la actividad *cross-border* de la banca europea, se ha visto truncado a partir de entonces, si bien los niveles actuales se sitúan por encima de los existentes en 1999. En España, en general, la actividad transfronteriza con países de la UE es más reducida (sobre todo en renta fija, y en préstamos no interbancarios), habiéndose producido un crecimiento en el sesgo doméstico en el periodo de crisis.
32. El grado de internacionalización de la banca española es muy reducido ya que en 2010 los activos en el exterior solo representan el 10,8% del total frente al 26,2% en la banca de la eurozona. Es en la actividad crediticia y en las inversiones en renta fija donde más diferencias existen: los préstamos al sector exterior representan en España el 6,6% del activo total, frente al 16,1% en la banca europea; y la inversión en renta fija externa representa el 1,9% del activo total, frente a un 8,4% en la banca del área del euro. Con la crisis, se ha reducido el peso de los activos exteriores en los balances de las entidades financieras. No obstante, hay que tener en cuenta que las cifras anteriores no tienen en cuenta la elevada internacionalización de los dos grandes grupos bancarios españoles (Santander y BBVA) a través de sus filiales en el extranjero.
33. La apertura externa de la banca española (peso de los pasivos adquiridos por no residentes) también se sitúa por debajo de la media de la banca de la euro área (17,4% *vs.* 14,7%), siendo los valores actuales inferiores a los existentes antes del inicio de la crisis.
34. Las inversiones de la banca española en el exterior presentan un considerable grado de diversificación geográfica, lo que se ha revelado como un factor que ha amortiguado el impacto de la crisis en los grandes grupos bancarios españoles (Santander y BBVA). Las inversiones en América (sin incluir a EE.UU.) concentran la mayor parte del total (33,2%) seguido muy de cerca por el Reino Unido (30,2%). El resto de países de la UE-15 supone el 17,4%. También es de destacar las inversiones de la banca española en Brasil (13%) y México (10%). En 2010 ha perdido importancia relativa la inversión en Europa como consecuencia del aumento de las inversiones en América Latina y China.
35. En el caso de la deuda externa española, la información del BIS muestra que los sectores bancarios de la UE-15 concentran el 88,7% del total. La banca de Alemania, Francia y el Reino Unido son nuestros principales acreedores ya que tienen en sus balances el 26,1%, 20,3% y 16,1%, respectivamente, de nuestra deuda externa. En total, en 2010 el importe de la deuda española en manos de la banca extranjera asciende a 696.122 millones de dólares, con una caída del 24% respecto a 2009. Nuestros principales acreedores, Alemania y Francia, han reducido en 2010 drásticamente su exposición a la economía española (24% y 36%, respectivamente).

36. En 2010, la banca española tiene en su activo inversiones en Grecia, Irlanda y Portugal (los tres países que han sido rescatados) por importe 74.000 millones de euros, de los que el 88% son en Portugal (64.838 millones de euros). En Grecia, que es el país que más dudas suscita, la exposición de la banca española es marginal (834 millones de euros).
37. La cuota de mercado de los bancos europeos en los mercados nacionales ha aumentado del 14,9% en 2001 al 18,6% en 2009. No obstante, desde 2006 está cayendo, si bien en 2009 se ha producido una ligera recuperación. En España, la cuota de mercado de la banca europea también ha crecido desde 2001, si bien la ganancia ha sido mucho más modesta (de un 7,9% en 2001 a un 9,7% en 2009). La última información disponible muestra la menor penetración que en España tiene la banca europea.

Inversores institucionales

38. En España, la cuota de mercado de las sucursales de compañías de seguros extranjeras es marginal (0,23%), siendo el segundo sector de la UE-15 con menor apertura externa. No obstante, la apertura externa aumenta de forma considerable en términos de cuota de sucursales extranjeras (14,2%). Con el estallido de la crisis, la apertura se ha reducido.
39. Si bien la apertura externa del mercado español de los seguros es reducida, desde 1999 se ha producido un fuerte crecimiento de las inversiones de las compañías españolas en el exterior, aumentando de esta forma su internacionalización. La última información disponible indica que el porcentaje de activos extranjeros en el total de inversiones de las compañías españolas es del 37,1%, porcentaje superior a la media europea (29,2%).
40. En el caso de los fondos de inversión, España está a la cola del ranking de países europeos en términos del porcentaje de activos extranjeros en el total de inversiones (37,5%). Es de

destacar la caída que se produce con la crisis (aumentado, por tanto, el sesgo doméstico de sus carteras), si bien en 2009 se produce una ligera recuperación.

41. En el caso de los fondos de pensiones, con la crisis ha aumentado el sesgo doméstico de las inversiones, invirtiendo la industria española el 37% de su activo en terceros países por debajo de los niveles de los Países Bajos, Bélgica y Portugal.

Competencia

Sector bancario

42. El grado de concentración del sector bancario español se sitúa ligeramente por debajo de la media europea, existiendo un amplio rango de variación entre países. En consecuencia, el actual proceso de reestructuración de las cajas de ahorros (en el que en menos de un año el número se ha reducido a la tercera parte) no supone un peligro en términos de competencia, si bien una nueva reducción en el número de competidores aconseja valorar sus efectos sobre la rivalidad competitiva, tanto a nivel nacional como regional.
43. El índice de Lerner de poder de mercado referido a 2010 indica que es en los préstamos a las empresas (de importe inferior a un millón de euros) y en el préstamo al consumo donde los márgenes relativos son más elevados, situándose el valor del índice de la banca española por encima de la media europea. En cambio, en el préstamo para la compra de vivienda, el índice es algo más reducido, situándose en España por debajo del valor promedio europeo. El aumento de los índices que ha tenido lugar desde 2008 no debe interpretarse necesariamente como un aumento del poder de mercado ya que el aumento de los márgenes también se ve influenciado por el aumento de la aversión y la prima de riesgo que exigen las entidades ante el aumento de las tasas de morosidad.

44. En los productos pasivos los márgenes se han reducido desde 2008, llegando a ser negativos en los depósitos a plazo dadas las dificultades que tienen los bancos a la hora de obtener financiación en los mercados mayoristas. En los depósitos a la vista, la banca española aplica márgenes más elevados, mientras que en los depósitos a plazo ocurre lo contrario.
45. La información referida a junio de 2010 sitúa a la banca española en el segundo lugar del ranking de sectores bancarios de la eurozona en términos de margen financiero, siendo su margen un 65% más elevado. En relación a los niveles pre-crisis (2007), en junio de 2010 la banca española ha aumentado el margen de intermediación, mientras que la banca europea ha mantenido el nivel del margen. En términos de margen bruto, la distancia con la eurozona se amplía ya que el de la banca española casi duplica a la media europea.
46. En términos de beneficio sobre activo (ROA), la banca española es la más rentable de la UE-15 (0,6% frente a 0,25%), siendo la rentabilidad negativa en varios sectores bancarios europeos como consecuencia de la crisis. En relación a los recursos propios (ROE), la rentabilidad de la banca española es muy superior a la media europea (9% vs. 5,6%). Los niveles actuales de rentabilidad se alejan mucho de los elevados valores alcanzados antes de la crisis donde en España su ROE llegó a alcanzar un valor máximo del 21,3% en 2007, siendo los niveles actuales la mitad de los alcanzados entonces.

Seguros

47. En el segmento de seguros de vida, la concentración de la industria española es similar a la media europea, con una cuota de mercado de las cinco mayores compañías del 53% en España y del 54% en la eurozona. En relación a los niveles de 2000, en España la concentración ha aumentado con mucha mayor intensidad. En el segmento de no-vida, la concentración es más reducida tanto en España como en la UE-15 y ha aumentado con más intensidad en España desde los niveles iniciales.
48. La rentabilidad del sector asegurador español se mantiene en niveles similares a la media europea, habiendo caído desde mediados de los 2000.

Eficiencia y productividad

49. Frente a los elevados ritmos de crecimiento de la productividad (PTF) que tuvieron lugar de 1999 a 2007 (ganancias anuales del 7,3% anual), con la crisis el crecimiento de la productividad del sector de la intermediación financiera ha sido negativo, cayendo por término medio un 3,6% al año. Para el promedio del periodo 1999-2009, las ganancias de productividad explican el 75% del crecimiento del valor añadido del sistema financiero, valor que contrasta con el casi nulo crecimiento de la productividad del sector privado que solo explica el 2,4% del crecimiento de su producción.
50. En términos de valor añadido por trabajador, la productividad del sistema financiero español está por encima de la media europea, siendo su crecimiento medio anual desde 1999 también superior. No obstante, en el periodo de crisis 2007-09, mientras que en Europa ha seguido creciendo la productividad, en España ha caído.
51. En los años que llevamos de crisis, el sector bancario español ha sufrido en menor medida sus consecuencias en términos de eficiencia. Así, de 2007 a junio de 2010 su ratio de eficiencia operativa se ha recuperado tras la pérdida de eficiencia que tuvo lugar en 2008 de forma que el nivel actual es similar al de entonces. En cambio, en la banca de la UE-15, la eficiencia ha empeorado en algo más de cinco puntos porcentuales. La última información disponible sitúa la eficiencia de la banca española (45%) 17 puntos porcentuales por encima de la media de la UE-15 (61,7%).



52. En la última década, la banca española ha realizado un importante esfuerzo reductor de costes convergiendo a los menores niveles europeos. Así, si en 1999 los costes operativos medios del sector bancario español eran un 54% más elevados que la banca de la UE-15, en junio de 2010 la distancia ha caído al 13%.
53. La productividad del trabajo de las compañías de seguros españolas es un 4% superior a la media de la UE-15, habiéndose duplicado en relación al nivel existente en 1999.
54. La liquidez (que suele utilizarse como indicador de eficiencia) de las bolsas españolas se ha recuperado ligeramente en 2010 tras la brusca caída que tuvo lugar en 2008 y 2009. No obstante, los niveles de 2010 (el valor de lo negociado representa el 117,7% del PIB) está muy alejado del máximo que tuvo lugar en 2007 (204,9%).

Medios de pago

55. La integración en las infraestructuras de los sistemas de pago es condición indispensable para avanzar en la integración financiera. El elevado número de sistemas de pago al por menor (20) existentes en la euroárea es indicativo de la falta de integración, actuando en consecuencia de barrera a la integración en los mercados minoristas.
56. El número de infraestructuras de pago es mucho más reducido en los pagos al por mayor. En el sistema TARGET se ha producido un aumento de la importancia relativa de las transacciones entre los estados miembros de la UE, lo cual apunta hacia una mayor integración. No obstante, en términos de valor, en 2007 se produjo una caída, si bien el porcentaje se ha estabilizado a partir de entonces en torno al 30%.
57. A pesar del mayor crecimiento que en España han tenido las operaciones en medios de pago al por menor (en relación a la población), el número es mucho más reducido que en la UE-15, si bien la diferencia se acorta en

términos del valor de las operaciones realizadas.

58. Frente a la caída del porcentaje de pagos que en la UE-15 se realizan mediante transferencias bancarias, en España la importancia relativa ha aumentado en 39 puntos porcentuales en la última década hasta representar el 85% de todos los pagos al por menor. También es de destacar la fuerte caída que en España ha tenido el uso del cheque, ya que en términos de valor su importancia relativa ha caído del 36% (en relación al total de pagos realizados) en 2000 al 4,8% en 2009.
59. España dispone de una de las redes de cajeros automáticos y terminales punto de venta más densa de la UE-15, pero la intensidad de su uso es muy reducida, lo que da muestras del exceso de capacidad instalada. Con el cierre de oficinas que se está produciendo desde finales de 2008, es de esperar que se reduzca el exceso de capacidad instalada en términos de cajeros.

Desarrollo financiero, integración financiera y crecimiento económico

60. El sistema financiero español genera el 6,6% del valor añadido de la economía, porcentaje que es algo superior al 5,4% que representa de media en los países de la UE-15. En términos de empleo, genera el 2,1% del total de la economía, siendo el porcentaje solo una décima inferior a la media de la UE-15.
61. Durante la crisis, en España ha aumentado el peso del valor añadido que aporta el sistema financiero al total de la economía, lo que refleja el menor impacto de la crisis en el sector bancario español. No obstante, hay que interpretar con cautela la información ya que está referida a 2009, por lo que será importante analizar en el futuro el impacto en 2010 y 2011.
62. A pesar de la crisis, España sigue siendo el país de la UE-15 en el que mayor ha sido la contribución del desarrollo financiero expe-



rimentado en el periodo 1999-2010 al crecimiento del PIB. En concreto, en ese periodo, la contribución anual al crecimiento del PIB debida al desarrollo financiero es de 0,54 puntos porcentuales (pp.) al año, muy superior a los 0,14 pp. de promedio en los países del área del euro. El crecimiento de la capitalización que ha tenido lugar en ese periodo explica el 10,5% del crecimiento del PIB del área del euro y el 23% del español.

63. Durante la crisis (desde finales de 2007 a finales de 2010), el reducido crecimiento del indicador de desarrollo financiero de la economía española se traduce en un crecimiento anual también reducido de 0,023 pp. de PIB, mientras que para la media de países analizados la contribución es más del doble (0,056 pp.) como consecuencia del mayor aumento de sus niveles de capitalización. En algunos países europeos la contribución del desarrollo financiero durante la crisis ha sido negativa como consecuencia de la caída en sus niveles de capitalización.
64. De 1999 a 2010, y para la media de los países europeos analizados, el impacto de la integración financiera al crecimiento del PIB es de 0,025 pp. al año. En España, el impacto económico de la integración es de 0,022 pp. al año, siendo por tanto el beneficio de la integración muy similar a la media europea.
65. Durante la crisis, si bien se ha producido un retroceso en el grado de integración, no por ello su contribución al crecimiento es negativa ya que la brusca caída que se produce en el ritmo de crecimiento de la capitalización (que sigue siendo positiva) es mucho mayor en la financiación procedente de países no europeos, siendo mayor la financiación que aportan los países de la UE-15. Por tanto, el carácter global de la crisis que se ha generalizado a nivel mundial explica que las caídas en los ritmos de capitalización también sean generales, por lo que no hay un efecto negativo exclusivo de la integración. En consecuencia, la existencia de un mercado europeo con un cierto nivel de integración, sigue siendo un

factor que favorece el crecimiento económico.

66. Las estimaciones realizadas indican que en el periodo de crisis 2007-2010 el beneficio de la integración se reduce un 37% (en relación a las estimaciones referidas al periodo completo 1999-2010), ya que frente a una contribución anual al crecimiento del PIB del 0,025 pp. en el periodo completo, durante la crisis cae a 0,016 pp. En España, la caída es mucho mayor (del 63%), pasando del 0,022 pp. en promedio anual de 1999-2010 al 0,008 pp. en el periodo 2007-2010.

CONCLUSIONES

La actualización del observatorio sobre la integración financiera europea se ha visto fuertemente influenciada por las tensiones que han tenido lugar en 2010 en los mercados de deuda pública y en los mercados mayoristas en los que las entidades de crédito obtienen financiación. En el primer caso, las tensiones tuvieron su epicentro en mayo de 2010 cuando fue necesario adoptar un plan de salvamento para rescatar a Grecia que hubo de reproducirse seis meses más tarde en Irlanda ante los desafíos fiscales como consecuencia de los graves problemas de su sector bancario. En el segundo caso, los problemas de solvencia de diversos sectores bancarios aumentó la desconfianza en los mercados de financiación bancaria, lo que obligó en julio de 2010 a someter a examen a la banca europea mediante la realización de los test de estrés con objeto de recuperar la necesaria confianza.

Gracias a los rescates aprobados, a la creación de mecanismos de estabilidad (como la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera y el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera), a las medidas extraordinarias del Banco Central Europeo (como las inyecciones extraordinarias de liquidez y los programas de compra de deuda) y a las reformas introducidas en materia de regulación y supervisión, se amortiguó la inestabilidad reinante en los mercados financieros. Y todo ello en un contexto generalizado de preocupación

sobre la sostenibilidad de la deuda pública que obligó a cambiar el rumbo de las políticas fiscales de un buen número de países europeos, incluido España. El termómetro de las tensiones vividas en 2010 es la prima de riesgo de la deuda soberana que alcanzó niveles muy altos (e insostenibles en los países rescatados) en varios países del área del euro.

En este contexto, las principales conclusiones del proceso de integración financiera son las siguientes:

A. El clima de inestabilidad financiera que ha estado presente en 2010 y que ha continuado en 2011 ha impedido avanzar en el proceso de integración hacia un mercado único de los servicios financieros.

Con la crisis, se ha deteriorado el clima de estabilidad financiera y ha retrocedido el grado de integración. La recuperación que tuvo lugar a principios de 2010 se vio truncada con la crisis de la deuda soberana que puso de manifiesto las dudas que las finanzas públicas despertaban entre los inversores. La integración se ha visto nuevamente sacudida por el entorno de inestabilidad, especialmente en los mercados de deuda (donde han aumentado las diferencias de tipos de interés entre países), pero también en los mercados monetarios y bancarios donde se han ampliado las diferencias de tipos de interés entre países y ha caído la actividad *cross-border*.

De hecho, la situación de inestabilidad que aún estamos viviendo y que incluso se ha agravado en 2011 con el rescate de una nueva economía (Portugal) y con la necesidad de un segundo rescate para Grecia, es el mejor ejemplo para mostrar las conexiones que existen entre la estabilidad y la integración financiera, y los efectos de estas últimas sobre el crecimiento.

B. Además de la estrecha conexión existente entre la estabilidad y la integración financiera, una de las lecciones de la crisis es la estrecha relación que existe entre las finanzas públicas y la solidez del sector bancario.

La crisis de la deuda soberana que tiene su origen en el deterioro de las finanzas públicas ha impactado en la solvencia de los sectores bancarios, tanto de forma directa (por la exposición de la banca a la deuda pública de los países más castigados por los mercados) como de forma indirecta a través de la pérdida de valor del resto de activos (sobre todo los inmobiliarios). Además de la solvencia, la crisis de la deuda soberana también ha incidido negativamente en la liquidez de la banca, dadas las dificultades en el acceso a la financiación en los mercados mayoristas.

C. Otra de las lecciones de la crisis es la rémora que ha supuesto la falta de integración fiscal sobre el proceso de integración de los mercados financieros europeos.

El deterioro de las finanzas públicas de algunos países europeos ha sido posible gracias al sistemático incumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (déficit público máximo del 3% y ratio deuda pública/PIB máxima del 60%), incluso por parte de los países más ricos del área del euro (Alemania y Francia). La falta de convergencia en materia fiscal como consecuencia de la ausencia de voluntad política en la cesión de la soberanía nacional en esa materia, ha abocado a algunas economías a un problema de insostenibilidad de su deuda pública, lo que ha impedido avanzar en la integración financiera. El aumento de la prima de riesgo de los países que han tenido que ser rescatados se ha extendido a otras economías, generando un clima de inestabilidad financiera y un retroceso del grado de integración. Se ha llegado a un clima de tal inestabilidad que incluso se ha llegado a hablar en ocasiones de una potencial fragmentación de la Unión Monetaria, rompiéndose de esa forma el mercado único.

D. Si bien la crisis de la deuda soberana afecta inmediatamente a los mercados de deuda, también el mercado de renta variable y los mercados bancarios han sufrido sus efectos.

Durante 2010, los índices bursátiles europeos tuvieron comportamientos dispares en fun-

ción del distinto cuadro macroeconómico de las distintas economías, produciéndose una fuerte caída en la cotización de los bancos, sobre todo en Grecia e Irlanda.

En los mercados bancarios, también la crisis ha impactado con virulencia como demuestra el hecho de que en el periodo 2008-10, las inyecciones públicas de capital ascienden a 254.000 millones de euros en la banca europea, concentrándose la mayor parte en el periodo 2008-09. Los niveles de rentabilidad se han recuperado respecto a los existentes a finales de 2009 (la ROE de la banca de la UE-15 ha pasado del 0,03% en 2009 al 5,62% en junio de 2010), así como la solvencia (Tier 1 ha aumentado del 9,9% al 10,1%), si bien ha empeorado ligeramente la eficiencia (del 60,6% al 61,7%). En este contexto, la banca española se ha comportado mucho mejor con un nivel de rentabilidad (ROE del 9,3% en junio de 2010) y eficiencia (con una ratio de eficiencia operativa del 45%) superior a la media europea. En cambio, la solvencia del sector bancario español se sitúa por debajo de esa media con una Tier 1 del 9,1% y una ratio de solvencia del 11,8% frente a un 10,1% y un 13,7%, respectivamente, en la banca europea. No obstante, la comparación en términos de solvencia debe realizarse con cautela dado que en el caso español, la inyección de capital público ha sido muy reducida en comparación con otros países.

E. En términos de integración, los mercados bancarios recibieron un shock negativo con la crisis que redujo sustancialmente las transacciones *cross-border* entre los sectores bancarios europeos.

El periodo de fuerte crecimiento del crédito bancario que tuvo lugar en los años anteriores al estallido de la crisis permitió un crecimiento en las operaciones *cross-border*, avanzando de esa forma la integración. Pero al mismo tiempo ese elevado crecimiento del crédito vino acompañado de la asunción de mayores riesgos, aumentando la vulnerabili-

dad de las economías y de sus sistemas financieros. Como consecuencia de los riesgos acumulados, ha sido necesario comenzar un proceso de desapalancamiento que ha afectado tanto al sector público como al sector privado (incluyendo el bancario) y que ha hecho retroceder la actividad transfronteriza en favor de la doméstica.

No obstante, en 2010 se ha amortiguado el sesgo doméstico e incluso se ha recuperado ligeramente el negocio transfronterizo en algunos segmentos (como en los depósitos interbancarios y no interbancarios). En España, la operaciones *cross-border* con otros sectores bancarios europeos es más reducida (sobre todo en préstamos y depósitos no interbancarios), si bien es muy superior en los depósitos interbancarios.

F. En relación a los niveles de capitalización existentes antes de la crisis, los valores de 2010 superan a los de 2007 en la mayoría de países europeos, lo que muestra la recuperación que se ha producido.

Tras la brusca caída en los valores de la capitalización bursátil que tuvo lugar en 2008, en 2010 se ha producido una cierta recuperación en el nivel de desarrollo financiero de las economías europeas. A finales de 2010 la capitalización total (como porcentaje del PIB) de los países de la eurozona ha crecido un 2,3%, manteniéndose en España en los niveles de 2009. Con una perspectiva de más largo plazo, y tras el shock inicial en 2008, la capitalización de las economías europeas en el periodo de crisis 2008-10 supera (aunque solo ligeramente) los valores en el anterior trienio pre-crisis (2005-07), siendo la recuperación mayor en España.

G. Los elevados niveles de endeudamiento de algunas economías europeas ha obligado a realizar un proceso de desapalancamiento.

En el caso de España, en 2010 ya se ha producido una ligera caída en la posición financiera neta, pasando sus activos financieros netos del 89% del PIB en 2009 al 85% en 2010. El elevado nivel de endeudamiento de

la economía española se concentra en el sector privado, ya que la ratio deuda pública/PIB se sitúa por debajo de la media europea. El proceso de desapalancamiento iniciado en 2010 ha tenido lugar en el sector privado no financiero (empresas), mientras que las AA.PP. han aumentado su endeudamiento como consecuencia del elevado nivel del déficit público (9,3% del PIB en 2010). En este contexto, también se ha producido una ligera caída en la deuda externa de nuestra economía, si bien los valores actuales siguen siendo muy elevados (164% del PIB), lo que es uno de los motivos por los que nuestra economía suscita dudas en los mercados internacionales. De ese elevado nivel de endeudamiento externo, la banca concentra el 46% (con una deuda externa de 808.000 millones de euros), lo que representa un serio problema cuando se cierran los mercados mayoristas de la financiación como se ha demostrado en 2010 y 2011.

- H. El avance hacia un mercado único permite crear un clima de mayor competencia, lo que incentiva las ganancias de eficiencia. En este contexto, el retroceso en la integración que se ha producido con la crisis ha impactado negativamente sobre la productividad del sistema financiero.**

Frente a los elevados ritmos de crecimiento de la productividad que tuvieron lugar en los años previos a la crisis, desde finales de 2007 la productividad del sistema financiero español ha caído. No obstante, en términos de valor añadido por empleado, el sistema financiero español sigue siendo más productivo que la media europea, imagen que se ve reforzada por la también elevada eficiencia del sector bancario español, ya que presenta una ratio de eficiencia operativa 17 puntos porcentuales por debajo de la media de la banca europea.

- I. A pesar de la crisis, España sigue siendo el país de la UE-15 en el que mayor ha sido la contribución del desarrollo financiero al crecimiento económico, siendo la aporta-**

ción de la integración financiera similar al promedio europeo.

Desde la creación del euro y la puesta en marcha del PASE, y hasta finales de 2010, España es el país que más se ha beneficiado del desarrollo financiero ya que, anualmente, el aumento en su capitalización financiera (como porcentaje del PIB) ha aportado 0,54 puntos porcentuales al crecimiento del PIB, porcentaje que es muy superior al promedio de los países del área del euro (0,14 pp.).

En el caso del avance de la integración (una de las vías por las que aumenta el desarrollo financiero), la contribución al crecimiento del PIB de los países de la eurozona se estima en 0,025 pp. al año en el periodo 1999-2010, siendo la aportación en España muy similar (0,023 pp.).

- J. El reducido crecimiento de la capitalización financiera que ha tenido lugar en el periodo de crisis explica la escasa contribución del desarrollo financiero al crecimiento del PIB, siendo la aportación en España superior a la media europea. En este periodo, también se ha reducido el beneficio de la integración y con más intensidad en España.**

Durante la crisis, si bien se ha producido un retroceso en el grado de integración, no por ello su contribución al crecimiento es negativa ya que la brusca caída que se produce en el ritmo de crecimiento de la capitalización (que sigue siendo positiva) es mucho mayor en la financiación procedente de países no europeos, siendo mayor la financiación que aportan los países de la UE-15. El carácter global de la crisis explica que las caídas en los ritmos de capitalización también sean generales, por lo que no hay un efecto negativo exclusivo de la integración. Por tanto, la existencia de un mercado europeo con un cierto nivel de integración sigue siendo un factor que favorece el crecimiento económico.

En concreto, las estimaciones realizadas indican que de 2007 a 2010 el beneficio de la integración se ha reducido un 37%, ya que frente a una contribución anual al crecimen-

to del PIB de 0,025 pp. en el periodo completo 1999-2010, durante la crisis cae a 0,016 pp. En España, la caída es mucho mayor (del 63%), pasando del 0,022 pp. en promedio anual de 1999-2010 al 0,008 pp. en el periodo 2007-2010.

K. El recrudescimiento de la crisis de la deuda soberana que ha tenido lugar en 2011 tras el segundo rescate de Grecia, ha vuelto a demostrar una vez más la importancia de lograr un entorno de estabilidad financiera para recuperar el terreno perdido en materia de integración. Sin un avance en la integración fiscal y una mejora en la gobernanza económica, no es posible avanzar hacia la construcción del mercado financiero único europeo.

La falta de acuerdo en la resolución de la crisis griega dio lugar a un fuerte aumento de las primas de riesgo, no solo de los países hasta ahora rescatados, sino de otros que sufrieron el ataque de los mercados (como Italia y España). La experiencia vivida a lo largo de 2011 demuestra que solo cuando la eurozona es capaz de adoptar acuerdos comunes limando las diferencias inicialmente existentes para resolver la crisis (con los acuerdos del Eurogrupo) y se dan los primeros pasos hacia una cierta integración fiscal (con los acuerdos de la cumbre Europea del 9 de diciembre de 2011), es posible recuperar parcialmente el clima de estabilidad necesario para proseguir hacia el camino del mercado único. Solo el tiempo y una nueva actualización del observatorio nos dirá si las medidas adoptadas han sido suficientes para recuperar la senda hacia la integración financiera o, por el contrario, será necesario implementar nuevas medidas dirigidas a una mayor integración fiscal y a la mejora de la gobernanza económica. No obstante, sin un avance en la integración fiscal y en la convergencia en las finanzas públicas, y sin mejoras en la gobernanza económica del área del euro, no es posible avanzar en la construcción de un mercado financiero único.

1. INTRODUCCIÓN

El año 2010, año al que está referida esta cuarta edición del observatorio sobre la integración financiera en Europa, ha estado marcado por dos acontecimientos: 1) la crisis de la deuda soberana en algunos países europeos (sobre todo Grecia e Irlanda) y 2) la adopción de medidas encaminadas a paliar los efectos de esa crisis sobre la estabilidad financiera. En este segundo caso, los compromisos adoptados para reequilibrar las cuentas públicas, la creación de fondos encaminados a asegurar la estabilidad financiera (como la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera), las medidas extraordinarias adoptadas por el Banco Central Europeo y el establecimiento de una reforma de gran calado en los acuerdos de Basilea II, han contribuido a paliar los efectos de la crisis.

En este contexto, el Observatorio sobre la integración de los mercados financieros europeos referido a 2010 actualiza un año más el sistema de indicadores, poniendo el énfasis en la posición del sistema financiero español en el contexto europeo. Además, como viene siendo habitual desde su creación en 2007, el contexto de crisis que nos ha tocado vivir obliga a analizar su impacto sobre el grado de integración y, por esta vía, sobre el desarrollo financiero y el crecimiento. En última instancia, el objetivo de alcanzar un mercado único se justifica por su contribución al crecimiento económico, siendo por tanto necesario disponer de una metodología que permita cuantificar en términos de PIB el efecto de la integración sobre el crecimiento de las economías.

La cuarta edición del observatorio sobre la integración financiera analiza el periodo 1999-2010, por lo que disponemos de una visión ya de largo plazo del impacto de las dos medidas más importantes adoptadas en 1999: la creación de la Unión Económica y Monetaria mediante la adopción del euro, y la aprobación de un ambicioso plan (el Plan de Acción de los Servicios Financieros) con el objetivo de alcanzar un mercado único a nivel europeo. Además, al disponer de información que cubre ya tres años de crisis (2008-2010), es posible analizar con mayor rigor y profundidad

el impacto de la crisis sobre el desarrollo y la integración financieros y, por esa vía, sobre el crecimiento económico.

La crisis de la deuda soberana que ha tenido lugar como consecuencia de los elevados déficits públicos y altos niveles de endeudamiento de algunos países europeos (con la crisis de Grecia en la primavera de 2010 e Irlanda a finales de año, a los que hay que sumar la crisis bancaria en Irlanda también a finales de 2010 que afecta a su deuda pública al haber garantizado el gobierno los pasivos bancarios) ha vuelto a impactar adversamente en el avance hacia un mercado único, habiendo afectado con más intensidad a los mercados monetarios y de deuda. En consecuencia, el retroceso en la integración que constatamos en la anterior edición del observatorio referido a 2009 no se ha corregido en 2010. Además, las dificultades de algunos sectores bancarios europeos como consecuencia de la crisis también han condicionado el grado de integración en los mercados bancarios, sobre todo en términos de una caída en la actividad transfronteriza.

La crisis ha impactado adversamente en la integración del mercado financiero si bien su intensidad difiere según el segmento analizado. Por ello, en el observatorio se construyen indicadores que permiten analizar por separado los mercados monetarios, de deuda y de capitales, así como los bancarios. Además, el observatorio contiene indicadores de competencia y eficiencia, dado que los beneficios de la integración sobre el crecimiento se materializan a través de su efecto sobre la rivalidad competitiva en los mercados y la eficiencia en la gestión de las entidades.

Para que un observatorio sea útil, es necesario 1) que se mantenga vivo en el tiempo; 2) que permita analizar por separado los distintos segmentos del mercado financiero; 3) que utilice la información más reciente posible; 4) que permita analizar el impacto de la integración sobre la eficiencia y la competencia; y 5) que cuantifique el impacto de la integración sobre el crecimiento económico. Para ello, la actualización hasta 2010 del sistema de indicadores construido en anteriores ediciones y el análisis que de él se deriva, vuel-

ve a poner de manifiesto el mayor grado de integración de los mercados mayoristas en relación a los minoristas, así como la importancia que tiene el desarrollo financiero y la integración para crear riqueza.

Al igual que en años anteriores, el lector interesado en un análisis pormenorizado de lo acontecido en cada uno de los países analizados puede consultar los correspondientes indicadores en el apéndice del informe, de forma que para facilitar la lectura, en el texto principal se pone el énfasis en la posición del sistema financiero español en el contexto europeo, apoyándose para ello en gráficos.

Además de esta introducción, el informe se estructura en seis apartados. El apartado 2 analiza la evolución del desarrollo financiero (aproximado como suele ser habitual por el tamaño de los mercados financieros en relación al PIB) de la economía española en el contexto europeo, prestando especial atención a lo acontecido en el periodo de crisis 2008-2010. El apartado 3 centra su análisis en la evolución del grado de integración de 1999 a 2010, así como el impacto de la crisis. Los siguientes tres apartados analizan la evolución de la competencia, la eficiencia y los sistemas y medios de pago, respectivamente. El apartado 7 cuantifica el impacto económico del desarrollo y la integración financieros en términos de crecimiento del PIB, tanto para el periodo que ha transcurrido desde la creación del euro y la aprobación del PASE, como para el periodo de crisis que transcurre de 2007 a 2010. Para concluir, el apartado 8 contiene los principales resultados y conclusiones del observatorio.

2. EL DESARROLLO Y ESTRUCTURA FINANCIEROS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN EL CONTEXTO EUROPEO

2.1. DESARROLLO FINANCIERO

Desde que hace décadas se creara la Unión Europea, y con más intensidad desde la creación de la Unión Económica y Monetaria, la consecución de

un mercado único ha sido uno de los principales objetivos a conseguir dados sus beneficiosos efectos sobre la eficiencia, la competencia, la estabilidad financiera y el crecimiento. No obstante, en última instancia, es el mayor desarrollo financiero asociado al avance en la integración el mecanismo a través del cual se materializan los beneficios de la integración.

Existe una abundante literatura y evidencia empírica que muestra la importancia del desarrollo financiero a la hora de explicar el crecimiento económico. Como demuestra claramente Levine (1997) en su ampliamente citado *survey* sobre este tema, cuanto mayor es la eficiencia con la que un sistema financiero desempeña sus funciones, mayor es su contribución al crecimiento económico ya que se reducen los costes de la intermediación y se incentiva la aparición de nuevos productos financieros que mejor se adecuan a las preferencias de los inversores/ahorradores.

El indicador más frecuentemente utilizado para aproximar el grado de desarrollo financiero de un país es el valor de la capitalización financiera como porcentaje del PIB, obtenida la capitalización total como suma del tamaño de los mercados de deuda, de capitales y del crédito bancario. En definitiva el indicador recoge el valor de todos los recursos financieros puestos a disposición de una economía, ya sea directamente en los mercados (renta fija y variable) o de forma intermediada por los bancos (crédito)¹.

El **gráfico 2.1** muestra el valor en 1999 (año de implantación del PASF), 2007 (inicio de la crisis) y 2010 (último disponible) del indicador de desarrollo financiero (gráfico a) así como la tasa de crecimiento anual en el periodo completo 1999-2010 y en el último año analizado en este informe. En 2010, España presenta un nivel de desarrollo financiero superior a la media europea (441% *vs.* 319% en la eurozona), situándose por encima de países como Francia y Alemania, pero

muy por debajo de países con mercados financieros más desarrollados (como Luxemburgo y el Reino Unido). En la parte derecha del gráfico se aprecia que España es el segundo país de la UE-15 con mayor crecimiento en el tamaño del mercado financiero, con una tasa de crecimiento promedio en el periodo 1999-2010 del 7,5% (solo por detrás de Irlanda), frente a un 2,2% de la euroárea. Este mayor crecimiento ha permitido a España avanzar posiciones en el *ranking* de desarrollo financiero, hasta situarse a finales de 2010 muy por encima de la media europea pese a partir en 1999 de un valor que era un 30% inferior a la UE-15.

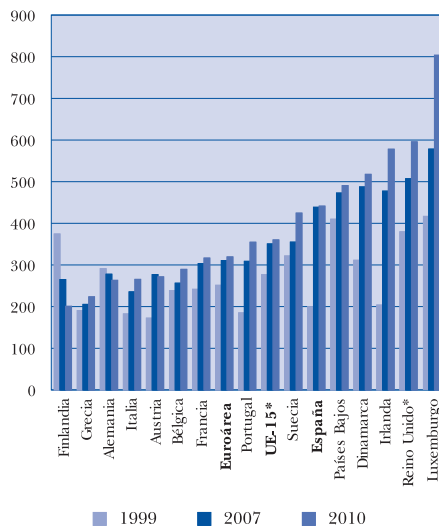
En relación a los niveles de capitalización existentes antes de la crisis, los valores de 2010 superan a los de 2007 en la mayoría de los países, lo que demuestra la recuperación que se ha producido, sobre todo tras la brusca caída en los valores de la capitalización bursátil que tuvieron lugar en 2008. Respecto a 2009, la capitalización total ha crecido un 2,3% en la eurozona, habiéndose mantenido prácticamente constante en España. Si en lugar de trabajar con datos anuales tomamos medias de tres años (para así suavizar el impacto de las cotizaciones bursátiles en el indicador de desarrollo financiero), los niveles en el periodo de crisis 2008-10 superan en solo un 2% los existentes en el trienio anterior 2005-07. Sin embargo, del trienio 1999-01 al 2005-07, la capitalización media de la UE-15 aumentó mucho más (un 22%), lo que muestra claramente el impacto de la actual crisis. En tasas anualizadas, del trienio 1999-01 al 2005-07, el desarrollo creció al año un 3,7%, mientras que de este último trienio al último creció solo el 0,7%. En España, si bien el crecimiento promedio anual en estos subperiodos es muy superior (13% de 1999-01 a 2005-07 y 3,7% de 2005-07 a 2008-10), también la crisis impacta en gran medida en el desarrollo financiero.

Si descendemos al detalle de los tres componentes de la capitalización financiera, la información que proporciona el **cuadro A.2.1** del anexo muestra que los tres mercados (en relación al PIB) tienen mayor tamaño en España. En concreto, la información disponible correspondiente a 2010 sitúa a España un 44% por encima de la media

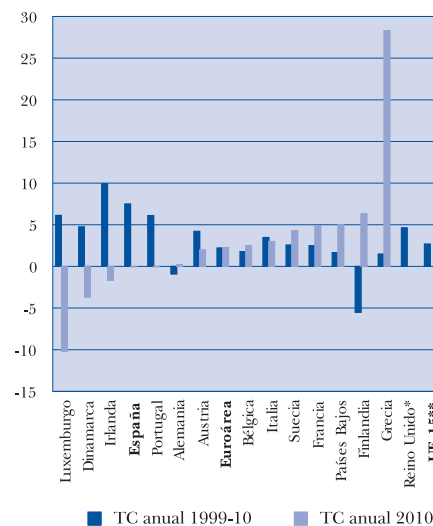
¹ En concreto, la capitalización total se obtiene como suma del crédito bancario al sector no financiero, la renta fija emitida por el sector privado y el valor de la capitalización bursátil interior.

GRÁFICO 2.1. DESARROLLO FINANCIERO: CAPITALIZACIÓN TOTAL COMO PORCENTAJE DEL PIB

a) Valores absolutos



b) Tasas anuales de variación (porcentaje)



Nota: La capitalización total se aproxima como la suma de los saldos vivos del total de deuda privada emitida (en el interior y en el extranjero), la capitalización bursátil interior, y el crédito de las IFMs al sector residente no financiero.

* Dato de 2010 corresponde a 2009.

** Tasa anual de variación 1999-09.

Fuente: Banco Central Europeo, BIS, Eurostat y World Development Indicators (Banco Mundial).

europea en el peso relativo del crédito en el PIB, un 28% en el valor de la renta fija y un 49% en el valor de la capitalización bursátil. En el primer caso, el indicador muestra la mayor dependencia española de la financiación bancaria, mientras que en el segundo, el crecimiento en España dobla al de la UE-15 en el periodo 1999-10, lo que muestra la importancia que han tenido los mercados de deuda a la hora de obtener financiación.

La elevada dependencia de la financiación bancaria que caracteriza a la economía española no implica que nuestro grado de bancarización sea excesivo, si bien es práctica habitual hablar de una elevada bancarización pero entendiendo como tal una densa red de sucursales bancarias. Si por bancarización entendemos el peso del valor añadido o el empleo del sector bancario en la economía o el peso de los activos bancarios en el PIB, nuestro

grado de bancarización se sitúa por debajo de la media europea. En concreto, en términos de este último indicador, como muestra el **gráfico 2.2**, los activos bancarios (en relación al PIB) se sitúan en 2010 en España un 7% por debajo de la media de la euroárea (326,6% vs. 352%). Es de destacar la ligera caída que se produce en España en 2010 en un contexto macroeconómico adverso caracterizado por la debilidad de la demanda que afecta negativamente a la actividad bancaria. No obstante, en el periodo completo analizado 1999-2010, el crecimiento del balance de la banca española (5,6% al año) ha sido superior a la de la banca europea (3,3%). Finalmente, también llama la atención el elevado grado de bancarización de Luxemburgo e Irlanda, con un peso de los activos bancarios 25 y 10 veces superior a sus respectivas economías lo que, en el caso de Irlanda, ha exigido rescatarla

dados los problemas de su sector bancario y el elevado peso de la banca en su economía.

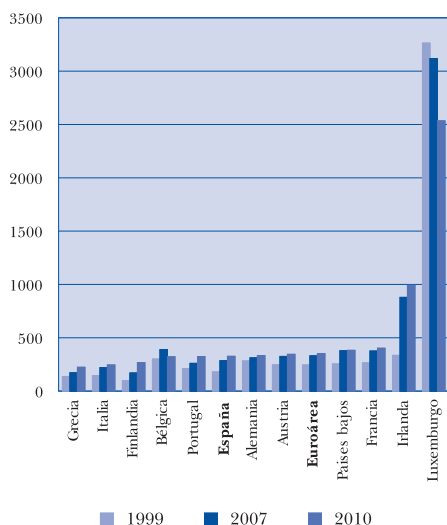
La ralentización en el crecimiento de los balances bancarios que se produce en España con motivo de la crisis ha obligado a las entidades a reestructurarse y a ahorrar costes por la vía de los procesos de integración en curso que afectan a las cajas de ahorros. Así, en poco tiempo, el número de cajas se ha reducido sustancialmente, pasando de 45 a menos de la tercera parte². Con dicho proceso de integración, se está produciendo una caída tanto en el número de oficinas como en el volumen de

empleo (ver **cuadro A.2.4**), proceso necesario para hacer frente al exceso de capacidad instalada acumulada en la época del boom inmobiliario.

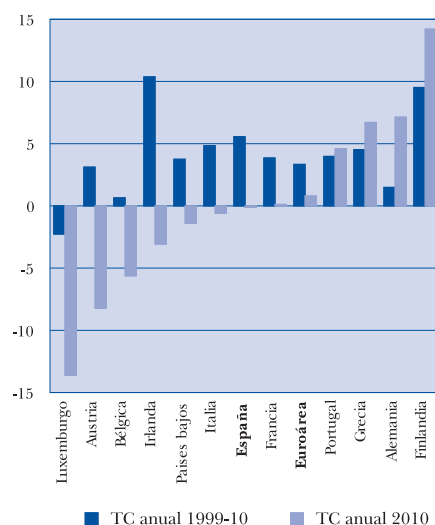
En el caso de la actividad de los fondos de inversión (actividad que en España está muy concentrada en las entidades bancarias), los niveles de actividad se están recuperando del declive que tuvo lugar en 2008, cuando para la media de la eurozona el activo total de los fondos, en relación al PIB, cayó un 29% (en España cayó un 41%). Así, a finales de 2010 la actividad de los fondos casi ha recuperado el nivel alcanzado antes de la crisis

GRÁFICO 2.2. ACTIVO TOTAL DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS MONETARIAS COMO PORCENTAJE DEL PIB

a) Valores absolutos



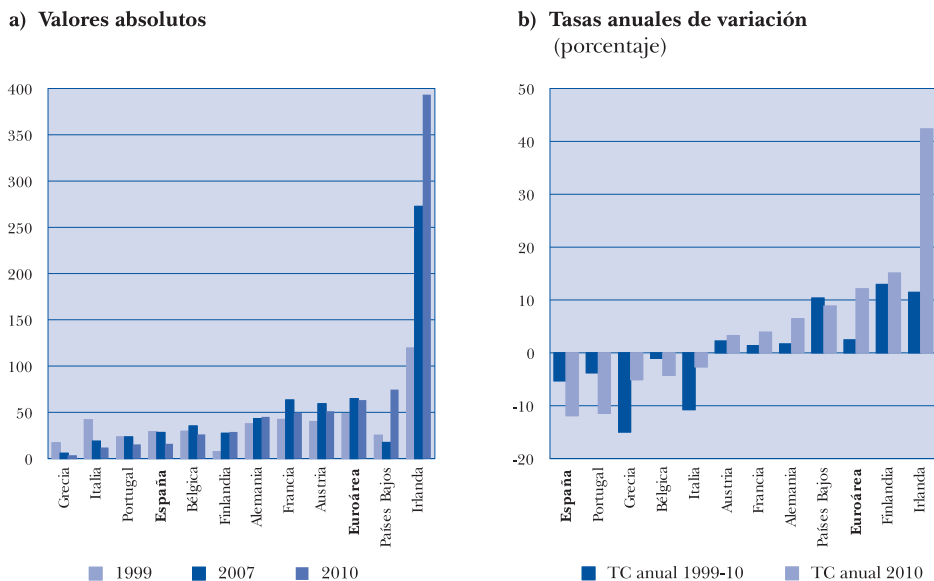
b) Tasas anuales de variación (porcentaje)



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

² Una descripción del proceso de reestructuración del sector bancario español puede encontrarse en la abundante información que ofrece el Banco de España en su página web: http://www.bde.es/webbde/es/secciones/prensa/info_interes/reestructuracion.html.

(ver **gráfico 2.3**). Sin embargo, este comportamiento contrasta por completo en España donde en 2010 se ha acentuado la caída hasta alcanzar el nivel más bajo desde 1999 (el 15,9% del PIB). Por tanto, el mensaje a retener es el mayor impacto que la crisis ha tenido en los fondos de inversión en España en comparación con la media europea, así como el escaso desarrollo de la industria espa-

GRÁFICO 2.3. ACTIVO TOTAL DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN (porcentaje del PIB)


Nota: El valor de Luxemburgo no se reporta dado que su valor es más de 70 veces superior a la media.

Fuente: Banco Central Europeo, Eurostat.

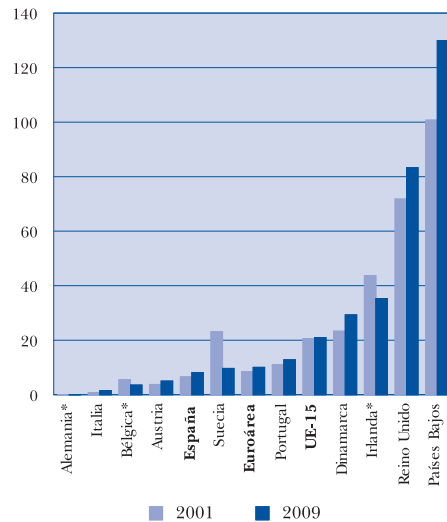
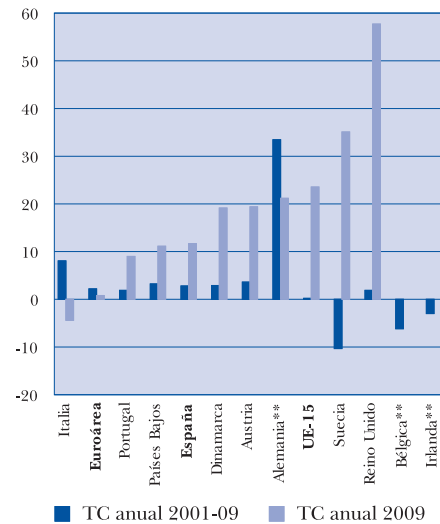
ñola. Con datos de 2010, la industria española de fondos de inversión es la cuarta menos desarrollada de la euroárea.

En el caso de los fondos de pensiones (**gráfico 2.4**), la información que proporciona el Banco Central Europeo no permite analizar los datos referidos a 2010. Por ese motivo, la última información referida a 2009 muestra que el activo que manejan los fondos de pensiones de las compañías españolas está muy por debajo de la media europea (8,2% del PIB *vs.* 21% en la UE-15), si bien la distancia se acorta con respecto a la euroárea como consecuencia del elevado desarrollo de esta industria en el Reino Unido. Tras el impacto de la crisis en 2008 que dio lugar a una caída en las valoraciones de las carteras de los fondos, en 2009 se han recuperado los valores de las carteras. En concreto, en España la subida en 2009 es del 11,7%, muy por encima de la eurozona pero inferior a la media de la UE-15.

También en el caso de la actividad de las compañías de seguro la última información disponible está referida a 2009. Como muestra el **gráfico**

2.5, la inversión de las compañías españolas es muy reducida ya que alcanza solo el 18,9% del PIB frente a un porcentaje del 57,6% en la media de países de la UE-15. De hecho, como queda claramente reflejado en el panel a) del gráfico, la industria aseguradora española es la segunda dentro de la UE-15 con menor nivel de desarrollo, y ello a pesar de haber crecido desde 1999 a un mayor ritmo.

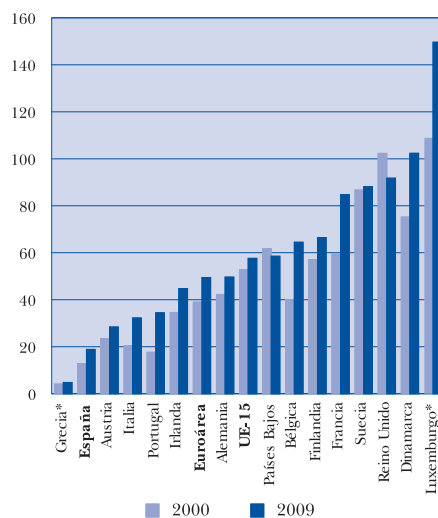
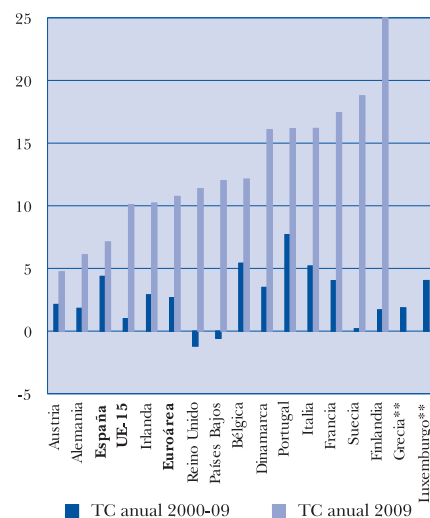
Esta imagen de escaso desarrollo del seguro en España está en concordancia con la visión que se desprende en términos de tasa de penetración. Así, en 2009, el valor de las primas cobradas por las compañías españolas equivale al 5,7% de nuestro PIB, siendo el porcentaje del 8,8% en la UE-15 (ver **gráfico 2.6**). El crecimiento de la tasa de penetración siempre ha sido inferior en España, tanto para el periodo completo 1999-09 como en el último año analizado. En 2009, España ocupa posiciones rezagadas en el *ranking* de países europeos, siendo nuestra industria aseguradora la tercera con menor penetración de los países de la UE-15.

GRÁFICO 2.4. ACTIVO TOTAL DE LOS FONDOS DE PENSIONES (porcentaje del PIB)
a) Valores absolutos

b) Tasas anuales de variación (porcentaje)


* Datos mostrados para Alemania en 2002 y 2009; Bélgica e Irlanda 2001 y 2008.

** Tasa anual de variación: Alemania 2002-09, Bélgica e Irlanda 2001-08.

Fuente: Banco Central Europeo, Eurostat.

GRÁFICO 2.5. INVERSIONES TOTALES DE LAS COMPAÑÍAS DE SEGUROS (porcentaje del PIB)
a) Valores absolutos

b) Tasas anuales de variación (porcentaje)


* Datos para Grecia y Luxemburgo en 2000 y 2008.

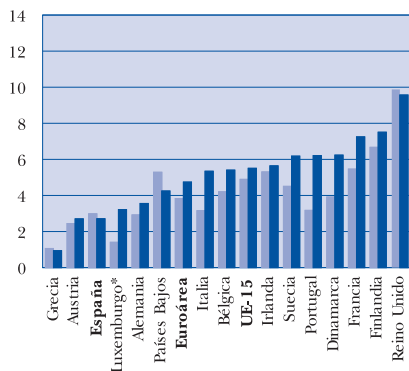
** Tasa anual de variación 2000-08

Fuente: European Insurance and Reinsurance Federation (CEA), Eurostat.

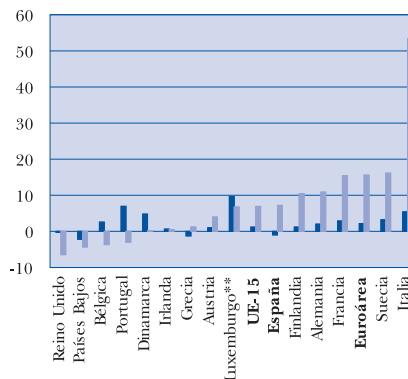
GRÁFICO 2.6. TASA DE PENETRACIÓN DEL SECTOR SEGUROS (valor de las primas como porcentaje del PIB)

Seguros de vida

a) Valores absolutos

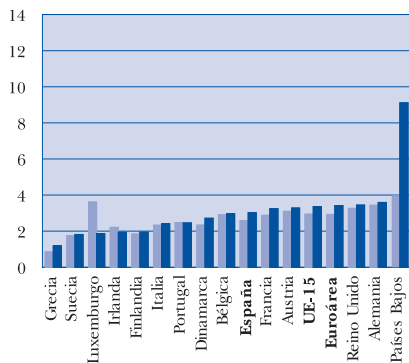


b) Tasas anuales de variación (porcentaje)

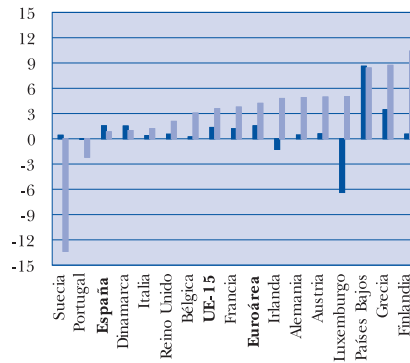


Seguros de no-vida

a) Valores absolutos

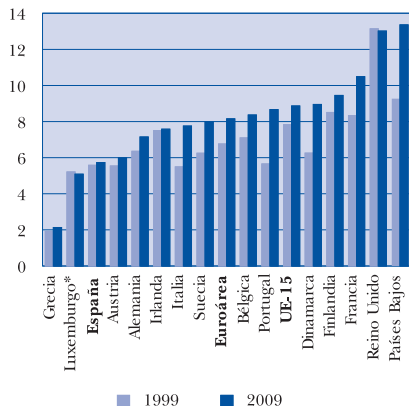


b) Tasas anuales de variación (porcentaje)

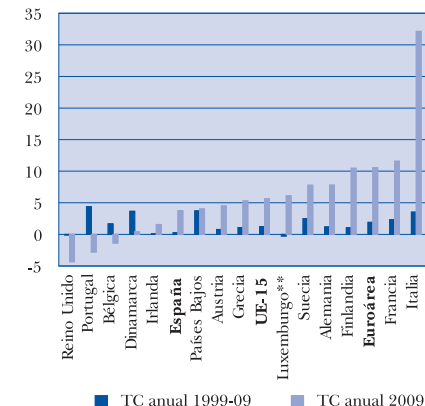


Total seguros

a) Valores absolutos



b) Tasas anuales de variación (porcentaje)



* Dato correspondiente a 2000.

** Tasa anual de variación 2000-09.

Fuente: European Insurance and Reinsurance Federation (CEA), Eurostat.

La información disponible permite analizar por separado los segmentos de vida y no-vida. En el segundo caso, España avanza posiciones en el *ranking* europeo, ya que acorta sustancialmente su distancia a la tasa de penetración media de la UE-15 (3% en España *vs.* 3,4% en la UE-15). En cambio, en el segmento de seguros de vida, la penetración es menor y se sitúa en un valor (2,7%) que es la mitad del correspondiente a la media europea (5,5%).

2.2. ESTRUCTURA FINANCIERA

El sistema financiero canaliza los flujos financieros desde los ahorradores últimos de la economía a los inversores a través de dos vías: de forma directa en los mercados financieros o de forma indirecta a través de los intermediarios financieros. La importancia relativa que en una economía tiene cada vía de financiación determina su estructura financiera. Así, podemos distinguir entre una estructura financiera basada en los mercados o en los intermediarios según el peso relativo de cada vía de financiación.

La importancia relativa de cada mecanismo de financiación afecta a aspectos tan importantes como la eficacia de la política monetaria, el grado de innovación financiera, la estabilidad del sistema financiero, etc. Por tanto, es de interés analizar la estructura financiera de la economía española en el contexto europeo así como la evolución a lo largo del tiempo.

El **cuadro 2.1** muestra el peso relativo en el PIB de los activos y pasivos financieros en España y en la eurozona, así como sus posiciones financieras netas en el año inicial analizado en este informe (1999) y en los años más recientes. En el caso de España, la información que proporcionan las cuentas financieras que elabora el Banco de España permite llegar hasta 2010, mientras que en el caso de la eurozona el último dato que aporta Eurostat está referido a 2009.

En el caso de España, la evolución de sus activos financieros netos refleja el creciente endeudamiento de la economía hasta alcanzar una posi-

ción neta negativa del 85% del PIB en 2010, frente a solo el 5% de la euroárea (en este caso referida a 2009). En términos absolutos, el endeudamiento neto asciende a 0,9 billones de euros, frente a un valor del PIB de 1,06 billones de euros. El aumento del nivel de endeudamiento acumulado a lo largo del anterior ciclo expansivo tiene su origen en la insuficiencia del ahorro nacional para financiar la inversión, dando lugar a un elevado déficit por cuenta corriente financiado en el exterior de la economía. Por el mismo motivo, la deuda externa de la economía española ha aumentado a lo largo del periodo de expansión, hasta alcanzar a finales de 2010 el 164% del PIB (1,7 billones de euros).

La comparación de los datos correspondientes a 2010 con los de 2009 muestra el esfuerzo realizado por la economía española para reducir su elevado nivel de endeudamiento. El necesario desapalancamiento de la economía ha permitido reducir en 2010 la posición financiera neta, pasando de un máximo del 89% en 2009 al 85% en 2010. Esta reducción en el nivel de endeudamiento se refleja tanto en la mejora en el saldo exterior de nuestra balanza por cuenta corriente (-4,5% en 2010, frente al -5,2% un año antes), como en la reducción en el nivel de deuda externa (del 166,8% del PIB en 2009 al 164% en 2010, con una caída en el saldo vivo de 15.000 millones de euros).

El elevado nivel de endeudamiento de la economía española tiene su origen en el sector privado. Así, en el caso concreto del sector privado no financiero, en 2010 ha alcanzado un valor del 224% del PIB, muy por encima de la media de los países de la eurozona (166% en 2009). La otra cara de la moneda de este endeudamiento está en el elevado ritmo de crecimiento del crédito bancario que ha sido posible gracias al acceso de la banca española a la financiación externa en los mercados mayoristas. Por este motivo, las entidades financieras españolas concentran el 44,5% de la deuda externa de nuestra economía (808.210 millones en 2010).

Que el problema de endeudamiento de la economía española se concentra prioritariamente en

el sector privado no financiero lo ilustra claramente la información del **cuadro 2.1** al constatar que en 2010 la posición financiera neta de las sociedades no financieras alcanza el -142% del PIB (-94% en la eurozona), frente al -34% de las AA. PP. (-55% en la eurozona). Por el contrario, las economías domésticas presentan una posición positiva equivalente al 77% del PIB, así como las

sociedades financieras (11% del PIB). En relación a 2009, la caída en el grado de endeudamiento neto de la economía española que ha tenido lugar en 2010 tiene su origen en el proceso de desapalancamiento de las empresas y familias, que ha podido contrarrestar el creciente endeudamiento del sector público.

CUADRO 2.1. ACTIVOS, PASIVOS Y POSICIÓN FINANCIERA NETA DE LAS ECONOMÍAS EUROPEAS. CUENTAS FINANCIERAS NO CONSOLIDADAS
(porcentaje del PIB)

	Activos					Pasivos					Posición Neta				
	1999	2007	2008	2009	2010	1999	2007	2008	2009	2010	1999	2007	2008	2009	2010
España															
Total Economía	611	846	812	856	853	644	924	890	944	938	-32	-78	-78	-89	-85
Sociedades no financieras	138	221	196	196	204	250	378	332	338	339	-112	-156	-136	-142	-135
Sociedades financieras	269	414	429	456	447	269	411	416	446	433	0	3	13	11	13
AA. PP.	27	29	31	36	35	74	48	54	70	76	-48	-19	-23	-34	-40
Economías domésticas	178	182	156	167	167	51	88	88	90	90	127	94	68	77	77
Euroárea															
Total Economía	755	904	868	925	-	759	909	875	930	-	-5	-5	-7	-5	-
Sociedades no financieras	145	181	160	176	-	250	286	247	270	-	-105	-106	-88	-94	-
Sociedades financieras	375	485	486	506	-	371	477	477	496	-	4	8	9	10	-
AA. PP.	35	34	35	38	-	84	78	83	93	-	-49	-44	-48	-55	-
Economías domésticas	200	205	188	205	-	55	68	68	72	-	146	137	120	134	-

Nota: Las medias de la euroárea se calculan para los países para los que existe información.

Fuente: Eurostat y Banco de España.

Por tipo de pasivo (**cuadro 2.2**) y con datos referidos a 2009 (último disponible), la estructura porcentual de las fuentes de financiación muestra el mayor peso relativo que en España tiene el crédito bancario (25,1% del total, frente al 20,6% en la eurozona), lo que es reflejo de nuestra mayor dependencia de la financiación bancaria. Por el contrario, la emisión de deuda y renta variable tienen un menor peso relativo en comparación con la media europea. Además, de 1999 a 2009, la importancia relativa de la financiación bancaria ha aumentado con mayor intensidad en España, ya que ha crecido en casi 8,2

puntos porcentuales, frente a 2,2 puntos porcentuales en la euroárea.

Si descendemos al detalle sectorial por agentes utilizando la información que proporcionan los **cuadros A.2.14**, en España las empresas tienen una mayor dependencia de la financiación bancaria, ya que los préstamos representan el 40% del total de sus pasivos financieros, lo que supone 7,3 puntos porcentuales más que en las empresas de la eurozona. Y en el caso de las entidades financieras, el hecho diferencial que más destaca en España es el mayor peso relativo de los depósitos, ya que representan el 57,6% del pasivo total, frente al 44,9% de la media de la eurozona.

CUADRO 2.2. FUENTES DE FINANCIACIÓN (PASIVOS FINANCIEROS NO CONSOLIDADOS). 2009
a) Porcentaje del PIB

	Total Pasivos Financieros	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones y participaciones	Préstamos	Acciones y participaciones	Otros pasivos
España						
Total Economía	944,1	256,9	157,2	236,7	189,6	103,7
Sociedades no financieras	338,4	-	2,5	135,5	141,5	58,9
Sociedades financieras	445,7	256,6	102,7	5,5	47,9	33,1
AA. PP.	70,1	0,3	52,0	9,8	0,2	7,9
Economías domésticas	89,9	-	-	86,0	-	3,8
Euroárea						
Total Economía	930,5	227,2	170,6	191,4	214,1	127,1
Sociedades no financieras	269,6	0,3	10,0	88,1	133,6	37,5
Sociedades financieras	496,1	222,9	90,8	24,7	80,4	77,3
AA. PP.	93,1	4,0	69,8	14,3	0,1	4,9
Economías domésticas	71,7	0,0	0,0	64,3	0,1	7,3

b) Estructura porcentual

	Total Pasivos Financieros	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones y participaciones	Préstamos	Acciones y participaciones	Otros pasivos
España						
Total Economía	100,0	27,2	16,6	25,1	20,1	11,0
Sociedades no financieras	100,0	-	0,8	40,0	41,8	17,4
Sociedades financieras	100,0	57,6	23,0	1,2	10,7	7,4
AA. PP.	100,0	0,5	74,1	13,9	0,3	11,2
Economías domésticas	100,0	-	-	95,7	-	4,3
Euroárea						
Total Economía	100,0	24,4	18,3	20,6	23,0	13,7
Sociedades no financieras	100,0	0,1	3,7	32,7	49,6	13,9
Sociedades financieras	100,0	44,9	18,3	5,0	16,2	15,6
AA. PP.	100,0	4,3	75,0	15,4	0,1	5,3
Economías domésticas	100,0	0,0	0,0	89,7	0,1	10,2

Nota: Las medias de la euroárea no incluyen Irlanda y Luxemburgo.
Fuente: Eurostat.

En el caso de los activos financieros (**cuadro 2.3**), destaca nuevamente la mayor importancia relativa que en España tiene el sector bancario, ya

que tanto los préstamos como los depósitos tienen un mayor peso relativo en el total de los activos financieros. En concreto, en 2009, los préstamos y

CUADRO 2.3. INVERSIONES FINANCIERAS (ACTIVOS FINANCIEROS NO CONSOLIDADOS). 2009

a) Porcentaje del PIB

	Total Activos Financieros	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones y participaciones	Préstamos	Acciones y participaciones	Otros activos
España						
Total Economía	855,5	230,9	114,8	218,0	186,4	105,5
Sociedades no financieras	196,4	23,5	3,2	20,3	86,1	63,2
Sociedades financieras	456,2	116,9	99,4	193,1	38,1	8,7
AA. PP.	35,7	11,4	7,4	4,5	9,1	3,3
Economías domésticas	167,3	79,0	4,8	-	53,1	30,3
Euroárea						
Total Economía	925,3	218,1	142,3	204,0	229,1	131,8
Sociedades no financieras	175,7	22,1	5,3	29,6	80,6	38,1
Sociedades financieras	506,5	118,0	116,4	168,4	84,9	18,8
AA. PP.	37,7	6,9	4,3	5,2	14,2	7,2
Economías domésticas	205,4	71,2	16,3	0,8	49,4	67,6

b) Estructura porcentual

	Total Activos Financieros	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones y participaciones	Préstamos	Acciones y participaciones	Otros activos
España						
Total Economía	100,0	27,0	13,4	25,5	21,8	12,3
Sociedades no financieras	100,0	12,0	1,6	10,4	43,8	32,2
Sociedades financieras	100,0	25,6	21,8	42,3	8,3	1,9
AA. PP.	100,0	31,9	20,7	12,6	25,6	9,2
Economías domésticas	100,0	47,3	2,9	-	31,8	18,1
Euroárea						
Total Economía	100,0	23,6	15,4	22,0	24,8	14,2
Sociedades no financieras	100,0	12,5	3,0	16,8	45,9	21,7
Sociedades financieras	100,0	23,3	23,0	33,3	16,8	3,7
AA. PP.	100,0	18,2	11,4	13,7	37,6	19,1
Economías domésticas	100,0	34,7	7,9	0,4	24,1	32,9

Nota: Las medias de la euroárea se calculan para los países para los que existe información.

Fuente: Eurostat y Banco de España.

depósitos concentran en España el 25,5% y 27% de las inversiones financieras, respectivamente, mientras que en la eurozona los porcentajes son del 22% y 23,6%. Esta visión se ve reforzada viendo la estructura porcentual de los activos financieros de las sociedades financieras españolas ya que destinan a préstamos el 42,3% de sus inversiones, 9 puntos porcentuales más que la banca de la eurozona. Y en las economías domésticas, en España los depósitos concentran el 47,3% de sus inversiones financieras, frente a un 34,7% en el área del euro.

Además de la conexión existente entre la estructura financiera y la efectividad de la política monetaria, la primera también puede tener conexiones con la evolución de la integración financiera. De hecho, un a priori es que con la eliminación de barreras a la competencia y el mejor acceso a las fuentes de financiación externa (con mayor actividad *cross-border*), el avance en la integración puede favorecer un proceso de conver-

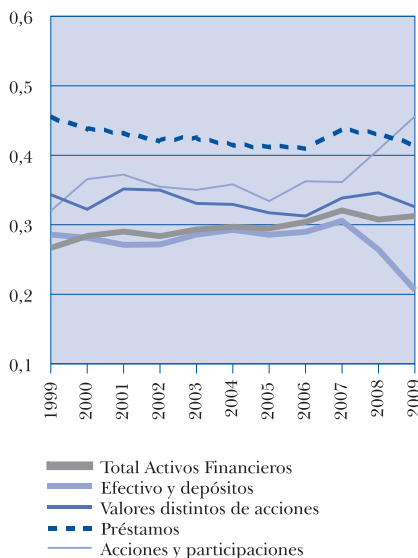
gencia en las estructuras financieras de las economías europeas. Pero ello no tiene porque cumplirse necesariamente si los países, a pesar de tener menos restricciones en el acceso a los mercados internacionales, mantienen sus preferencias respecto a una determinada forma de financiación (directa o intermediada).

La respuesta a esta disyuntiva puede darse mediante la construcción de un indicador de convergencia como es el coeficiente de variación del porcentaje que cada activo financiero tiene en el PIB de los países analizados.

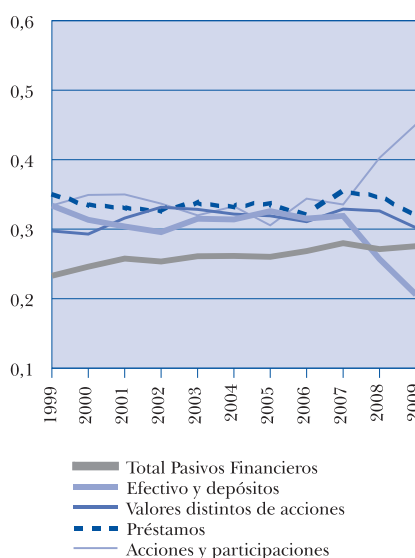
El **gráfico 2.7** muestra la evolución del indicador de convergencia desde 1999 a 2009, tanto en la vertiente del activo como del pasivo. En el primer caso, el coeficiente de variación ha aumentado de un valor de 0,27 en 1999 a 0,31 en 2009, produciéndose en consecuencia un proceso de divergencia que alcanzó el punto máximo en 2007. En 2008 se reduce el coeficiente de variación, si bien ha vuelto a aumentar en 2009.

GRÁFICO 2.7. σ - CONVERGENCIA (COEFICIENTE DE VARIACIÓN) EN LAS ESTRUCTURAS FINANCIERAS DE LOS PAÍSES DE LA UE-15. TOTAL ECONOMÍA
(coeficiente de variación entre países de la ratio instrumento financiero / PIB)

a) Activos no consolidados



b) Pasivos no consolidados



Nota: Las medias de dispersión de la UE-15 no incluyen Irlanda, Luxemburgo y el Reino Unido.

Fuente: Eurostat.

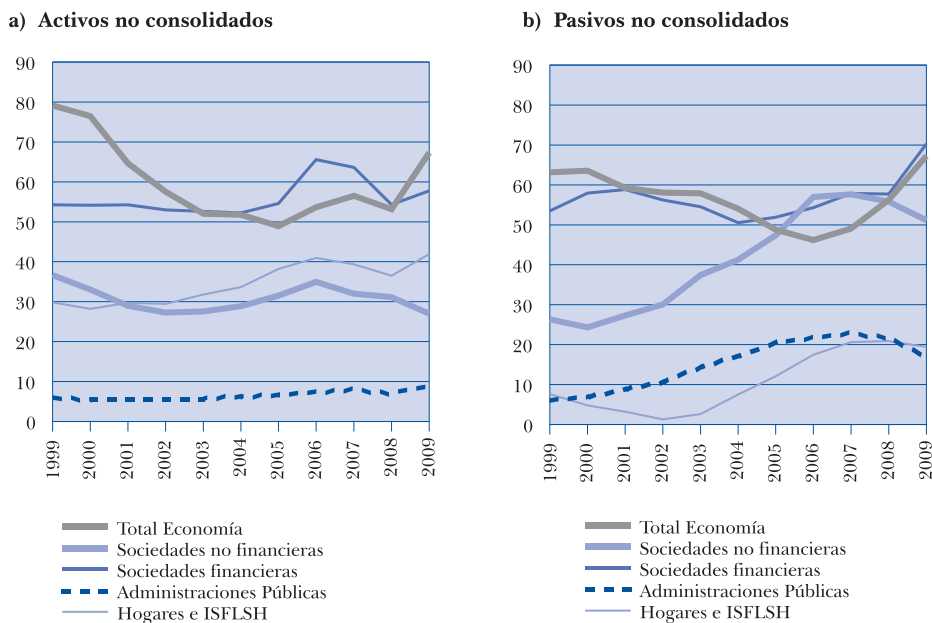
No obstante, la ratio activos (o pasivos) financieros/PIB no refleja la estructura financiera sino el grado de desarrollo financiero. Por ese motivo, el análisis de las desigualdades entre estructuras financieras entre países debe ser abordado a nivel de instrumento financiero, ya que el peso relativo de cada activo en el total es lo que refleja la estructura financiera de una economía. En este caso, las mayores diferencias entre países tienen lugar en el peso de los préstamos en el PIB, si bien en 2009 las mayores desigualdades tienen lugar en la inversión en renta variable. Por el contrario, las menores diferencias tienen lugar en el efectivo y depósitos donde se ha producido una fuerte caída en las desigualdades entre países en 2009.

En la vertiente del pasivo (fuentes de financiación), también es en el peso de la renta variable en

el PIB donde más diferencias hay entre países, destacando el fuerte crecimiento del coeficiente de variación en 2009. Por contra, en los depósitos las diferencias son más reducidas, con una fuerte caída en 2009.

La conclusión que se desprende del **gráfico 2.7** es que en los últimos años han aumentado las diferencias entre los países europeos en la ratio activos financieros (y pasivos)/PIB, lo que conlleva una divergencia en sus niveles de capitalización financiera. Tanto en el activo como en el pasivo, las mayores desigualdades entre países tienen lugar en el peso relativo de la renta variable, siendo de destacar el fuerte aumento de las diferencias desde 2007. También es de destacar la fuerte caída que con la crisis han tenido las diferencias en el peso de los depósitos en el PIB.

GRÁFICO 2.8. CONVERGENCIA VS. DIVERGENCIA DE ESPAÑA HACIA LA ESTRUCTURA FINANCIERA MEDIA DE LA UE-15: DISTANCIA EUCLÍDEA
(distancia euclídea del peso en el PIB de cada archivo financiero con respecto a la UE-15)



Nota: Las medias de dispersión de la UE-15 no incluyen Irlanda, Luxemburgo y el Reino Unido.
Fuente: Eurostat.

Si centramos ahora la atención en la economía española, el **gráfico 2.8** muestra la distancia euclídea entre España y la media europea en el peso de cada uno de los activos financieros como porcentaje del total³. El objetivo de este análisis es analizar si España se acerca o se aleja de la media europea en lo que a su estructura financiera se refiere. Si la distancia euclídea aumenta, eso querrá decir que nos separamos de la media europea.

En la vertiente del activo, y para el total de la economía, la distancia euclídea no tiene un comportamiento definido en el periodo 1999-09, ya que se identifican distintas etapas en su evolución. Así, hasta mediados de la década, España converge hacia la estructura financiera media europea, si bien a partir de entonces y con especial intensidad en 2009, se produce un proceso de divergencia. Por agentes, las mayores diferencias con respecto a la UE-15 tienen lugar en la estructura financiera de los hogares, mientras que las menores se dan en las AA. PP.

En el pasivo, el patrón temporal es muy similar ya que tras la convergencia que se observa hasta 2005, la distancia euclídea aumenta de forma acusada a partir de entonces, alcanzándose en 2009 la mayor diferencia respecto a la estructura financiera media europea. En esta vertiente de las fuentes de financiación, son las sociedades financieras españolas las que más se separan de la estructura financiera europea.

En conclusión, el mensaje que se desprende del análisis de la evolución de la estructura financiera de la economía española en relación a la media europea es que, con la crisis, el proceso de convergencia que tuvo lugar hasta 2005-06, ha dado paso a un nuevo periodo de divergencia, siendo en la actualidad las sociedades financieras españolas las que presentan una estructura financiera más alejada de la media europea.

³ La distancia euclídea es una magnitud escalar que mide la relación de lejanía entre dos puntos o cuerpos. En el caso que nos ocupa, mide la diferencia entre España y la UE-15 del peso de cada activo financiero en el PIB. Se calcula como la raíz cuadrada de la suma de las diferencias al cuadrado.

3. LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EUROPEOS

Para que avance la integración del mercado financiero es necesario que los precios de los activos financieros con similares características tiendan a igualarse y que no haya trabas a que los flujos financieros circulen entre países. Por ello, la forma más frecuente de analizar el grado de integración financiera es contrastar el mayor o menor cumplimiento de la llamada «ley de un solo precio» que postula que los activos financieros con idénticas características (en términos de riesgo, liquidez, vencimiento, etc.) deben proporcionar la misma rentabilidad (precio) con independencia del domicilio del emisor y del inversor. Por tanto, los indicadores de integración financiera deben referirse a mercados específicos y valorar si sus precios son diferentes o no entre países⁴.

Para que un mercado financiero esté integrado es necesario que todos los potenciales participantes estén sujetos a las mismas reglas y que tengan pleno acceso a todos los activos y servicios financieros. Si estas condiciones se satisfacen, es de esperar que se cumpla la ley de un solo precio ya que las diferencias de precios de los activos serán eliminadas por medio del arbitraje.

Con objeto de contrastar el grado de cumplimiento de esta «ley», lo más frecuente es utilizar información sobre tipos de interés. Sin embargo, también los indicadores basados en cantidades aportan información relevante ya que variables como la cuota de mercado de los intermediarios extranjeros, la actividad transfronteriza, la composición doméstica *vs.* internacional de las carteras, o el grado de internacionalización en los procesos de fusión son fiel reflejo del grado de integración de los mercados financieros.

Los informes que realiza anualmente el Banco Central Europeo (el último en mayo de 2011) y la Comisión Europea (mayo 2011), así como las tres ediciones de este observatorio, muestran el distinto grado de integración existente en los mercados

⁴ Véase en Kalemli-Ozcan et al. (2010) un resumen de la literatura sobre la medición de la integración financiera.

mayoristas y minoristas, lo que exige analizar por separado los distintos segmentos del mercado. En general, de esos informes se desprende que la integración es mayor en los mercados más próximos a la política monetaria (que es única en la eurozona desde su creación en 1999) y cuanto mayor es la integración de las infraestructuras subyacentes. Por estos dos motivos, la integración es mayor en el mercado monetario y de bonos que en los mercados al por menor (mercados de productos bancarios).

En este apartado del informe se analiza la evolución y grado de integración de los distintos segmentos del mercado financiero, cubriendo el periodo 1999-2010. Dado que la crisis que aún estamos sufriendo comenzó a mediados de 2007, en esta cuarta edición del observatorio ya es posible analizar en toda su extensión la crisis a lo largo de casi cuatro años, por lo que pondremos especial interés en analizar el impacto de la crisis en la integración a lo largo del periodo 2008-10.

Tras el enorme retroceso vivido en el grado de integración en 2008 (sobre todo en los mercados monetarios), y frente a la leve recuperación que tuvo lugar en 2009 como consecuencia de las medidas adoptadas por parte de organismos como la Comisión Europea y el Banco Central Europeo (algunas bajo el paraguas de los acuerdos del G-20), 2010 está marcado por la crisis de la deuda soberana como consecuencia del deterioro en las cuentas públicas de algunos países europeos y el impacto adverso que ha tenido en la prima de riesgo tanto de la deuda pública como de las emisiones de deuda bancaria de los países que han suscitado más dudas.

Por este motivo, el análisis que se presenta a continuación analiza por separado los distintos segmentos del mercado financiero (mercados monetarios, de renta fija y de renta variable, mercados bancarios, inversores institucionales, etc.).

3.1. MERCADOS MONETARIOS

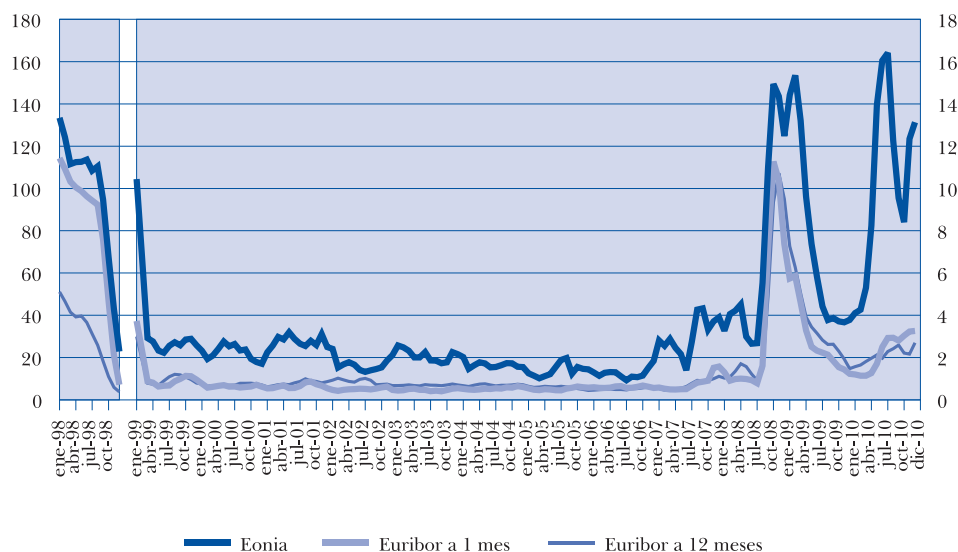
Como se ha comentado anteriormente, tras la introducción del euro, el mercado monetario alcanzó casi de inmediato la plena integración como demuestran los indicadores que se manejan

a continuación. Pero de igual forma que fue el más rápido en alcanzar la integración, es el que en menor tiempo y con más intensidad ha sufrido las consecuencias de la crisis, aumentando enormemente las desigualdades de tipos de interés entre países y el sesgo doméstico en las operaciones realizadas. Así, como ya se advirtió en la pasada edición del observatorio, las diferencias entre los países del área del euro aumentaron de forma considerable tras las tensiones sufridas en el mercado interbancario en verano de 2007. En concreto, de junio de 2007 a abril de 2008, la desviación típica del tipo a un día (Eonia) se multiplicó por tres. Posteriormente y hasta julio de 2008 se relajaron las tensiones si bien en septiembre de 2008, coincidiendo con la quiebra de Lehman Brothers, se agudizaron las tensiones hasta alcanzar la desviación típica un nivel cinco veces superior al existente al inicio de la crisis de las *subprimes*. Posteriormente, y gracias a las medidas extraordinarias de inyección de liquidez implementadas por el Banco Central Europeo (alargamiento del vencimiento de las operaciones de financiación a más largo plazo y subastas extraordinarias a tipo fijo y adjudicación plena), se aliviaron las tensiones cayendo las desigualdades hasta finales de 2009. Esta secuencia de los hechos demuestra que, con el estallido de la crisis, y de forma más acusada con la quiebra de Lehman Brothers, el mercado interbancario del área del euro pasó de una situación de plena integración a otra completamente distinta donde se produce un sesgo doméstico en las transacciones realizadas dada la falta de confianza en los bancos de terceros países. En esta nueva situación, solo los grandes bancos se prestaban a tipos reducidos, mientras que el resto solo operan en los mercados nacionales a tipos más elevados.

El **gráfico 3.1** pone de manifiesto muy claramente la secuencia de los acontecimientos descrita en el párrafo anterior en base a la evolución de la desviación típica de los tipos de interés del mercado interbancario a diversos plazos⁵. Centrando

⁵ El Banco Central Europeo construye el indicador a partir de los datos del panel de bancos con el que se construye el Eonia y el Euribor. En concreto, el indicador muestra las desigualdades entre países del área del euro de los tipos de interés nacionales (calculados con los bancos de cada país).

GRÁFICO 3.1. DESVIACIÓN TÍPICA ENTRE PAÍSES DE LA EUROÁREA DE LOS TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO INTERBANCARIO. 1998-2010



Fuente: Banco Central Europeo.

ahora la atención en lo acontecido en 2010, el gráfico muestra que en el primer semestre del año volvió a aumentar fuertemente la desviación típica de los tipos interbancarios, alcanzándose las mayores desigualdades en el tipo a un día. En concreto, en julio de 2010 la desviación típica alcanzó su máximo desde la creación del euro en 1999, con un nivel que superó el anterior máximo alcanzado en febrero de 2009.

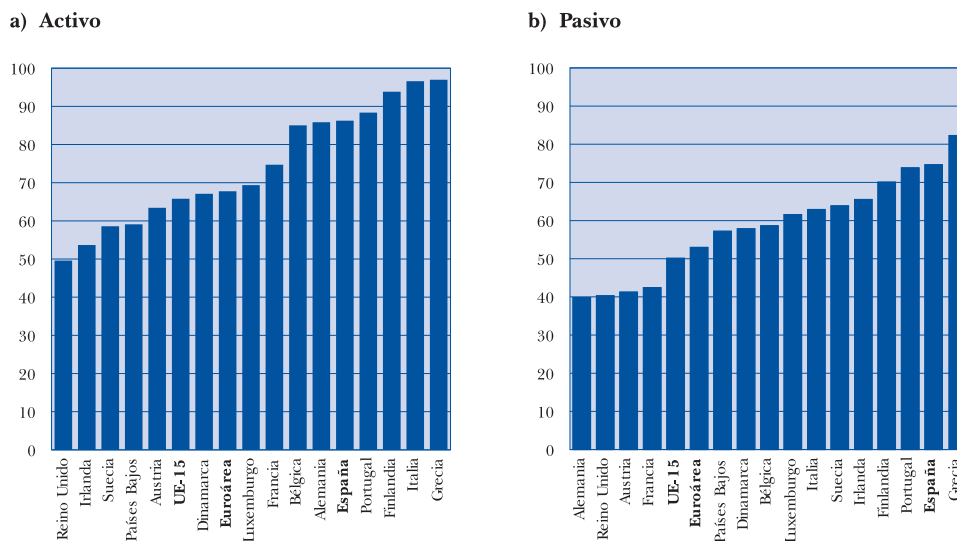
El hecho que explica las tensiones vividas en 2010 en el mercado interbancario es la crisis de la deuda soberana que dio lugar a un drástico aumento de los *spread* de la deuda pública de Grecia, Irlanda (quien revisó al alza el coste del rescate bancario) y Portugal. Nuevamente, las medidas extraordinarias de apoyo del BCE y el establecimiento del Mecanismo de Estabilidad Financiera y de la Facilidad Financiera (en mayo de 2010), es lo que justifica la reducción de las tensiones hasta octubre de 2010, si bien a final de año volvieron a aparecer subiendo en consecuencia la desviación típica de los tipos interbancarios, sobre todo en el

Eonia, lo que refleja el aumento del riesgo de liquidez más que de contraparte.

Otro indicador que permite analizar la evolución de la integración en los mercados monetarios (deuda a corto) es el análisis de la importancia relativa de las tenencias (o emisiones) de deuda de otros países europeos en relación al total de tenencias (o emisiones) extranjeras. Es un indicador que se construye con la información que ofrece el Fondo Monetario Internacional (FMI) y que muestra un avance en la integración europea si aumenta de valor.

La evolución del indicador representado en el **gráfico 3.2** muestra la elevada importancia relativa que en España tiene la tenencia de deuda de países europeos en porcentaje del total de deuda externa. Así, con datos referidos a 2009 (último disponible en el momento de redactar estas líneas), el porcentaje alcanza en España el 86,3%, casi 20 puntos porcentuales más que en la media de países de la eurozona. Por tanto, el grado de

GRÁFICO 3.2. IMPORTANCIA DE LAS TENENCIAS DE DEUDA A CORTO PLAZO EMITIDA POR OTROS RESIDENTES DE LA UE-15. 2009
(porcentaje respecto del total de deuda externa a corto plazo)



Fuente: *Portfolio Investment: Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) Data, Fondo Monetario Internacional.*

integración de España con Europa es elevado en lo que a las tenencias de deuda a corto se refiere.

La información más detallada por años que ofrece el **cuadro A.3.1** refleja el importante aumento del indicador en 2009, ya que el porcentaje de la deuda europea en manos de España (en relación al total de deuda externa) aumenta en 10 puntos porcentuales.

El elevado peso relativo que en España tiene la tenencia de deuda emitida por países europeos también se da en la vertiente del pasivo, si bien el porcentaje de deuda emitida y colocada en otros países europeos (en relación al total colocado fuera) es algo más reducido (75% en 2009). Sin embargo, es en esta vertiente de emisión de deuda a corto plazo donde más destaca España en el contexto europeo, ya que es el segundo país (solo por detrás de Grecia) que alcanza la posición más avanzada en el *ranking*. En concreto, frente al 75% de la deuda externa que España coloca en la UE-15, la media de los países europeos es del 50%.

En relación a 2008 (**cuadro A.3.1**), también aumenta sustancialmente el porcentaje de la deuda externa española en manos de residentes europeos, aumentando el porcentaje de un 68,5% a un 74,6%.

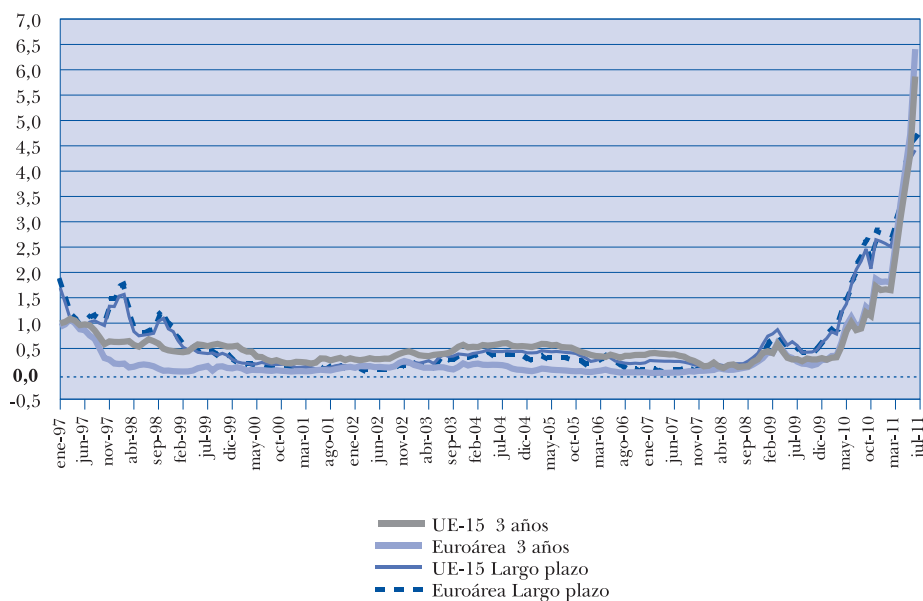
La conclusión que se desprende de este indicador del grado de integración de España con Europa en lo que al mercado de deuda a corto se refiere es que desde 2007, España utiliza en mayor medida Europa a la hora de colocar su deuda, lo que es un síntoma de creciente integración. De igual forma, también aumenta la importancia relativa de Europa a la hora de adquirir deuda externa, lo que refuerza la idea de mayor integración. El problema, como se ha demostrado en algunos episodios de la crisis, es que esta mayor integración con Europa se traduce en una mayor dependencia lo que plantea en estos momentos problemas de liquidez, aumentando la vulnerabilidad de nuestra economía a *shocks* externos en los mercados financieros.

3.2. MERCADOS DE RENTA FIJA

Uno de los indicadores más frecuentemente utilizados para analizar la evolución de la integración de los mercados de renta fija es la dispersión de los *spreads* con respecto a un *benchmark* de referencia. Como muestra el **gráfico 3.3**, el largo periodo de estabilidad financiera que tuvo lugar desde 1999 a mediados de 2008 se interrumpe con motivo de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Tras una cierta relajación de las tensiones hasta finales de 2009, el 2010 ha sido

testigo de un fuerte crecimiento de las desigualdades de primas de riesgo entre países (como consecuencia de la crisis de la deuda de algunos países), llegando a aumentar incluso más ya en 2011 hasta alcanzar el máximo nivel de la serie histórica recogida en el **gráfico 3.3**. En el momento de redactar estas líneas, la prima de riesgo de algunos países europeos ha alcanzado sus techos históricos, agudizándose la crisis de la deuda soberana que ha obligado a varios países (como España, Italia y Francia) a aprobar nuevos recortes presupuestarios.

GRÁFICO 3.3. DESVIACIÓN TÍPICA DE SPREADS (CON RESPECTO A ALEMANIA) EN LOS TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA



Nota: Euroárea y UE-15 no incluyen Alemania. 2011, dato hasta julio.
Fuente: Banco de España.

No obstante, como ya se advertía en la pasada edición del observatorio, la interpretación de este indicador de integración debe de realizarse con mucha cautela en el periodo de fuertes turbulencias en los mercados financieros. En 2010, las tensiones que han vivido los mercados de deuda tuvieron su origen en la crisis de la deuda soberana de Grecia, Irlanda y Portugal, que provocó un fuerte

crecimiento en las primas de riesgo exigidas por los mercados a esos países y que se ha extendido a otros que también han sido castigados por los mercados (como Italia y España en julio de 2011). En mayo de 2010, hay que recordar que tuvo lugar el inicio de la crisis de la deuda griega que llega hasta nuestros días, cuando las agencias de calificación revisaron a la baja sus calificaciones. Fue tal la mag-

nitud del *shock* que hubo que aprobar medidas de asistencia financiera así como la creación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSE, en sus siglas en inglés) y el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSM).

Pero como muestra claramente el gráfico, las medidas adoptadas no fueron suficientes para disminuir tensiones, alimentadas por la quiebra de gran parte de la banca irlandesa (incrementando así la deuda pública de Irlanda), lo que obligó en noviembre a aprobar asistencia financiera a Irlanda. Ya en 2011, las tensiones han aumentado, añadiéndose Portugal al grupo de países que han necesitado asistencia financiera y, nuevamente, Grecia con un segundo plan de rescate.

La importancia de la crisis de la deuda soberana pone de manifiesto la limitación que tiene utilizar los *spreads* como indicador de integración, dado que la subida de la prima de riesgo de algunos países aumenta bruscamente el valor del indicador sin que de ello se derive necesariamente un retroceso de la integración. Así, utilizando medias anuales (**cuadro A.3.2**), la prima de riesgo de Grecia alcanzó un valor de 635 puntos básicos en 2010, mientras que en Irlanda y Portugal el *spread* se situó en 300 y 265 puntos básicos, respectivamente. Por tanto, como afirma el reciente informe del Banco Central Europeo (2011), en presencia de riesgo de liquidez, las diferencias en los *spreads* de los distintos países del euro no son un buen indicador de integración. Además, las divergencias en *spreads* pueden deberse al distinto riesgo que perciben los inversores, actuando el *spread* como un elemento de disciplina de mercado.

En el caso de España (**gráfico 3.4**), el *spread* de la deuda pública a tres años con respecto a Alemania aumentó de 48 pb en 2009 a 152 pb en 2010, con un máximo de 271 pb en diciembre de 2010. En la deuda a largo (10 años), la prima de riesgo alcanzó un máximo de 247 pb en diciembre de 2010⁶, situándose por encima de los 300 pb

⁶ Fue esta presión de los mercados sobre la prima de riesgo de la economía española la que obligó a adoptar reformas estructurales hasta entonces pendientes como la del sistema de pensiones, la reestructuración de las cajas de ahorros, la reforma del mercado de trabajo, etc.

en julio de 2011, llegando en algún día a superar los 400 pb. En este último caso (bono a 10 años), en 2010 aumentó el tipo de interés en 151 pb, siendo el crecimiento de 662 pb en Grecia, 388 pb en Irlanda y 263 pb en Portugal. En cambio, en Austria, Finlandia, Francia, Alemania y Holanda el tipo cayó, siendo la mayor caída la de Alemania (50 pb).

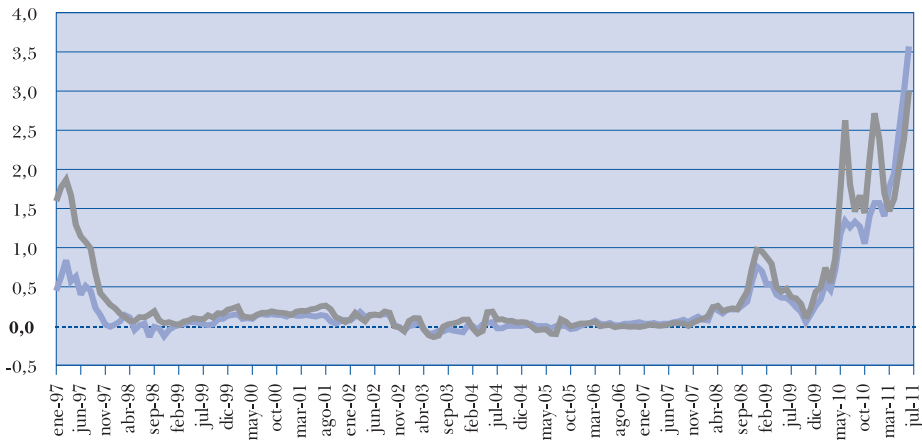
Dadas las limitaciones comentadas a la utilización de la evolución de la desviación típica de los *spread* como indicador de integración en un periodo en el que crece sustancialmente el riesgo de crédito, un indicador más adecuado es aquel que analiza el grado de respuesta de la rentabilidad de la deuda de un país a factores comunes a otros países *vs.* factores locales (específicos de ese país). Así, cuanto mayor sea la respuesta a factores comunes (aproximados por la rentabilidad de un *benchmark* de referencia), mayor será la integración. La forma operativa de separar ambos efectos es mediante un análisis de regresión en el que la rentabilidad de la deuda de un país depende de un efecto fijo (*dummy* país que capta los factores específicos de ese país) y la rentabilidad de un país de referencia. El regresor que acompaña a esta última variable se conoce como *beta* convergencia y la integración es mayor conforme el coeficiente estimado se aproxima a la unidad ya que en ese caso la rentabilidad de la deuda solo reacciona ante cambios comunes.

El **gráfico 3.5** recoge la evolución del coeficiente *beta* en el periodo 1999-2010, tanto para España como para la media europea. Se aprecia claramente la brusca caída en el valor del coeficiente en 2010, que contrasta con el comportamiento de los años anteriores. No obstante, ya en 2009 se produjo un aumento en la diferencia entre el valor de España y la media europea (0,14), si bien en 2010 la diferencia aumenta a 0,23. Además, las diferencias en los valores de la *beta* estimada aumentan sustancialmente en 2010, multiplicándose casi por cinco el valor de la desviación típica (ver **cuadro A.3.3**).

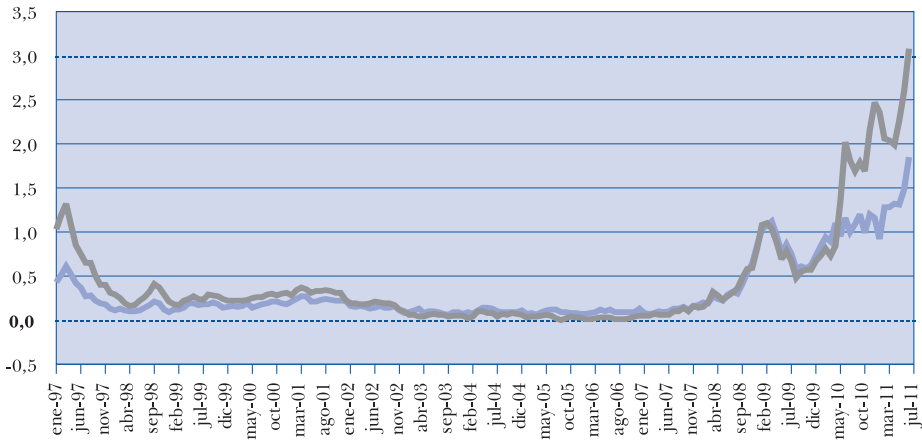
Dado que este indicador de integración también está influido por el riesgo de crédito de cada país, el informe de integración que realiza anual-

GRÁFICO 3.4. SPREAD DE ESPAÑA Y DE LA EUROÁREA (CON RESPECTO A ALEMANIA) EN LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA (porcentaje)

a) Deuda pública a 3 años



b) Deuda pública a largo plazo



— España
— Euroárea

Nota: Euroárea no incluye Alemania. 2011, dato hasta julio.

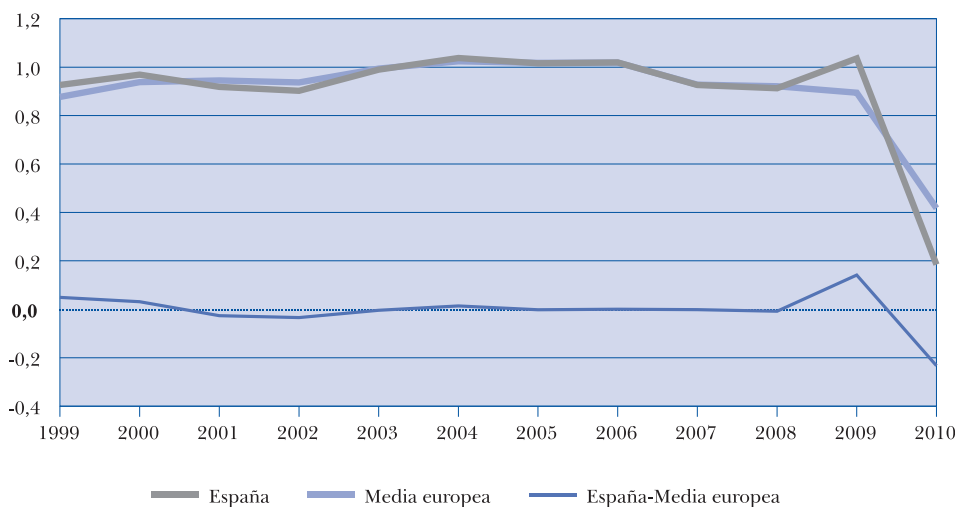
Fuente: Banco de España.

mente el Banco Central Europeo (el último en mayo de 2011) contiene otro indicador de integración donde en la regresión realizada se introduce una variable que capta el rating de cada país. No obstante, incluso con esta corrección, se produce un proceso de divergencia respecto al valor

teórico del *benchmark*. Así, aunque corriamos la estimación por la influencia del riesgo país, los *spreads* en la deuda pública se amplían en 2009, si bien disminuyen en 2010.

Un indicador que aporta información sobre el grado de internacionalización (que no de integra-

GRÁFICO 3.5. EVOLUCIÓN DEL COEFICIENTE "BETA" EN LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA



Nota: El coeficiente β mide el grado de respuesta de la rentabilidad de la deuda a variaciones en la rentabilidad del benchmark de referencia. Cuanto más cerca de 1, mayor es la integración.

Fuente: Banco Central Europeo.

ción) de la deuda es el porcentaje que las emisiones internacionales representan del total. Este indicador que aparece representado en el **gráfico 3.6** muestra un importante rango de variación entre los diferentes países europeos, alcanzando en 2010 un mínimo del 21% en Dinamarca y un máximo del 98% en Luxemburgo. España (55,4%) se sitúa en un valor por encima de la media europea (49,4% en la UE-15).

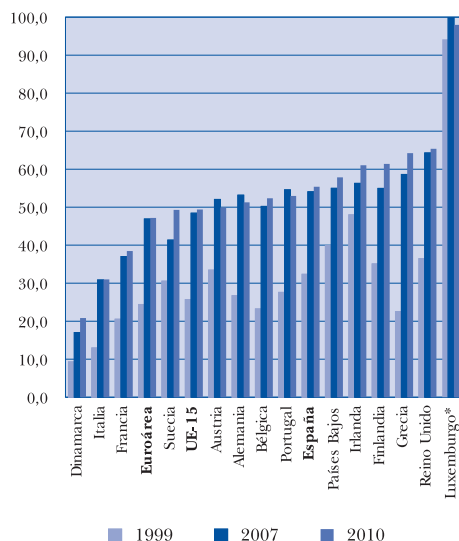
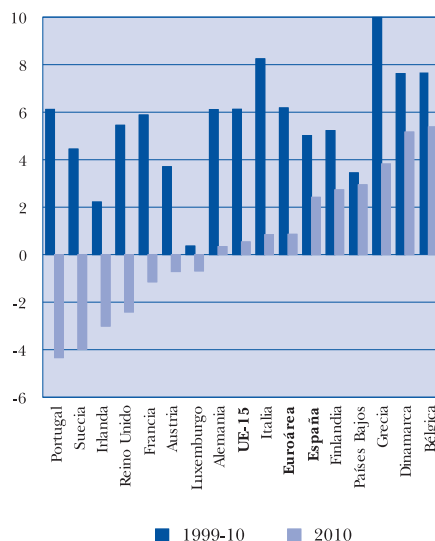
Si nos fijamos en la evolución temporal, el grado de internacionalización de la deuda ha aumentado drásticamente desde finales de los noventa, duplicándose de un 25% a casi un 50% de media en la UE-15. En España, el crecimiento también ha sido muy importante, pasando del 32,3% en 1999 al 55,4% en 2010.

Si analizamos con más detalle la información que aporta el **cuadro A.3.4**, se constata claramente el impacto de la crisis en la variación del nivel

de internacionalización, ya que a partir de 2007 el crecimiento es modesto: 1,1% en 2008, 0,4% en 2009 y 0,5% en 2010. En España, el impacto de la crisis es mayor ya que en 2008 incluso cae el porcentaje de deuda emitida fuera respecto del total, si bien en 2010 el indicador crece en mayor medida que en Europa (un 2,4% frente al 0,5% en la UE-15, como se aprecia en la parte derecha del **gráfico 3.6**).

Al igual que anteriormente analizamos para la deuda a corto la información que proporciona el FMI sobre la composición geográfica de la deuda (y también los activos) externa (cuya fuente de información es la Encuesta Coordinada sobre Inversión Financiera), el **gráfico 3.7** muestra que la integración financiera con Europa ha aumentando en los mercados de renta fija a lo largo del periodo 2001-2009. En concreto, en el caso de la inversión en renta fija a largo plazo de la UE-15,

GRÁFICO 3.6. EMISIONES INTERNACIONALES DE RENTA FIJA (porcentaje del total)

a) Niveles

**b) Tasas anuales de variación
(porcentaje)**


Fuente: BIS.

el porcentaje de las inversiones europeas con respecto al total exterior ha aumentado del 68,7% al 69,9%, mientras que en el caso de las emisiones de deuda la importancia de las europeas ha crecido del 68,6% al 69,6%. En tasas de crecimiento anualizadas, la importancia de Europa en el total de las emisiones extranjeras es mayor en la vertiente del pasivo que en el activo.

En relación a la media de la UE-15, España destaca por presentar un grado de integración con Europa superior a esa media en el caso de las emisiones de deuda externa, ya que en 2009 el 84,7% del total de emisiones exteriores son en países de la UE-15, frente al 69,6% de media en los países de la UE-15. En cambio, en la vertiente del activo, las inversiones en deuda emitida por otros países de la UE-15 como porcentaje del total en el exterior se sitúa en España (62,21%) por debajo de la media europea (69,9%).

La información puntual referida al último año disponible (2009) muestra que en España ha cre-

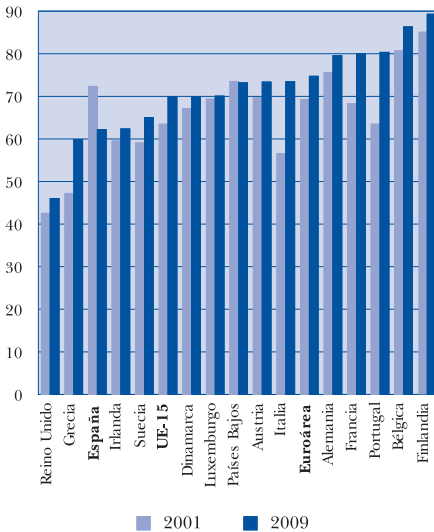
cido en mayor medida el indicador de integración con Europa en el caso de las inversiones en deuda a largo plazo, mientras que en el caso de las emisiones de deuda el crecimiento se sitúa por debajo de la tasa media de la UE-15.

Un indicador que suministra información valiosa sobre el grado de integración financiera es el propuesto por Bénétrix y Wälti (2008) utilizando la composición geográfica de las carteras y teniendo en cuenta simultáneamente tanto las inversiones como las emisiones de deuda. El indicador descompone la integración financiera en un efecto intra-Europa (llamado intra-integración) y otro extra-Europa (también llamado inter-integración). El primer componente mide el peso de los activos y pasivos exteriores (como porcentaje del PIB) con los países de la UE-15, mientras que el segundo componente mide la importancia de los activos y pasivos con el resto de países no europeos. Un mayor peso relativo del primer componente será indicativo de mayor integración con los mercados financieros europeos.

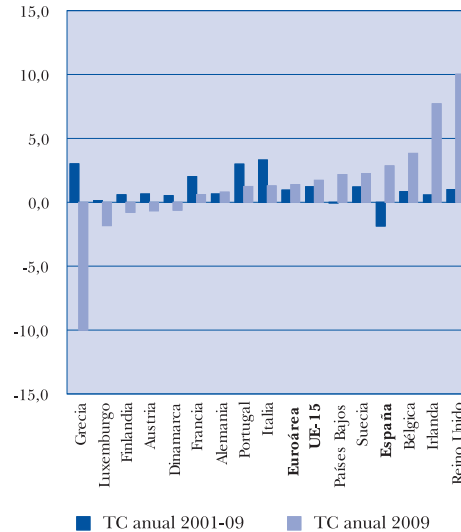
GRÁFICO 3.7. PESO DE LA RENTA FIJA A LARGO PLAZO CON OTROS PAÍSES DE LA UE-15
(porcentaje del total de inversiones/emisiones extranjeras)

Total de inversiones (activo)

a) Niveles
(porcentaje)

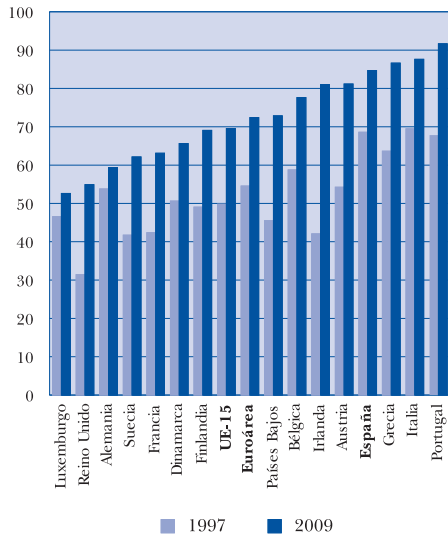


b) Tasas anuales de variación
(porcentaje)

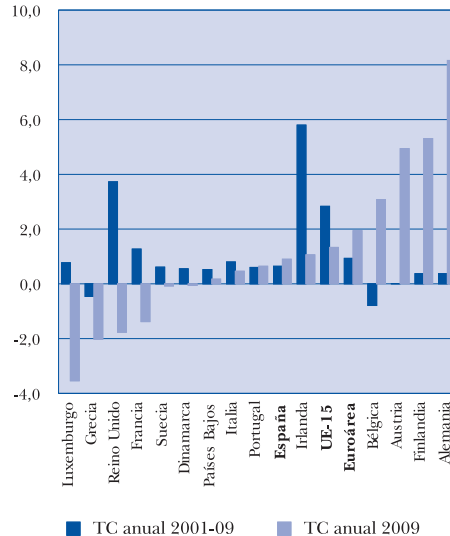


Total de emisiones (pasivos)

a) Niveles
(porcentaje)



b) Tasas anuales de variación
(porcentaje)



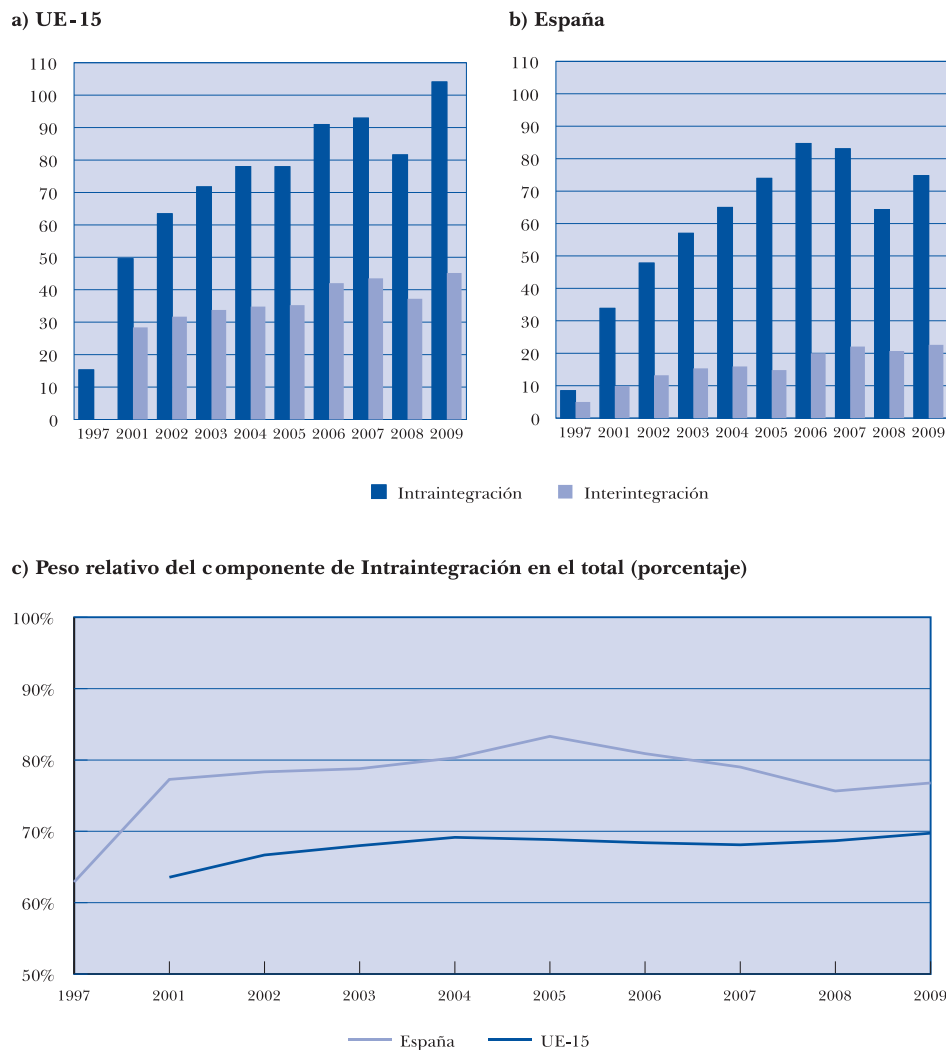
Fuente: Portfolio Investment: Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) Data, Fondo Monetario Internacional.



El **gráfico 3.8** muestra la evolución de este indicador de integración para España y para la media de países de la UE-15 de 1997 a 2009 (último año disponible en la base de datos del FMI). Como se comentó en la pasada edición del observatorio, tras el impacto de la crisis, en 2008 se

produjo una caída tanto en el componente intra como inter integración, hecho que contrasta con el crecimiento que tuvo lugar en años previos. Además, en 2008 cae el peso relativo del componente intra en el total, lo que puede interpretarse como un signo de reducción de la integración.

GRÁFICO 3.8. INDICADOR GLOBAL DE INTEGRACIÓN EN EL MERCADO DE RENTA FIJA. INTRAINTEGRACIÓN VS. INTERINTEGRACIÓN
(activos + pasivos financieros / PIB, porcentaje)



Nota: El gráfico representa el peso de la renta fija exterior (suma de activos y pasivos financieros) en el PIB y su descomposición en un componente frente al resto de países de la UE-15 (Intraintegración) y un componente frente al resto del mundo (Interintegración).

Fuente: Portfolio Investment: Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) Data, Fondo Monetario Internacional.

La nueva información disponible para 2009 muestra una clara recuperación de los dos componentes del indicador, siendo superior en el componente intraintegración. Este comportamiento implica que aumenta la importancia relativa de los activos y pasivos con otros países de la UE-15, lo que implica una cierta recuperación en el nivel de integración.

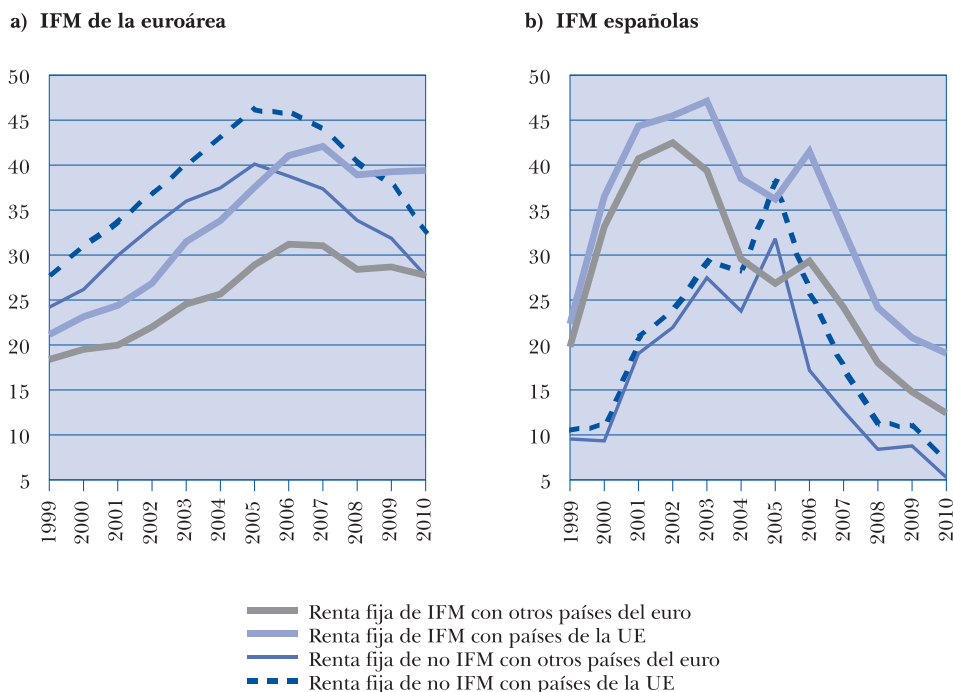
En el caso de España, la evolución del indicador de integración es similar a la media europea si bien con un peso relativo de los dos componentes muy diferente. En concreto, el componente intraintegración representa en España el 76,8% (dato de 2009), siete puntos porcentuales por encima de la media de la UE-15. No obstante, los dos componentes del indicador global de integra-

ción se sitúan en valores por debajo de la media de la UE-15, lo que supone un menor grado de internacionalización. Por tanto, el mensaje a retener es si bien en España la internacionalización de su deuda se sitúa por debajo de la media europea, adquiere una mayor importancia relativa el mercado europeo a la hora de emitir e invertir en deuda, lo que puede interpretarse como un mayor grado de integración con Europa.

Si medimos el peso de la UE-15 (efecto intraintegración) en el total de activos y pasivos exteriores, en España el porcentaje en 2009 (76,8%) es superior al de la media de países de la UE-15 (69,7%) por lo que el grado de integración financiera de los mercados de deuda españoles con la UE-15 es muy elevado.

GRÁFICO 3.9. ACTIVIDAD *CROSS-BORDER* EN INVERSIONES EN RENTA FIJA DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS MONETARIAS (IFM)

(porcentaje de negocio con otros países de la euroárea y la Unión Europea en relación al total de las inversiones en renta fija)



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.



La información que proporciona el Banco Central Europeo sobre la actividad transfronteriza de la banca europea permite analizar el grado de integración de la deuda en manos de las instituciones financieras monetarias (IFM). En concreto, el indicador que aparece representado en el **gráfico 3.9** muestra la importancia relativa de las tenencias *cross-border* con otros países de la UE-15 en el total de la renta fija, es decir, la suma de la deuda doméstica y la deuda emitida por otros países de la Unión Europea. Además, el Banco Central Europeo ofrece información separada distinguiendo entre la deuda emitida por otros bancos y la emitida por entidades no financieras.

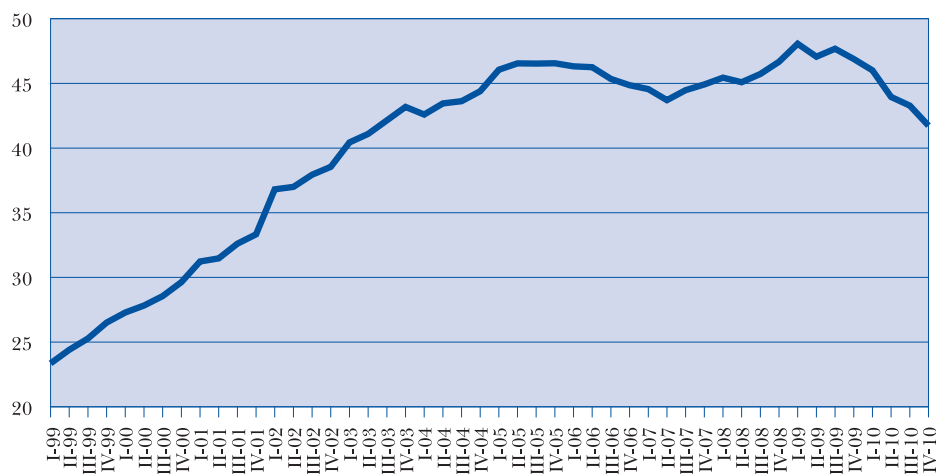
Para las emisiones de deuda no bancaria (bonos corporativos y deuda pública) de otros países del área del euro, el intenso crecimiento que tuvo lugar de 1999 a 2005 (periodo en el que la importancia de la actividad *cross-border* aumentó en 15 puntos porcentuales), dio paso a una caída posterior de forma ininterrumpida hasta finales de 2010, de forma que en este último año las

inversiones en deuda emitida por otros países del euro se sitúa en el 28%, retrocediendo por tanto a niveles de inicio de los 2000. Si el área de referencia se amplía a la UE, el patrón temporal es similar, confirmándose de nuevo la caída de la actividad *cross-border* desde 2005. Por tanto, el retroceso en el grado de integración se inició antes del inicio de la crisis.

Para las emisiones de deuda bancaria, el periodo de crecimiento de la actividad transfronteriza que tiene lugar desde 1999 se prolonga hasta 2007, disminuyendo a partir de entonces como consecuencia de la crisis. La caída que tuvo lugar en 2008, se estabiliza en 2009 si bien se vuelve a reproducir en 2010.

En el caso de la actividad transfronteriza de la banca española, hay algunos rasgos diferenciales que conviene señalar: 1) los niveles iniciales en 1999 se sitúan por debajo de la media europea, partiendo por tanto de menores niveles de integración con Europa; 2) la banca española aumen-

GRÁFICO 3.10. TENENCIAS DE DEUDA EMITIDAS POR OTROS PAÍSES DE LA EUROÁREA EN LOS FONDOS DE INVERSIÓN
(porcentaje)



Fuente: Banco Central Europeo.

tó rápidamente sus tenencias de deuda emitida por entidades europeas no bancarias, hasta alcanzar un máximo del 38% en 2005; a partir de entonces, se produce una brusca caída hasta alcanzar en 2010 un nivel del 7% que es inferior al existente en 1999 (10,6%); 3) en el caso de las tenencias de deuda bancaria emitida por otros sectores bancarios europeos, la banca española ha experimentado una caída más acusada con la crisis, representando en 2010 la actividad *cross-border* el 19%. Esta última cifra se sitúa en España 20 puntos porcentuales por debajo de la media de la banca de la UE. En síntesis pues, la importancia de las tenencias *cross-border* de deuda emitida por otros países europeos es mucho más reducida en España, lo que refleja su menor grado de integración con Europa.

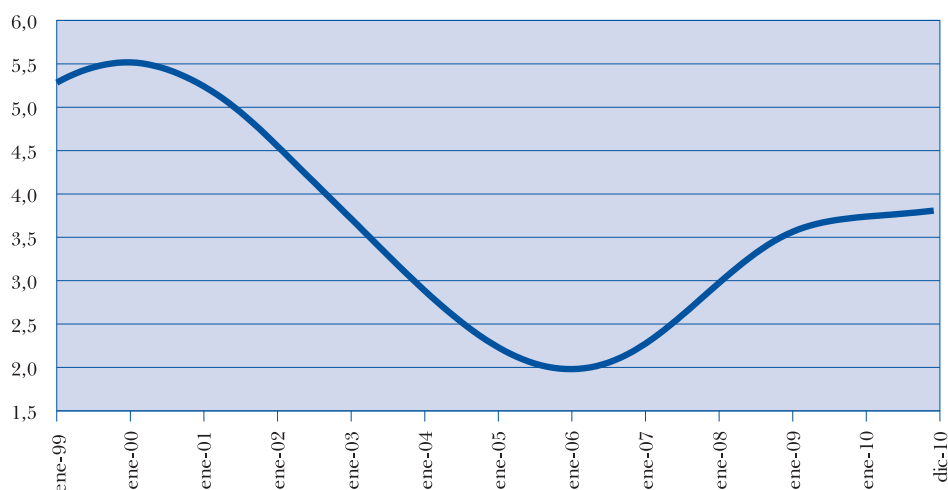
El Observatorio contiene un último indicador de integración referido al mercado de deuda: el porcentaje que en la cartera de los fondos de inversión representa la deuda emitida por otros

países de la euroárea. Como muestra el **gráfico 3.10**, el porcentaje ha crecido desde un nivel del 25% en 1999 a un 42% en 2010. Se aprecian dos subperiodos claramente diferenciados: un primer subperiodo de crecimiento hasta mediados de 2005, y un segundo subperiodo de cierta estabilidad hasta finales de 2009. Ya en 2010 ha tenido lugar una caída de cinco puntos porcentuales hasta situarse a final de año en el 41,7%.

3.3. MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En pasadas ediciones de este informe tuvimos ocasiones de comprobar que los mercados de renta variable habían alcanzando un elevado grado de integración hasta el inicio de la crisis del verano de 2007. Pero con el estallido de la crisis, se produjo un cierto retroceso en la integración como refleja el aumento de las diferencias entre las rentabilidades implícitas en los índices bursá-

GRÁFICO 3.11. DESVIACIÓN TÍPICA DE LOS ÍNDICES BURSÁTILES ENTRE PAÍSES DE LA EUROÁREA
(porcentaje)



Fuente: Banco Central Europeo.

tiles europeos. Así, como refleja el **gráfico 3.11**, la desviación típica de las rentabilidades implícitas en los índices bursátiles de los países de la euroárea aumentan en 2007 (si bien antes del estallido de la crisis), de forma más acusada hasta finales de 2008 y con muy poca intensidad a partir de entonces.

Al igual que el **gráfico 3.7** analiza la importancia de las inversiones (y emisiones) de renta fija en otros países de la UE-15 como porcentaje del total de inversiones en el exterior, el **gráfico 3.12** replica el indicador de integración para el caso de la renta variable. Para la media de países de la UE-15, las inversiones en otros países de la propia UE-15 representan en 2009 el 54,2% de las inversiones en renta variable externa, con una ligera caída respecto del nivel alcanzado en el año anterior. En el caso de las emisiones de renta variable, el porcentaje en 2009 es muy similar (54,8%), si bien la caída respecto a 2008 es más acusada. La visión que se desprende de este indicador es que en 2009 se ha producido un ligero retroceso en la integración, sin que tras la recuperación que tuvo lugar en 2008 se haya vuelto a los niveles previos a la crisis.

En el caso de España, el grado de integración con Europa es superior a la media en lo que a inversiones se refiere ya que en 2009 el 76,1% de sus inversiones exteriores en renta variable tienen como destino a la UE-15, frente a un valor promedio del 54,2% para los países de la UE-15. Sin embargo, en el caso de las emisiones de renta variable el porcentaje que emite España en otros países de la UE-15 (como porcentaje del total de emisiones extranjeras) se sitúa por debajo de la media (53,3% *vs.* 54,8), si bien la distancia al valor promedio es muy reducida.

Si tomamos como referencia la evolución del grado de integración con una perspectiva de largo plazo utilizando para ello el periodo 2001-2009 (ya que para 1999 el FMI no proporciona información para cuantificar el indicador construido), en España ha aumentado el porcentaje de sus inversiones exteriores cuyo destino es la UE-15, con un incremento de 3,3 puntos porcentuales que contrasta con la caída que ha tenido lugar en

el promedio de la UE-15. Por el contrario, el comportamiento es justo el contrario en las emisiones de renta variable ya que mientras en España el porcentaje de emisiones extranjeras que se realizan en países de la UE-15 ha caído en 7,8 puntos porcentuales de 2001 a 2009, en el promedio de la UE-15 la ratio ha aumentando.

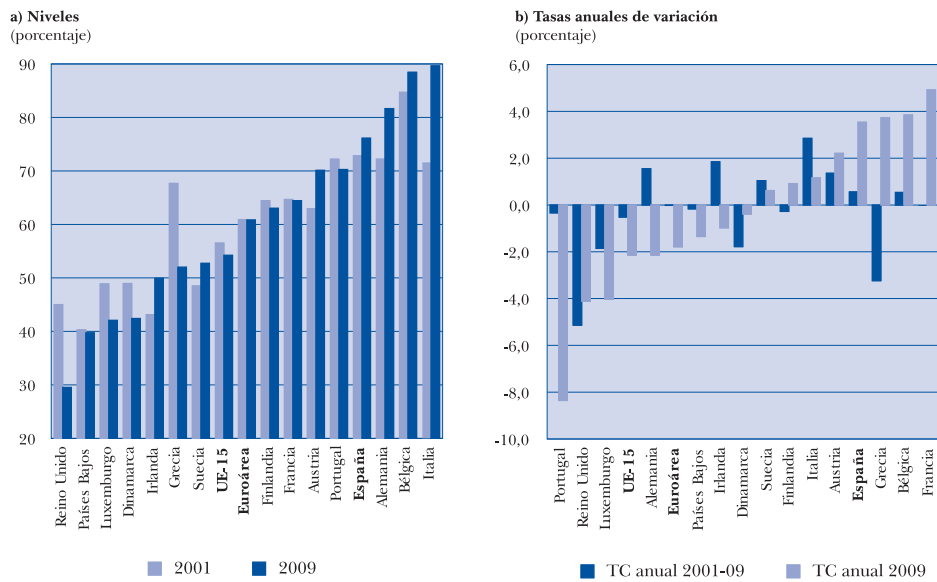
En el caso del indicador global de internacionalización construido anteriormente para la renta fija (véase el **gráfico 3.8**), su réplica para la renta variable (**gráfico 3.13**) muestra que en España el peso en el PIB de las inversiones y emisiones en renta variable se sitúa muy por debajo de la media europea, lo que muestra un menor grado de internacionalización. En 2008 tuvo lugar una brusca caída en el nivel de desarrollo de la renta variable externa (como consecuencia de la crisis) que se recupera parcialmente en 2009, ya que los niveles en este último año se sitúan por debajo de los existentes en 2007.

Si analizamos la importancia relativa del componente intraintegración (que mide el valor de los activos y pasivos de renta variable frente a otros países de la UE-15) en relación al total (es decir, sumando todos los activos y pasivos externos, ya sea con países de la UE-15 como con terceros países), en España el porcentaje se sitúa por encima de la media de la UE-15 (60,3% frente a 54,5%) lo que puede interpretarse como un mayor grado de integración en España. En 2009, la recuperación que se ha producido en España en su actividad externa en renta variable ha sido muy similar en los países de la UE-15 en comparación con otros países, por lo que el peso relativo del componente intraintegración en el total apenas ha variado, sin alterarse por tanto su nivel de integración con Europa. Por tanto, el retroceso en su grado de integración con Europa en 2008 no se ha recuperado en 2009.

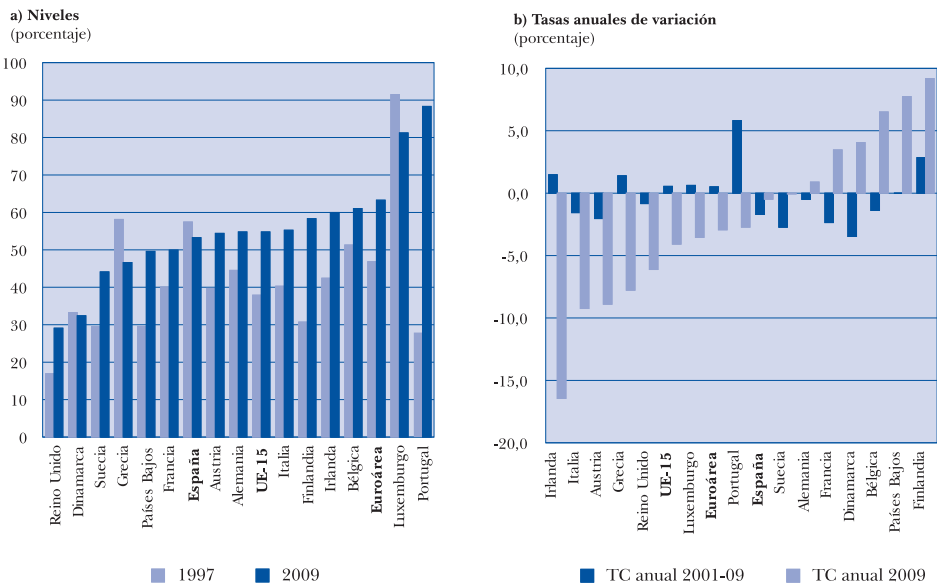
Un último indicador de integración en los mercados de renta variable utiliza como fuente de información los datos que proporciona el Banco Central Europeo sobre la composición geográfica de la cartera de los fondos de inversión. En concreto, el indicador mide el peso que en el patrimonio de los fondos de inversión de los países de

GRÁFICO 3.12. PESO DE LA RENTA VARIABLE FRENTE A OTROS PAÍSES DE LA UE-15 RESPECTO AL TOTAL EXTERIOR

Total de inversiones en renta variable en los países de la UE-15
(proporción del total de inversiones en renta variable en el exterior)

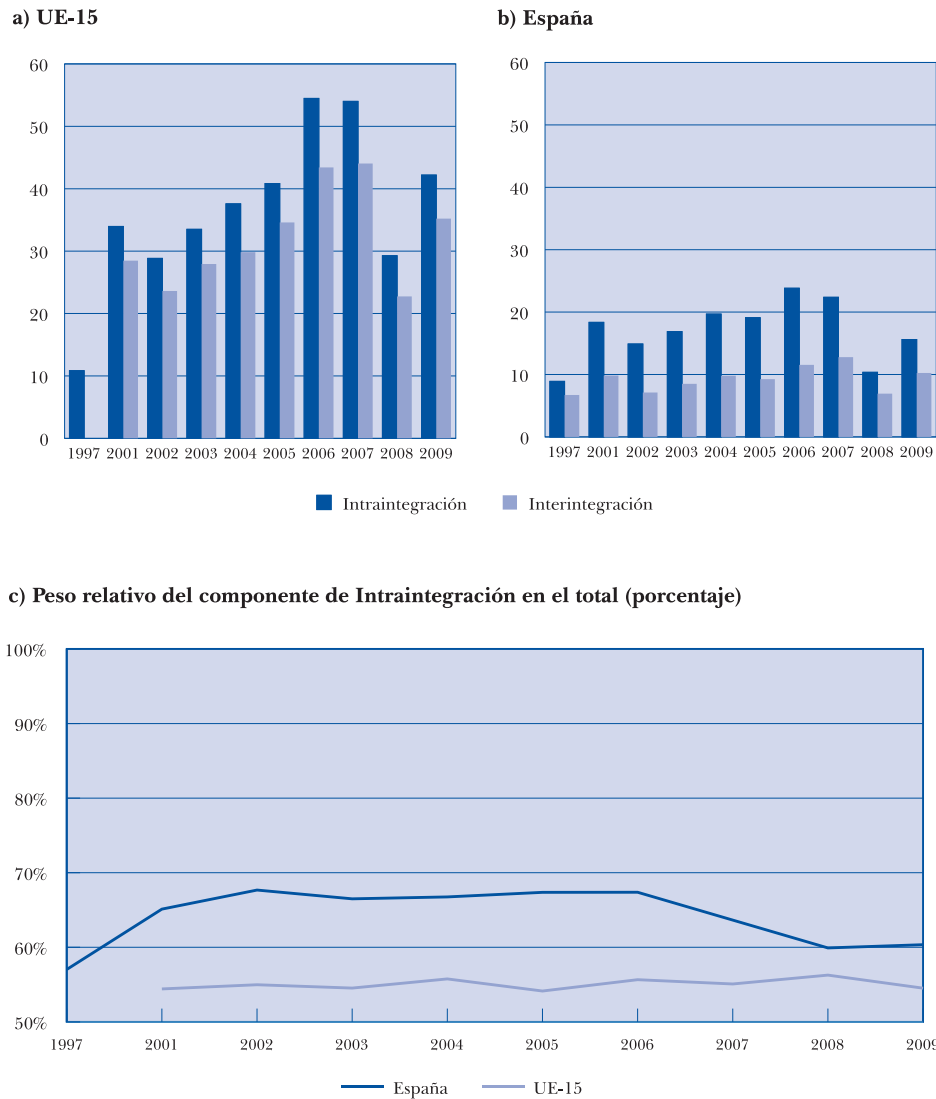


Total de pasivos de renta variable frente a los países de la UE-15



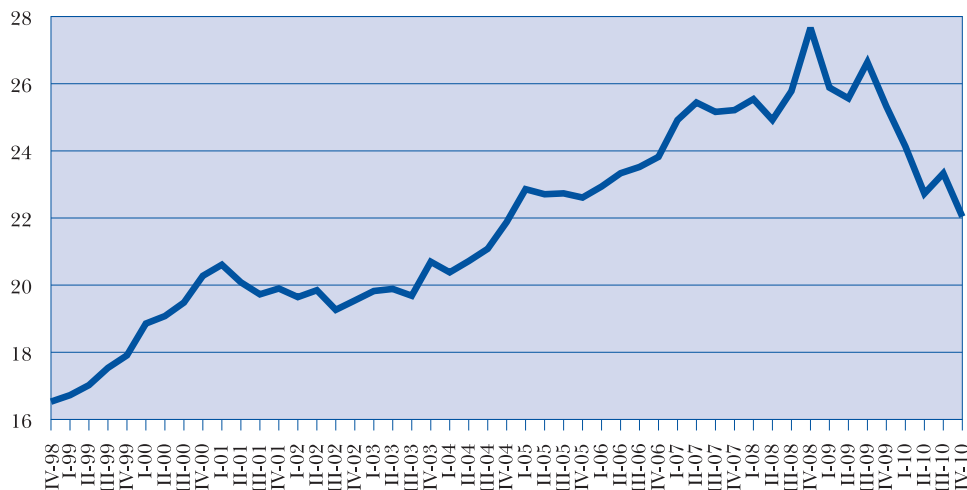
Fuente: Portfolio Investment: Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) Data, Fondo Monetario Internacional.

GRÁFICO 3.13. INDICADOR GLOBAL DE INTEGRACIÓN EN EL MERCADO DE RENTA VARIABLE. INTRAINTEGRACIÓN VS. INTERINTEGRACIÓN
(activos + pasivos financieros / PIB, porcentaje)



*Nota: El gráfico representa el peso de la renta variable exterior (suma de activos y pasivos financieros) en el PIB y su descomposición en un componente frente al resto de países de la UE-15 (Intraintegración) y un componente frente al resto del mundo (Interintegración).
Fuente: Portfolio Investment: Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) Data, Fondo Monetario Internacional.*

GRÁFICO 3.14. TENENCIA DE ACCIONES EMITIDAS POR OTROS PAÍSES DE LA EUROÁREA EN LOS FONDOS DE INVERSIÓN. EUROÁREA
(porcentaje)



Fuente: Banco Central Europeo.

la eurozona tienen las inversiones en renta variable emitida por otros países del área del euro. El perfil del **gráfico 3.14** muestra una tendencia creciente desde mediados de 2002 hasta alcanzar un máximo del 27,6% en el cuarto trimestre de 2008, para dar paso a un periodo hasta finales de 2010 de caída en el valor del indicador hasta situarse en el 22%. Por tanto, en 2010 ha continuado la tendencia observada el año pasado de una preferencia de los fondos de inversión por invertir en renta variable de países no pertenecientes al área del euro en detrimento de las inversiones en dicha área. El motivo que puede explicar esta mayor preferencia por invertir en activos de renta variable emitidos por países no pertenecientes al área del euro es el aumento del riesgo que los inversores perciben a la hora de invertir en aquellos países europeos más castigados por la crisis.

En resumen, si bien en la actualidad el peso que en los fondos de inversión tiene la renta variable emitida por países del área del euro se sitúa muy por encima del existente en 1999 (avanzado

por tanto el grado de integración), desde finales de 2008 se está produciendo una caída (y por tanto retroceso en la integración) que puede ser atribuida a un aumento del riesgo que los gestores de los fondos perciben en los activos de renta variable que emiten algunos países del área del euro.

3.4. MERCADOS BANCARIOS

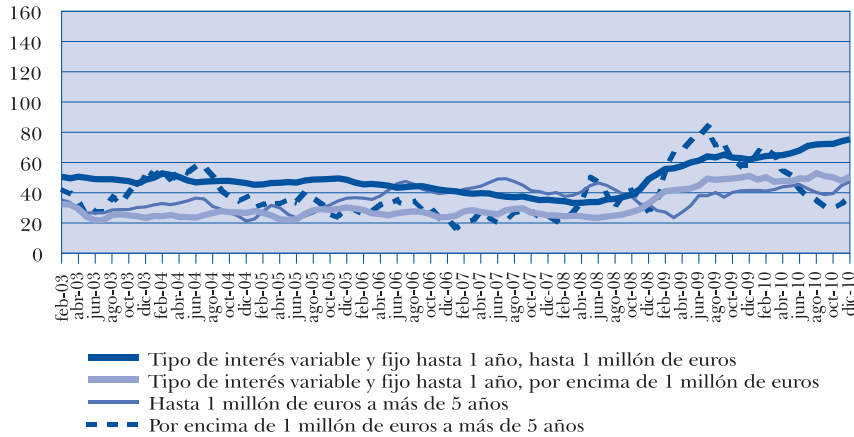
La contrastación de la ley de un solo precio en los mercados bancarios puede realizarse analizando la evolución de las diferencias en los tipos de interés que aplican los sectores bancarios de la eurozona para distintos productos bancarios. El Banco Central Europeo suministra información ya armonizada de tipos de interés para diversos productos activos y pasivos con frecuencia mensual desde 2003.

El **gráfico 3.15** representa la evolución de las desigualdades en tipos de interés de los sectores bancarios de la eurozona utilizando para ello la

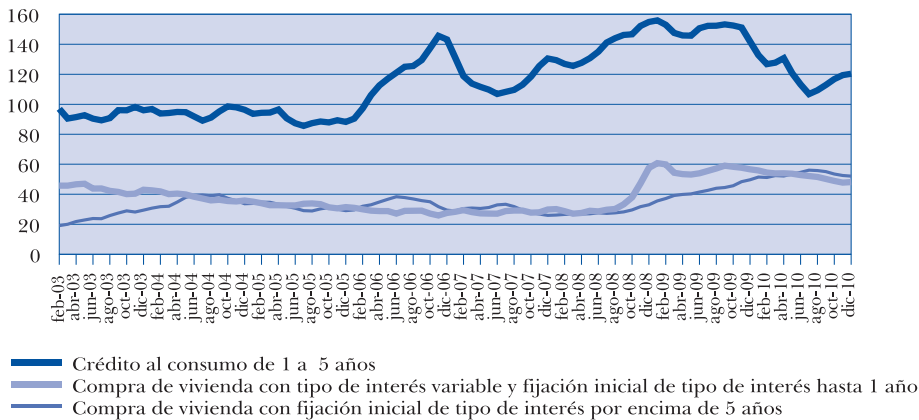


GRÁFICO 3.15. σ - CONVERGENCIA (DESVIACIÓN TÍPICA) EN LOS TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS ENTRE PAÍSES DE LA EUROÁREA

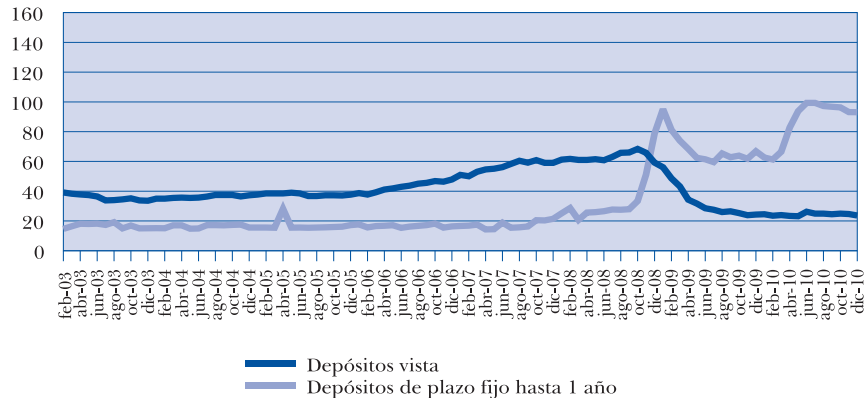
a) Préstamos a empresas no financieras



b) Préstamos a las economías domésticas



c) Depósitos de las economías domésticas



Fuente: Banco Central Europeo.

desviación típica (análisis de la llamada σ convergencia). De los productos para los que el Banco Central Europeo ofrece información se han seleccionado los más representativos en el caso español: siete de productos activo (cuatro de préstamos a las empresas y tres a las familias) y dos de pasivo (depósitos vista y a plazo fijo hasta 1 año). De la visión de estos gráficos se extraen los siguientes mensajes:

- 1) La magnitud de la desviación típica es desigual en los distintos productos bancarios lo que refleja que el grado de integración difiere ampliamente entre productos. Así, en los préstamos, el grado de integración es mucho más reducido en el destinado al consumo.
- 2) En los préstamos a las empresas, las desigualdades de tipos aumentan en 2008 y 2009, lo que muestra claramente el impacto negativo que la crisis ha tenido en el grado de integración. En 2010, el nivel de desigualdad difiere según el tipo de préstamo analizado. En la interpretación de esta evolución es importante tener en cuenta el endurecimiento en las condiciones de acceso a la financiación bancaria que ha tenido lugar con la crisis y que ha afectado con distinta intensidad en los diferentes países europeos⁷.
- 3) En los préstamos a las economías domésticas, el destinado a la compra de vivienda experimentó una fuerte subida en las desigualdades desde mediados de 2008, estabilizándose las diferencias hasta 2010. Así, a finales de 2010, el grado de integración se ha reducido en comparación con el nivel existente antes de la crisis. En el crédito al consumo, a lo largo del 2010 se han reducido las diferencias en los tipos aplicados por los sectores de la eurozona, si bien han repuntado en la segunda mitad de año.

- 4) En el caso de los depósitos, el grado de integración en los depósitos a plazo es muy superior en comparación con los depósitos vista con un valor en estos últimos de la desviación típica a finales de 2010 que quintuplica la de los depósitos a plazo. Además, frente al aumento del grado de integración que se ha producido en los depósitos a la vista desde finales de 2008, en los depósitos a plazo el retroceso vivido en 2008 se ha acentuado en 2010.

Un indicador adicional de integración basado en precios (tipos de interés) es la llamada β convergencia que mide el grado de respuesta de los cambios en los tipos de interés de un determinado país con respecto al tipo de interés de un país de referencia (Alemania), una vez se controla en la estimación por el efecto de posibles variables específicas del país analizado a través de una *dummy* país. La conclusión a la que llega el Banco Central Europeo (2011) es que si bien se ha producido un proceso de convergencia en relación a la década de los noventa, la velocidad de convergencia se reduce con la crisis.

Una vez analizada la evolución de las desigualdades (y por tanto la integración) de los tipos de interés bancarios entre países europeos es de interés centrar la atención en el nivel de los tipos de interés que aplican las entidades bancarias españolas en relación a la media europea. Para ello, el **gráfico 3.16** (el **cuadro A.3.10** recoge los tipos de interés para todos los países de la eurozona y para cada uno de los productos analizados) muestra la evolución de los *spreads* de la banca española para los productos más representativos. Los mensajes más importantes son los siguientes:

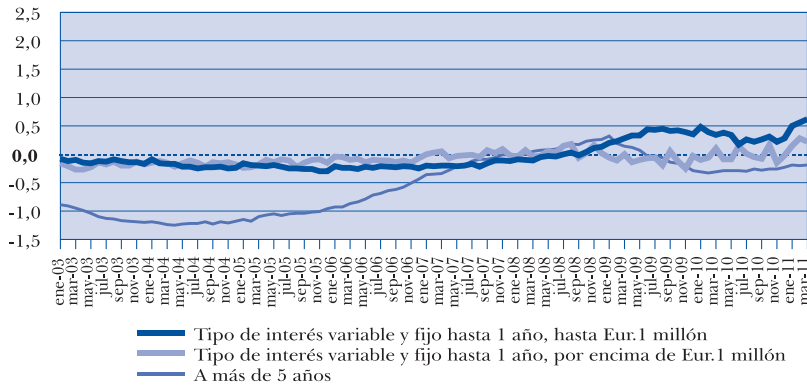
- 1) En los préstamos a las empresas hasta un millón de euros, en 2010 la banca española fija un tipo 30 pb por encima de la media europea, mientras que en los de mayor importe las diferencias son marginales (solo 2 pb). Un rasgo a destacar es que mientras que hasta 2008 la banca española fijaba un tipo más reducido que la media europea en los préstamos hasta un millón de euros, en 2009 y 2010 las mayores restricciones financieras a las que se enfrentan las empresas españolas se ven claramente

⁷ La encuesta que realiza el Banco Central Europeo sobre las condiciones en el acceso a la financiación de la Pymes permite analizar este aspecto por países. Véase <http://www.ecb.int/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>.

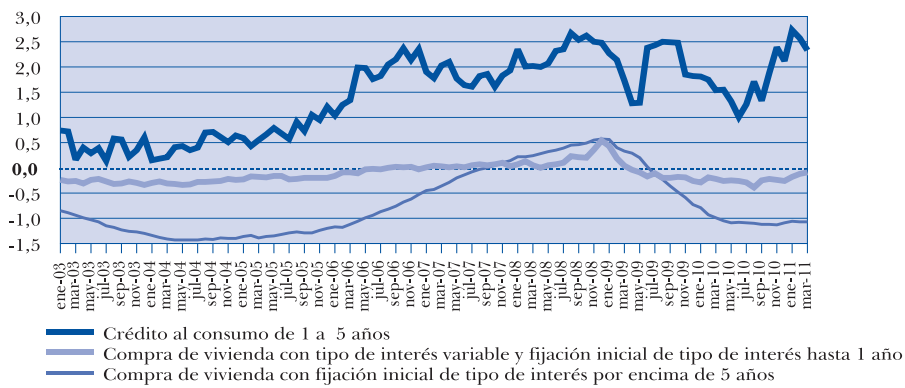


GRÁFICO 3.16. SPREAD (MARGEN ABSOLUTO) DE LOS TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS DE ESPAÑA FRENTE A LA MEDIA DE LA EUROÁREA (puntos porcentuales)

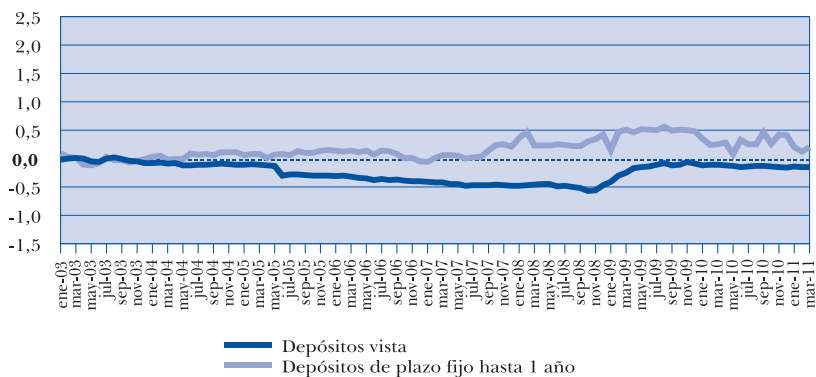
a) Préstamos a empresas no financieras



b) Préstamos a las economías domésticas



c) Depósitos de las economías domésticas



Fuente: Banco Central Europeo.

reflejadas en el mayor tipo de interés que pagan a los bancos⁸. Así, en 2010, el tipo de interés promedio que aplicaba la banca española a los préstamos de menor cuantía (3,64%) solo era inferior al aplicado por la banca griega (5,53%), irlandesa (3,88%) y portuguesa (5,42%).

- 2) Es en el crédito al consumo de las economías domésticas donde la banca española fija *spreads* más elevados, llegando a un valor de 164 pb de media en 2010. El *spread* sigue aumentando en los primeros meses de 2011 hasta alcanzar un valor de 254 pb. El valor alcanzado en 2010 ha caído en relación al existente tras el impacto de la crisis en 2008 y 2009.
- 3) En los préstamos para la compra de vivienda más frecuentes en España (a tipo variable), frente a la subida del *spread* que tuvo lugar en 2007 y, con más intensidad, en 2008, en 2009 y 2010 los *spreads* son negativos, con un tipo de interés promedio en 2010 del 2,44%, frente al 2,7% de media en la zona del euro. De hecho, España es uno de los países con tipos más reducidos, por detrás de Finlandia, Italia, Luxemburgo y Portugal.
- 4) En los productos pasivos, y desde mediados de 2008, la banca española ha reducido el tipo de interés de los depósitos a la vista en menor medida que la banca europea lo que ha permitido reducir el *spread* negativo que existía previamente. Así, en 2010, el *spread* es de solo -13 pb, si bien en términos porcentuales supone remunerar los depósitos a la vista un 31% menos en España. En los depósitos a plazo, desde verano de 2007 ha aumentado el *spread* de la banca española con respecto a la europea, ya que ha tenido que recurrir con mayor intensidad al depósito para captar financiación antes las dificultades de acceso a los mercados mayoristas. No obstante, en 2010 el *spread* (30 pb) se ha reducido en relación al año anterior

(47 pb), si bien sigue estando por encima del valor pre-crisis (8 pb en 2007).

La visión de la integración que se desprende de los indicadores basados en precios se complementa con la que ofrecen los indicadores de actividad transfronteriza que se analizan a continuación. Conviene recordar que los primeros muestran en general un retroceso en el grado de integración con la crisis, si bien el grado de retroceso es más moderado del que ha tenido lugar en los mercados al por mayor. Por tanto, la evidencia muestra que cuanto mayor es el grado de integración, mayor ha sido también el retroceso con la crisis.

El **gráfico 3.17** muestra el porcentaje que la actividad transfronteriza con otros países de la Unión Europea tiene en el total de la actividad (doméstica + *cross border*) de la banca europea. Algunos rasgos que emergen de la visión de los gráficos son los siguientes:

- 1) En los productos al por menor (depósitos y préstamos no interbancarios) la importancia relativa de la actividad transfronteriza es muy reducida, ya que en 2010 se sitúa en torno al 7%. En España, el porcentaje es incluso más reducido, sobre todo en la concesión de préstamos a residentes de otros países de la Unión Europea (2,2%). Es de destacar el crecimiento que en 2010 ha tenido la captación de depósitos de la UE, duplicando el porcentaje respecto al valor de 2009 (2,6% frente a un 5,4% en 2010). Nuevamente, el cierre de los mercados mayoristas para emitir deuda puede estar detrás de la explicación de este fuerte crecimiento. En los préstamos y depósitos interbancarios, el negocio transfronterizo es muy superior y creciente hasta 2007, con una caída brusca en 2008 que comienza a recuperarse en 2009 y con más intensidad en 2010. En España, la actividad *cross border* en depósitos con la Unión Europea es muy superior, hasta representar en 2010 el 52% del total frente al 35% de media en la banca de la euroárea. También se observa en España el impacto de la crisis con una caída en la actividad transfronteriza

⁸ Véase un análisis más detallado en Maudos (2011).

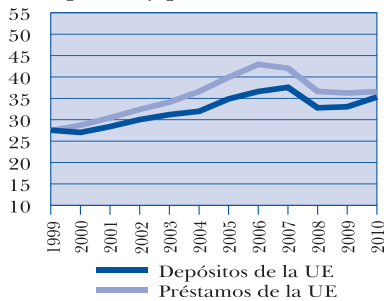


GRÁFICO 3.17. ACTIVIDAD *CROSS-BORDER* DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS MONETARIAS (IFM)

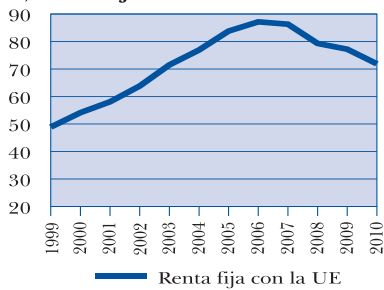
(porcentaje de negocio con otros países de la Unión Europea en relación al total, doméstico + *cross-border*)

IFM de la euroárea

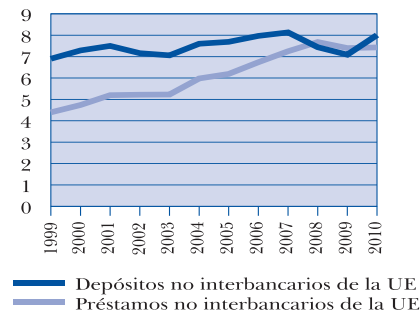
a) Depósitos y préstamos interbancarios



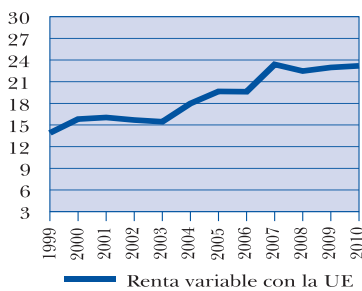
b) Renta fija



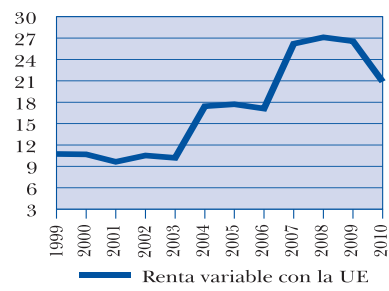
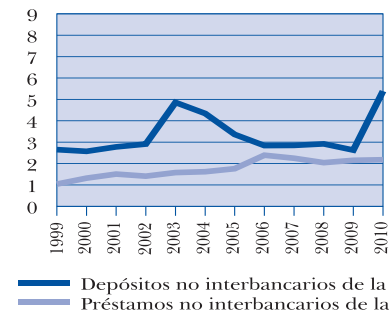
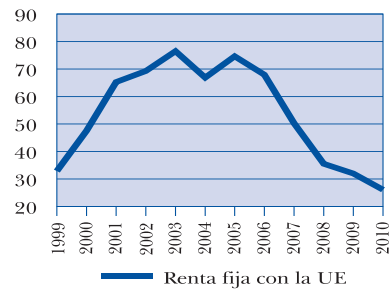
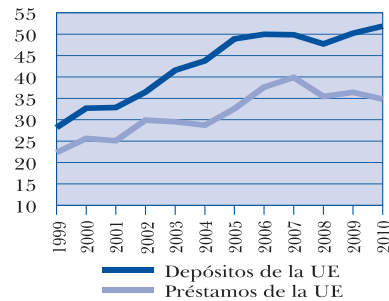
c) Depósitos y préstamos no interbancarios



d) Renta variable



IFM españolas



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

en 2008 que se recupera ligeramente en los años siguientes.

- 2) En la inversión en activos de renta fija de países de la UE, la actividad transfronteriza es muy importante y llegó a alcanzar el 87% del total en 2006, si bien desde entonces ha estado cayendo hasta situarse en el 72% en 2010. En España, la caída empezó un año antes, reduciéndose a la tercera parte en los años posteriores hasta alcanzar en 2010 el 26%. Por tanto, la última información disponible referida a 2010 sitúa la actividad *cross-border* en renta fija de la banca española muy por debajo de la media de eurozona, con un mayor sesgo doméstico.
- 3) Finalmente, en la inversión de la banca en títulos de renta variable, la actividad *cross-border* con la Unión Europea se sitúa en España (20,9%) ligeramente por debajo de la media de la banca de la eurozona (23,2%), habiendo crecido el grado de integración hasta 2007 para estabilizarse a partir de entonces en la banca de la eurozona y caer bruscamente en España en 2010.

En resumen, el aumento que tuvo lugar hasta el inicio de la crisis en la importancia relativa de la actividad *cross-border* de la banca europea se ha visto truncado a partir de entonces, si bien los niveles actuales se sitúan por encima de los existentes en 1999. En España, en general, la actividad transfronteriza con países de la Unión Europea es más reducida (sobre todo en renta fija y en préstamos no interbancarios) habiéndose producido un crecimiento en el sesgo doméstico en el periodo de crisis.

Aunque el análisis del peso de los activos y pasivos exteriores no es un indicador de integración con Europa, es de interés fijarse en la evolución del grado de internacionalización (peso de los activos exteriores en el total) y de la apertura externa (peso de los pasivos exteriores en el total) del sector bancario ya que una caída en los últimos años podría deberse a un aumento de la desconfianza en los mercados financieros y un aumento por tanto del sesgo doméstico que en nada favorece el avance en la integración.

Por este motivo, el **gráfico 3.18** muestra la evolución comparativa de la internacionalización de la banca española en relación a la media de la banca del área del euro. Lo primero que llama la atención es el menor grado de internacionalización de la banca española ya que en 2010 los activos en el exterior solo representan el 10,8% del activo, porcentaje que contrasta con el 26,2% de la banca de la eurozona⁹. Es en la actividad crediticia y en las inversiones en renta fija donde más diferencias existen. Así, en el primer caso, los préstamos al sector exterior representan en España el 6,6% del activo total, frente al 16,1% en la banca europea. Y en el caso de la renta fija, en España las inversiones en el exterior representan solo el 1,9% del activo total, frente a un 8,4% en la banca del área del euro.

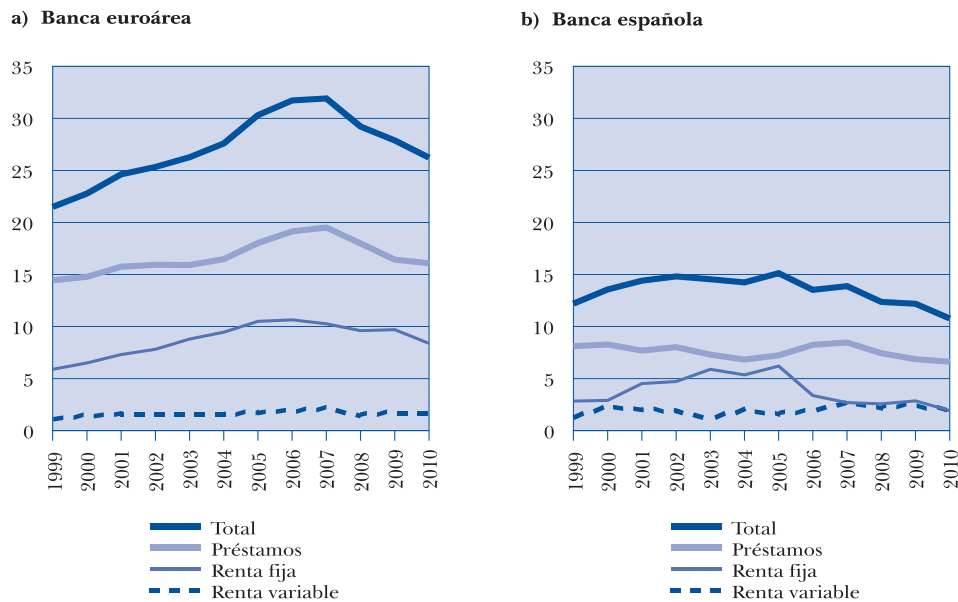
Desde el punto de vista de la integración, el gráfico constata el impacto que la crisis ha tenido en el grado de internacionalización de la banca, ya que el peso de los activos exteriores en el total ha caído en algo más de 5 puntos porcentuales desde 2007 en la banca de la eurozona (de un 31,9% en 2007 a un 26,2% en 2010). En España, la pérdida de importancia del sector exterior comenzó en 2005, habiendo caído desde entonces de un 15,1% a un 10,8%.

En el caso de la apertura externa, el **gráfico 3.19** también muestra el impacto de la crisis en la banca europea, ya que el peso de sus pasivos exteriores en el total ha caído de un 21,3% en 2007 a un 17,4% en 2010. En la banca española, la caída empezó mucho antes (en 2003), siendo en la actualidad su apertura externa casi 3 puntos porcentuales inferior a la media de la eurozona (17,4% *vs.* 14,7%). En relación a 2009, en 2010 los porcentajes se han mantenido estables tanto en la banca española como en la de la eurozona.

⁹ La información utilizada que proporciona el BCE está referida al negocio doméstico, por lo que no tiene en cuenta la actividad de los bancos filiales en el extranjero. Obviamente, en el caso español, la internacionalización es mayor si tenemos en cuenta el negocio de las filiales del Santander y el BBVA (principalmente) en el exterior.

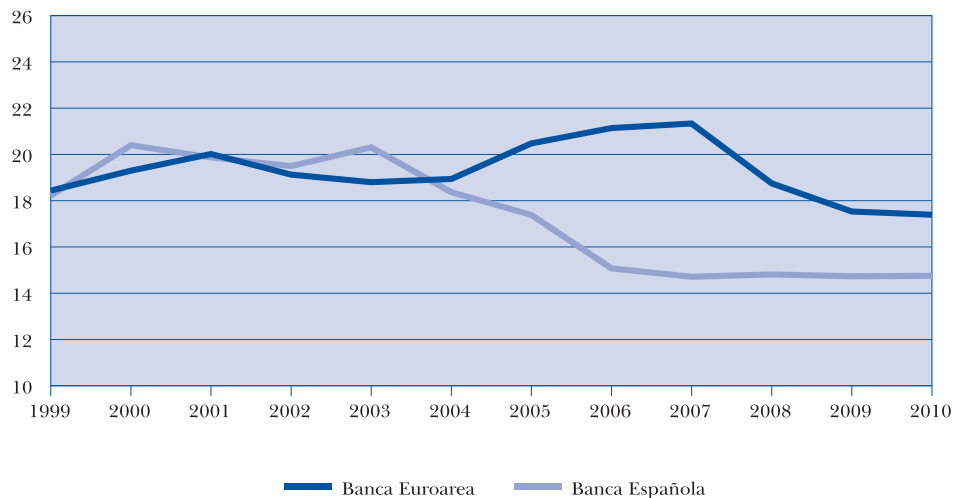


GRÁFICO 3.18. GRADO DE INTERNACIONALIZACIÓN DE LA BANCA. PESO DEL SECTOR EXTERIOR EN EL ACTIVO TOTAL
(porcentaje)



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

GRÁFICO 3.19. GRADO DE APERTURA EXTERNA DE LA BANCA. PESO DEL SECTOR EXTERIOR EN EL PASIVO TOTAL
(porcentaje)



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

En el contexto de crisis, ha adquirido protagonismo el análisis del grado de exposición de los sectores bancarios a la deuda (soberana y privada) de los países que presentan más desequilibrios fiscales, como Grecia, Portugal e Irlanda. En el primer caso, la exposición de la banca francesa y alemana es un elemento de preocupación que ha exigido que ambos sectores bancarios hayan tenido que involucrarse como acreedores en la resolución de la crisis griega aceptando una quita «voluntaria» (del 21%) en los acuerdos del Euro-grupo del julio de 2011. Obviamente, una exposición elevada a los países más castigados por la crisis es un elemento de preocupación para la solvencia de los sectores bancarios tenedores de la deuda de esos países y que demuestra la conexión entre las finanzas públicas y la «salud» bancaria.

La cuantificación de la exposición al riesgo de determinados países se realiza a partir de la información que suministra el BIS en sus estadísticas sobre «consolidated banking statistics» que refleja la actividad externa de los sectores bancarios. Con la información que proporciona, es posible analizar tanto el destino geográfico de las inversiones del sector bancario de cada país, como la exposición de terceros sectores bancarios a un determinado país (exposición tanto a deuda bancaria como no bancaria). Tomando como ejemplo el caso español, podemos analizar el destino geográfico de sus inversiones fuera, así como las inversiones que la banca extranjera tiene en activos españoles.

El panel a del **gráfico 3.20** contiene la distribución geográfica de las inversiones de la banca española en el exterior en 2010, agrupando la información por grandes áreas. En este último año disponible, las inversiones en América (sin incluir a Estados Unidos) concentran la mayor parte del total (33,2%) seguido muy de cerca por el Reino Unido (30,2%). El resto de países de la UE-15 supone el 17,4%. El mayor detalle que ofrece el **cuadro A.3.14** muestra la importancia que tienen las inversiones de la banca española en Brasil (13%) y México (10%), dada la fuerte presencia del Banco Santander y el BBVA en esos países. En Europa, además del Reino Unido, destacan las inversiones en Portugal (6,2%).

Si centramos la atención en lo acontecido en 2010, es de destacar la pérdida de la importancia relativa de la UE-15 en el total de las inversiones de la banca española, que se explica por el aumento que ha tenido lugar en las inversiones en América Latina, concentradas sobre todo en Brasil (que ha aumentado su participación en 2,4 puntos porcentuales) y, en mucha menor medida en Chile. También ha aumentado el peso relativo de las inversiones en China y Hong-Kong.

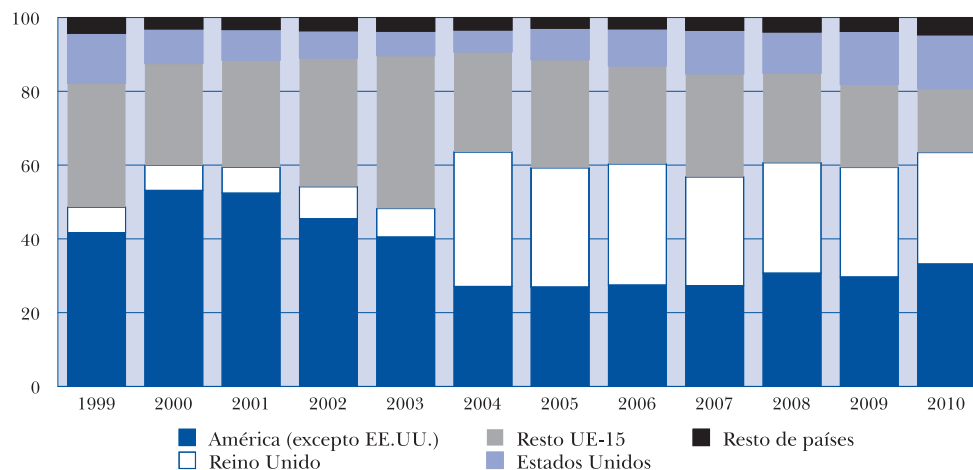
En el panel b del **gráfico 3.20** y en el **cuadro A.3.14** aparece representada la distribución geográfica de los pasivos españoles (emitidos tanto por la banca como por el resto del sector privado y público) en manos de la banca extranjera. En 2010, los sectores bancarios de la UE-15 absorben el 88,7% del total de nuestra deuda externa, lo que muestra la importancia que esos sectores tienen para financiar nuestro elevado nivel de endeudamiento. Alemania, Francia y el Reino Unido son nuestros principales acreedores ya que tienen en sus balances el 26,1%, 20,3% y 16,1%, respectivamente, de nuestra deuda externa. Fuera de Europa, es Estados Unidos nuestro principal comprador de deuda (5,9% del total). En total, los datos del BIS cuantifican en 696.122 millones de dólares el importe de la deuda española en manos de la banca extranjera.

Respecto a la variación 2009-2010, destaca el aumento de la importancia relativa de la banca británica como acreedora de la economía española. También es de destacar la caída del importe de la deuda española en manos de la banca extranjera, ya que ha caído un 24%: de 921.999 millones de dólares en 2009 a 696.122 millones en 2010. Nuestros principales acreedores, han reducido drásticamente su exposición a la economía española: Alemania un 24% y Francia un 36%.

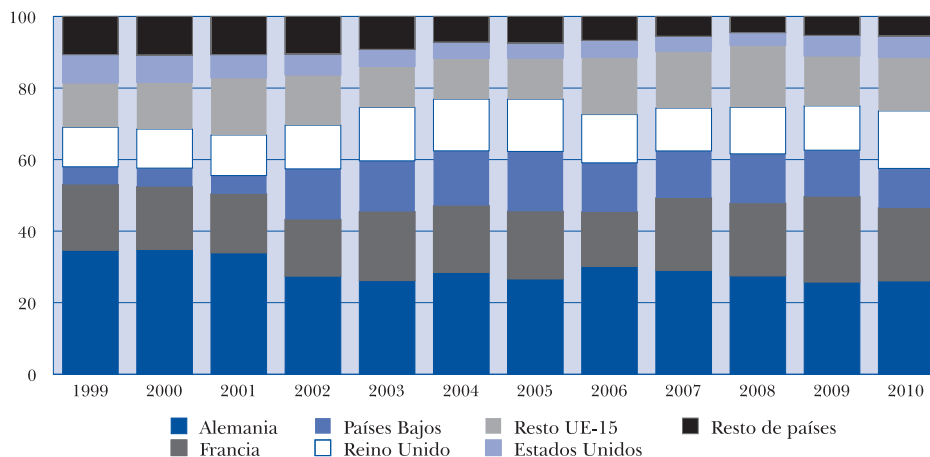
Como hemos comentado con anterioridad, en el actual contexto de crisis de la deuda soberana en el que tres países han tenido que ser rescatados (Grecia, Irlanda y Portugal), un centro de atención y preocupación es la exposición de los sectores bancarios a la deuda emitida por los países intervenidos. El mayor centro de preocupación es Grecia ya que el rescate aprobado en mayo de

GRÁFICO 3.20. DESTINO GEOGRÁFICO DE LAS INVERSIONES EXTERNAS DE LA BANCA ESPAÑOLA E INVERSIONES DE LA BANCA EXTRANJERA EN ACTIVOS ESPAÑOLES
(porcentaje sobre el total de activos/pasivos en exterior)

a) Inversiones de la banca española en el exterior



b) Inversiones de la banca extranjera en activos españoles



Fuente: Bank of International Settlements (BIS).

2010 fue claramente insuficiente, lo que ha exigido a la economía griega a un nuevo plan severo de ajuste que diera credibilidad a su capacidad de devolver las ayudas recibidas.

Las estadísticas del BIS permiten analizar con rigor el grado de exposición de los diferentes sec-

tores bancarios a cualquier caso. Si bien este análisis no es propiamente un análisis de la integración de los mercados financieros europeos, es de sumo interés desde el punto de vista de la estabilidad financiera y, por esta vía, puede afectar al grado de integración. No hay que olvidar que

cuando un país tiene que ser rescatado, ello impacta negativamente sobre la estabilidad de los mercados financieros, y suele generar una caída en el nivel de actividad transfronteriza que supone un retroceso en la integración.

Centrando la atención en los países que han sido intervenidos, el **cuadro 3.1** contiene el importe de la deuda externa de esos tres países y su distribución geográfica a finales de 2010. En el caso de Grecia (que es el que despierta más intereses como consecuencia de los mayores problemas que presenta la economía griega), es la banca francesa y la alemana las más expuestas, ya que concentran entre las dos el 63% de la deuda

externa griega. En concreto, la exposición de Francia es de 40.001 millones de euros y la de Alemania de 25.627 millones de euros (se ha aplicado el tipo de cambio promedio de 2010 ya que las series del BIS están en dólares). La exposición de la banca española es marginal: solo 834 millones de euros.

Si centramos la atención en España, mucho más preocupante sería un *default* de Portugal ya que la banca española es la principal acreedora de la economía portuguesa. Así, con datos de finales de 2010, la deuda externa portuguesa en los balances de la banca española asciende a 64.838 millones de euros, lo que supone el 42,6% de toda

CUADRO 3.1. EXPOSICIÓN A LA DEUDA GRIEGA, IRLANDESA Y PORTUGUESA POR NACIONALIDAD DE LOS BANCOS
(diciembre 2010)

Banca	Grecia			Irlanda				Portugal			
	Millones de dólares	Millones de Euros	Estructura porcentual	Banca	Millones de dólares	Millones de Euros	Estructura porcentual	Banca	Millones de dólares	Millones de Euros	Estructura porcentual
Francia	53.029	40.001	38,50	Reino Unido	152.397	114.956	27,15	España	85.956	64.838	42,63
Alemania	33.974	25.627	24,67	Alemania	118.154	89.126	21,05	Alemania	36.421	27.473	18,06
Reino Unido	13.144	9.915	9,54	Estados Unidos	65.429	49.354	11,66	Francia	27.045	20.401	13,41
Portugal	10.195	7.690	7,40	Bélgica	45.604	34.400	8,12	Reino Unido	24.363	18.377	12,08
Estados Unidos	7.421	5.598	5,39	Francia	36.764	27.732	6,55	Estados Unidos	5.407	4.079	2,68
Países Bajos	4.452	3.358	3,23	Japón	26.670	20.118	4,75	Países Bajos	5.290	3.990	2,62
Italia	4.229	3.190	3,07	Portugal	22.163	16.718	3,95	Italia	4.063	3.065	2,02
Austria	3.140	2.369	2,28	Países Bajos	19.119	14.422	3,41	Suiza	3.065	2.312	1,52
Suiza	2.727	2.057	1,98	Dinamarca	16.789	12.664	2,99	Irlanda	2.497	1.884	1,24
Bélgica	1.759	1.327	1,28	Suiza	14.721	11.104	2,62	Japón	2.160	1.629	1,07
Japón	1.409	1.063	1,02	Italia	14.183	10.698	2,53	Bélgica	1.588	1.198	0,79
España	1.106	834	0,80	España	11.124	8.391	1,98	Austria	1.578	1.190	0,78
Irlanda	740	558	0,54	China Taipei	4.862	3.667	0,87	Brasil	931	702	0,46
Suecia	145	109	0,11	Suecia	4.777	3.603	0,85	Finlandia	378	285	0,19
Dinamarca	111	84	0,08	Canadá	4.210	3.176	0,75	Suecia	364	275	0,18
Turquía	79	60	0,06	Austria	2.997	2.261	0,53	Dinamarca	270	204	0,13
China Taipei	38	29	0,03	Finlandia	712	537	0,13	Canadá	132	100	0,07
Finlandia	27	20	0,02	Grecia	510	385	0,09	Grecia	82	62	0,04
Brasil	1	1	0,00	Turquía	61	46	0,01	China Taipei	26	20	0,01
				Panamá	34	26	0,01	México	16	12	0,01
				Brasil	7	5	0,00	Panamá	2	2	0,00
								Turquía	1	1	0,00
Total	137.726	103.889	100,00	Total	561.287	423.389	100,00	Total	201.635	152.097	100,00

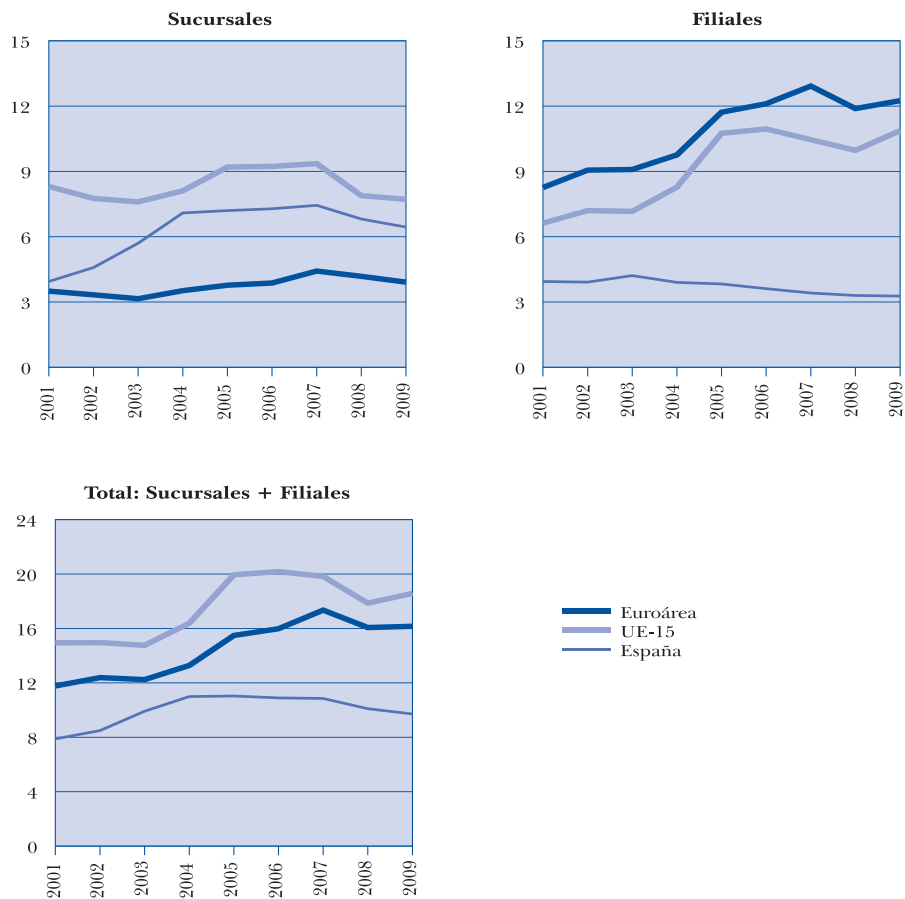
Fuente: Bank of International Settlements (BIS).

la deuda externa de Portugal. Y en el caso de Irlanda, nuestra exposición es de 8.391 millones de euros, siendo el Reino Unido el más expuesto (114.956 millones de euros).

Otro indicador de integración financiera en los mercados bancarios es la cuota de mercado que en los mercados domésticos tienen las sucursales y filiales de entidades extranjeras pertenecientes a sectores bancarios de la UE. Para la media de la banca de la eurozona (**gráfico 3.21**), la cuota de mercado de las sucursales extranjeras

de otros países europeos es mucho más reducida en comparación a la cuota de las filiales, ya que en 2009 la primera es del 3,9% y la segunda del 12,3%. Por tanto, el negocio de la banca extranjera europea en los mercados nacionales se realiza mayoritariamente a través de bancos filiales. No obstante, si tomamos como referencia la media de la UE-15, las diferencias se reducen como consecuencia de la elevada cuota de mercado que las sucursales de bancos europeos tienen en el Reino Unido (20,3%).

GRÁFICO 3.21. CUOTA DE MERCADO DE LAS SUCURSALES Y FILIALES DE LAS INSTITUCIONES DE CRÉDITO EUROPEAS
(porcentaje del activo total)



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

Este comportamiento medio de la banca europea contrasta con el caso español ya que en España adquiere mayor importancia el negocio que la banca extranjera tiene en forma de sucursales (6,4%), frente a la menor importancia del negocio vía bancos filiales (3,3%). No obstante, en relación a la banca del área del euro, la cuota de sucursales de bancos europeos en España es superior a la media (3,9%), así como a países como Alemania, Francia, Italia, Portugal, etc. En cambio, en términos de filiales, España está muy por debajo de la media de la UE-15 (10,9%). De hecho, solo en Suecia (0,5%) y en Holanda (0,6%), la cuota de filiales europeas se sitúa por debajo del valor de España.

Si tomamos como referencia en el análisis una perspectiva de más largo plazo y analizamos el negocio que tanto a través de filiales como de sucursales tienen los bancos europeos en los mercados domésticos, se ha incrementado el grado de integración ya que de 2001 a 2009 la cuota de mercado de bancos europeos en los mercados nacionales ha aumentado del 14,9% al 18,6%. No obstante, desde 2006 está cayendo, si bien en 2009 se ha producido una ligera recuperación.

En España, la cuota de mercado de la banca europea también ha crecido desde 2001, si bien la ganancia ha sido mucho más modesta (de un 7,9% en 2001 a un 9,7% en 2009). Y al igual que la media de la banca europea, también en España la cuota de mercado de sucursales y filiales de bancos europeos ha caído en los últimos años, alcanzando el máximo valor en 2005.

3.5. INVERSORES INSTITUCIONALES

Los inversores institucionales juegan un papel importante en el proceso de integración en la medida en la que sus decisiones de cartera afectan a la actividad doméstica *vs. cross-border* del sistema financiero. Por este motivo, el objetivo de esta sección es construir diversos indicadores de integración referidos a los fondos de inversión, los fondos de pensiones y las compañías de seguros. La limitación que tiene el análisis que se realiza a continuación es el mayor desfase de la informa-

ción disponible ya que si bien el Banco Central Europeo ofrece información agregada para toda el área del euro desde 2008, para disponer de información por países hay que acudir a otras fuentes de información que, en el mejor de los casos, llega hasta 2009.

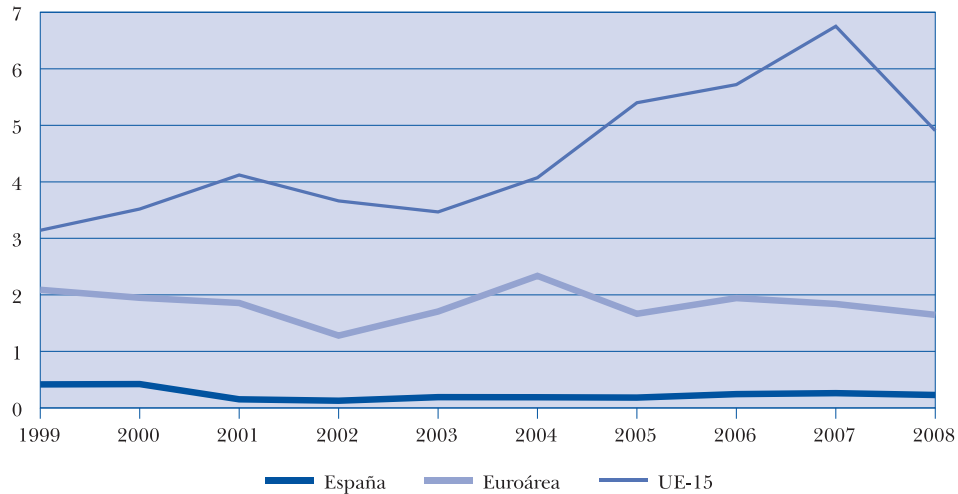
La visión que se desprende a nivel agregado del análisis que incorpora por primera vez el último informe del Banco Central Europeo (2011) para la industria de las compañías de seguros y fondos de pensiones es que desde 2009 se ha producido un sesgo doméstico en las inversiones de estos dos inversores institucionales, disminuyendo la importancia relativa de los activos emitidos por otros países del área del euro.

Para el caso de las compañías de seguro, el **gráfico 3.22** muestra la evolución desde 1999 a 2008 de la cuota de mercado de sucursales extranjeras, siendo por tanto un indicador de su apertura externa. Tomando como indicador del volumen de negocio las primas cobradas, la apertura externa del sector asegurador de la UE-15 ha aumentado un 36%, si bien la cuota de mercado de sucursales extranjeras es reducida (4,9% en 2008). En la eurozona, la cuota de mercado es inferior (1,6%) como consecuencia de la elevada apertura externa de la industria aseguradora del Reino Unido (14,2% como muestra el **cuadro A.3.17**).

En el caso de las compañías de seguro españolas, la cuota de mercado de las sucursales de compañías extranjera es muy reducida (0,23% en 2008), siendo el segundo sector de la UE-15 (solo por delante de Austria) con menor apertura externa. Llama la atención que frente al aumento de la apertura externa que ha tenido lugar en la UE-15 desde 1999, en España la cuota de mercado en 2008 es la mitad de la existente en 1999 (0,42%), si bien en cualquier caso la cuantía es marginal.

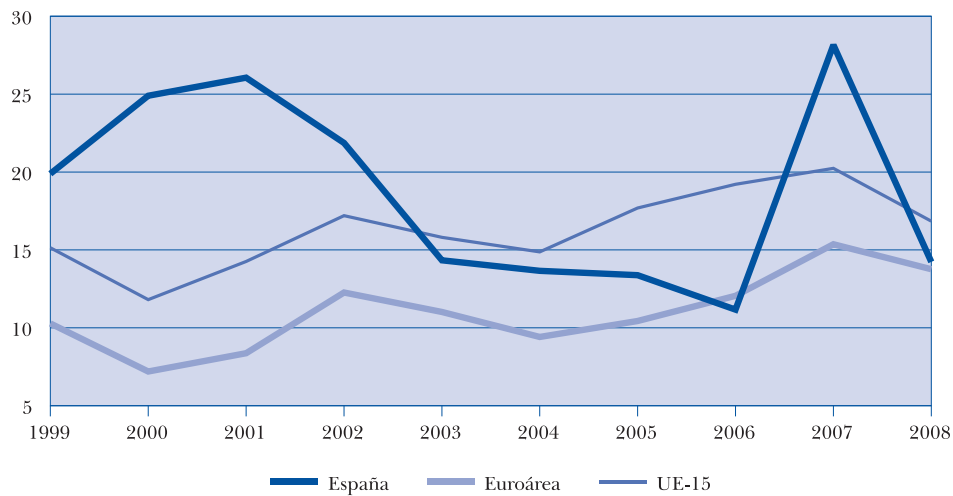
Si en lugar de analizar la cuota de mercado de sucursales de compañías extranjeras nos centramos en el análisis del negocio de las compañías que, siendo domésticas, están controladas por empresas extranjeras (**gráfico 3.23**), la cuota aumenta de forma considerable hasta alcanzar en 2008 de media en la industria de la UE-15 el

GRÁFICO 3.22. CUOTA DE MERCADO DE SUCURSALES DE COMPAÑÍAS DE SEGUROS EXTRANJERAS
(porcentaje)



Fuente: Insurance Statistics Yearbook, OCDE.

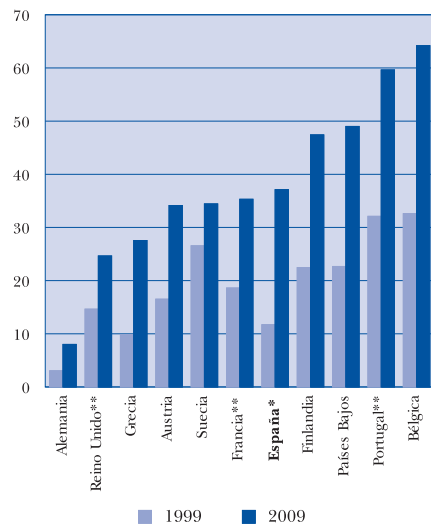
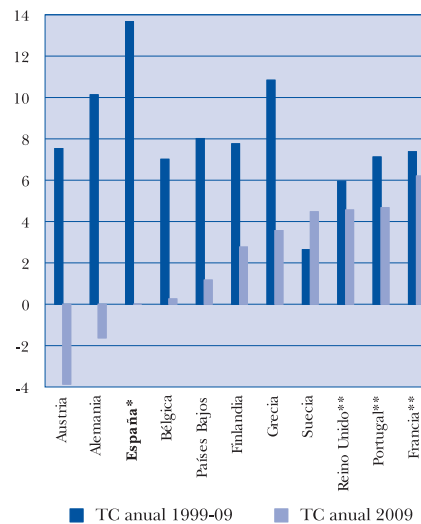
GRÁFICO 3.23. CUOTA DE MERCADO DE COMPAÑÍAS DE SEGUROS DOMÉSTICAS CONTROLADAS POR EMPRESAS EXTRANJERAS
(porcentaje)



Fuente: Insurance Statistics Yearbook, OCDE.

GRÁFICO 3.24. INTERNACIONALIZACIÓN DE LA COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO DE LAS EMPRESAS DE SEGUROS (porcentaje de los activos extranjeros frente al total)

a) Valores absolutos

b) Tasas anuales de variación
(porcentaje)

* Dato para 2008 y TC anual (1999-08)

** Dato para 2000 y TC anual (2000-09)

Fuente: Insurance Statistics Yearbook, OCDE.

16,8%. En España, la cuota se sitúa en el 14,2%, nivel que contrasta con la presencia testimonial que tiene lugar en términos de sucursales de compañías extranjeras.

La evolución de este indicador de apertura externa desde 1999 muestra un ligero aumento en la UE-15 (del 15,1% en 1999 al 16,8% en 2008) y una caída en España (del 19,9% al 14,2%), siendo de destacar la caída que en ambos casos se produce en 2008, justo tras el estallido de la crisis.

Un indicador adicional de internacionalización de las compañías de seguro es el peso que los activos extranjeros tienen en el total. Como muestra el **gráfico 3.24**, España destaca en el *ranking* de los países europeos por ser el tercero con mayor crecimiento en su internacionalización en el periodo 1999-2008. En concreto, el peso de los activos extranjeros en el total ha aumentado a una

tasa media anual del 14%, pasando de un 11,7% en 1999 a un 37,1% en 2008. En este último año, la internacionalización de su cartera se sitúa por encima de la media de los países para los que existe información (29,2%) y por encima del Reino Unido, Grecia, Suecia, Alemania, Francia y Austria. Los valores más elevados del indicador de internacionalización corresponden a Bélgica (64,2%) y Portugal (59,6%).

El análisis de la composición geográfica de la cartera de inversiones de los fondos de inversión que recoge el **gráfico 3.25** sitúa a España en la cola del *ranking* de países europeos en términos de inversiones en activos extranjeros, con un porcentaje del 37,5% en 2009, solo por delante de Grecia. No obstante, en relación a la situación de partida en 1999, ha crecido la internacionalización de sus inversiones, aumentando el porcentaje en 6,6 puntos porcentuales. Es de destacar la

caída en la internacionalización que tuvo lugar en 2007 (con una caída de 7 puntos porcentuales) y 2008 (con otra nueva caída de 8 puntos porcentuales), de forma que en solo esos dos años la caída acumulada es de 15,3 puntos porcentuales. No obstante, en 2009 se ha recuperado la internacionalización de la cartera de inversiones con un aumento de 3,6 puntos porcentuales que contrasta con el aumento en el sesgo doméstico de los dos años anteriores.

Para terminar el análisis de la internacionalización de los inversores institucionales, el **gráfico 3.26** muestra la evolución del porcentaje que los activos extranjeros representan en el total de los fondos de pensiones. En el caso español, el peso de los activos exteriores ha aumentado 10 puntos porcentuales en el periodo 1999-2008 (último año disponible para España), situándose en este último año en el 37%, por debajo de los niveles de

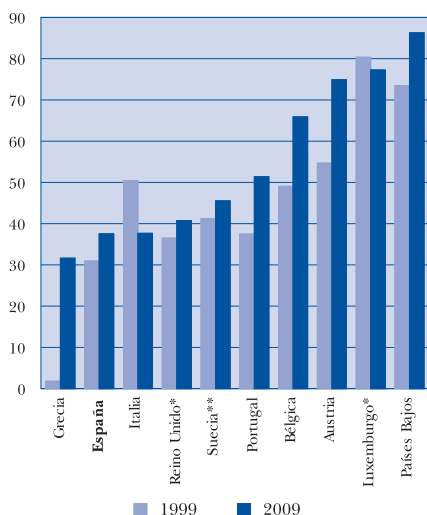
los Países Bajos, Bélgica y Portugal. Al igual que ocurre con los fondos de inversión, también en España la crisis ha aumentado el sesgo doméstico de los fondos de pensiones, ya que en 2007 y 2008 el porcentaje de las inversiones en activos exteriores ha caído de forma acumulada en 6,2 puntos porcentuales.

4. LA COMPETENCIA EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

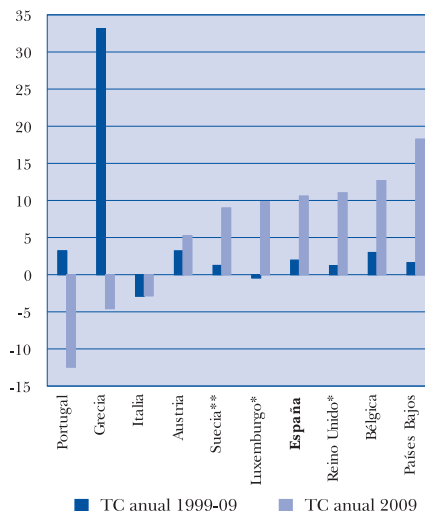
El análisis de la rivalidad competitiva en los mercados financieros es de especial interés en el estudio de la integración ya que existe una estrecha conexión entre la competencia y la integración financiera. Cuantas menores sean las barreras a la entrada de competidores extranjeros y menos restricciones existan para realizar opera-

GRÁFICO 3.25. INTERNACIONALIZACIÓN DE LA COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN
(porcentaje de los activos extranjeros frente al total)

a) Valores absolutos



b) Tasas anuales de variación (porcentaje)



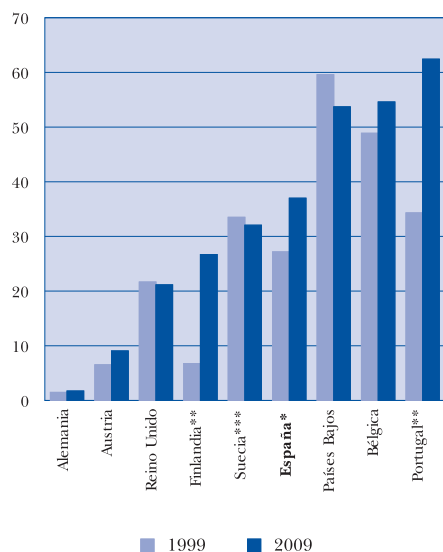
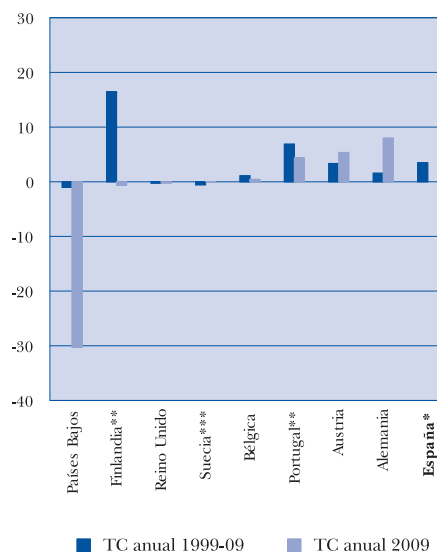
* Dato para 2000 y TC anual (2000-09)

** Dato para 2001 y TC anual (2001-09)

Fuente: Institutional Investors, OCDE.

GRÁFICO 3.26. INTERNACIONALIZACIÓN DE LA COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO DE LOS FONDOS DE PENSIONES (porcentaje de los activos extranjeros frente al total)

a) Valores absolutos

b) Tasas anuales de variación
(porcentaje)

* Dato para 2008 y TC anual (1999-08)

** Dato para 2000 y TC anual (2000-09)

*** Datos para 2001 y TC anual (2001-09)

Fuente: Institutional Investors, OCDE.

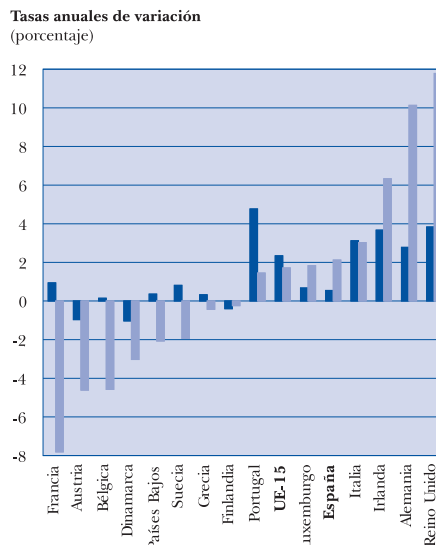
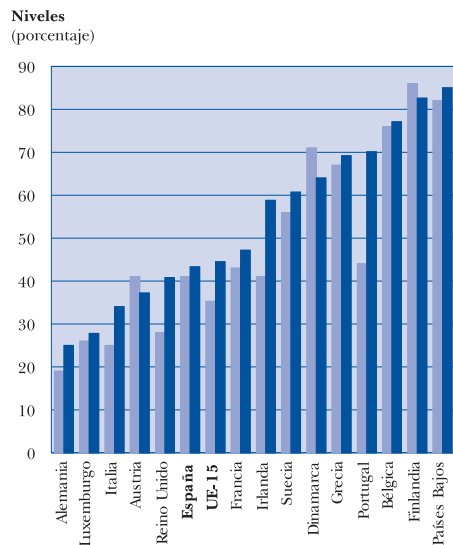
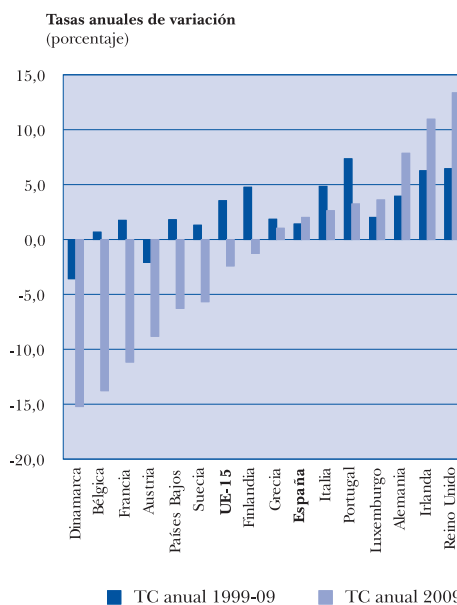
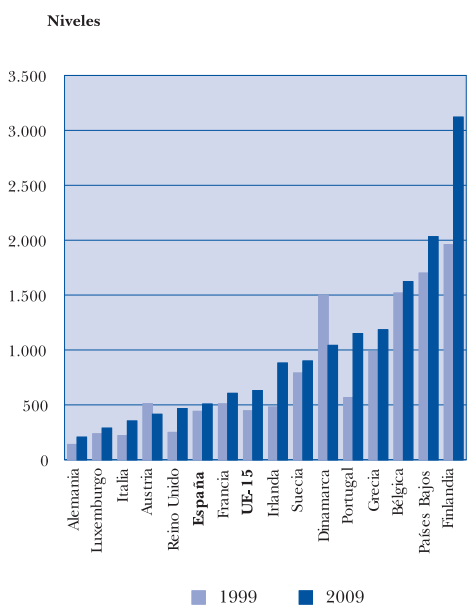
ciones transfronterizas, mayor será la competencia y la integración financiera.

Los estudios que analizan la rivalidad competitiva utilizan dos tipos de indicadores. Los llamados indicadores estructurales utilizan índices de concentración del mercado (como la cuota de mercado de las mayores empresas o el índice de Herfindahl) o el número de competidores. Los indicadores basados en modelos estructurales de competencia derivan indicadores tras modelizar el comportamiento maximizador de beneficios de los oferentes de servicios financieros.

Si bien la sencillez en la construcción (y la disponibilidad de la información necesaria para su construcción) de los indicadores estructurales explica que sean los más frecuentemente utiliza-

dos para medir la competencia, la interpretación de la visión que se desprende de esos indicadores debe de hacerse con cautela ya que la teoría económica nos enseña que en ocasiones una mayor concentración del mercado no implica una menor competencia. Así, es posible que si no existen barreras de entrada en un sector, un duopolio dé lugar a un resultado similar a la competencia perfecta (cuyo equilibrio viene caracterizado por la fijación de un precio igual al coste marginal, no existiendo beneficios extraordinarios).

Sin olvidar esta cautela, el **gráfico 4.1** muestra el nivel y la tasa de crecimiento de la cuota de mercado de los cinco bancos más grandes en cada uno de los sectores bancarios de la UE-15 (el llamado índice CR5). En el caso de la banca españo-

GRÁFICO 4.1. CONCENTRACIÓN DE LOS MERCADOS BANCARIOS DE LA UE-15
a) CR5 (Cuota de mercado de los 5 mayores bancos)

b) Índice de Herfindahl


Fuente: Banco Central Europeo.

la, la última información referida a 2009 sitúa la concentración en el 43,3%, valor ligeramente inferior a la media de los sectores bancarios de la UE-15 (44,5%). El rango de variación en el grado de concentración es muy amplio con valores

extremos del 25% en Alemania y del 85% en los Países Bajos.

Si tomamos como referencia el periodo completo 1999-2009, en España el crecimiento en la concentración ha sido muy reducido, ya que fren-

te al aumento del 26% que ha tenido lugar en la CR5 media de la banca de la UE-15, en España el crecimiento es de solo el 5,6%.

La comparación del grado de concentración del sector bancario español con la media europea pone de manifiesto que el actual proceso de reestructuración de las cajas de ahorros (en el que en menos de un año el número se ha reducido a la tercera parte) no supone un peligro en términos de competencia ya que la situación de partida es de un nivel de concentración similar al promedio europeo. No obstante, una vez se complete el nuevo mapa bancario tras los nuevos bancos creados por las cajas (a través de Sistemas Institucionales de Protección –SIP– o mediante fusiones tradicionales), la concentración aumentará de forma considerable, sobre todo tras la creación de Bankia con un activo de 275.000 millones de euros, situándose en la tercera posición del *ranking* por detrás del Santander y BBVA.

Las fusiones que han tenido lugar en la banca europea en la última década explican el aumento de la concentración desde 1999, donde el número de entidades de crédito ha caído un 22%, pasando de 8.872 en 1999 a 6.961 en 2009 (véase **cuadro A.2.3**). En España, la caída ha sido más reducida (un 9%): de 387 entidades en 1999 a 352 en 2009. En 2010, el número de entidades ha seguido reduciéndose a 337, por lo que la reestructuración iniciada en 2010 explica la caída en 15 entidades según los datos que ofrece el Banco de España.

Un inconveniente que presenta el indicador anterior de concentración (CR5) es que no tiene en cuenta el número de competidores en el mercado. Además, tampoco hay ningún a priori del número de bancos a utilizar para construir el índice (¿el más grande, los 3 más grandes, los 5 más grandes, etc.?), por lo que en ocasiones las comparaciones internacionales son sensibles al número de bancos considerados. Para evitar estos problemas, suele utilizarse el índice de Herfindahl que se construye como la suma al cuadrado de la cuota de mercado de todos los bancos de un país. Así, frente al CR, tiene en cuenta la información de todos los bancos del sector y ofrece una visión unívoca en las comparaciones internacionales.

El panel b) del **gráfico 4.1** muestra el nivel y el crecimiento del índice de Herfindahl de los sectores bancarios de la UE-15. En 2009, España sigue presentando un nivel de concentración por debajo de la media (507 frente a 630), siendo el sexto sector en el *ranking* con menor concentración. El rango de variación es muy amplio ya que el mayor valor (que corresponde a Finlandia, 3.120) es quince veces superior al menor nivel del índice (206 en Alemania).

La evolución en la década 1999-2009 muestra nuevamente el aumento en el grado de concentración de los mercados bancarios europeos, ya que el índice de Herfindahl ha aumentado un 41%. En España, la concentración del mercado ha aumentado en mucho menor medida (un 15%).

En el caso de los indicadores no estructurales de competencia, uno muy utilizado es el llamado índice de Lerner de poder de mercado que se construye como cociente entre el diferencial precio-coste marginal, y el precio. Cuanto mayor sea el valor del índice, mayor será el poder de mercado dado que la esencia del poder de monopolio es fijar un precio por encima del coste marginal.

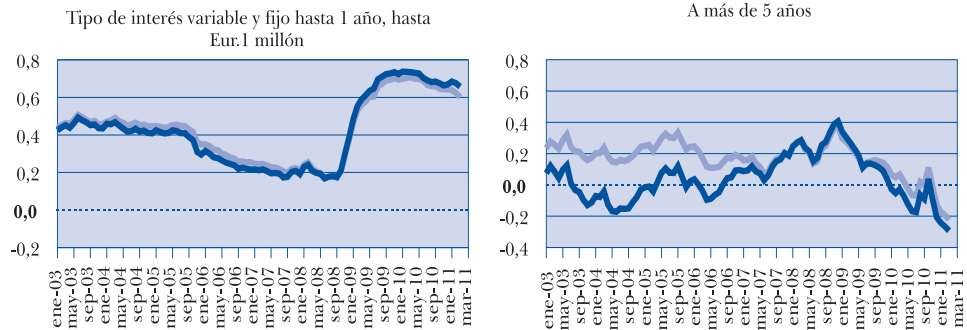
El **gráfico 4.2** muestra la evolución del índice de Lerner para seis productos bancarios: cuatro de activo y dos de pasivo. En el primer caso, el índice de Lerner se construye como diferencia entre el tipo de interés de cada producto y el tipo de interés del interbancario, expresado como porcentaje del tipo del producto analizado. En el segundo caso, el índice se construye como diferencia entre el tipo interbancario y el tipo del producto pasivo, en términos relativos al tipo pasivo.

Tomando como referencia los datos referidos a 2010, es en el préstamo a las empresas no financieras hasta un millón de euros (a tipo variable con revisión anual) donde los márgenes relativos son más elevados, con un valor del índice de Lerner de 0,68 en 2010 para la media de los sectores de la eurozona. En España, el valor es algo más elevado (0,70), si bien la diferencia es marginal.

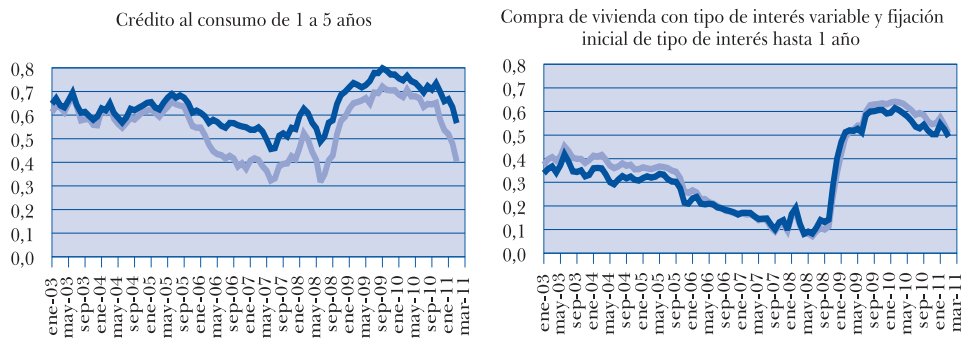
En los préstamos al consumo, también el poder de mercado es elevado con un valor del índice de 0,65 en la eurozona y de 0,72 en Espa-

GRÁFICO 4.2. EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES DE LERNER DE PODER DE MERCADO PARA DISTINTOS PRODUCTOS BANCARIOS EN ESPAÑA Y LA EUROÁREA

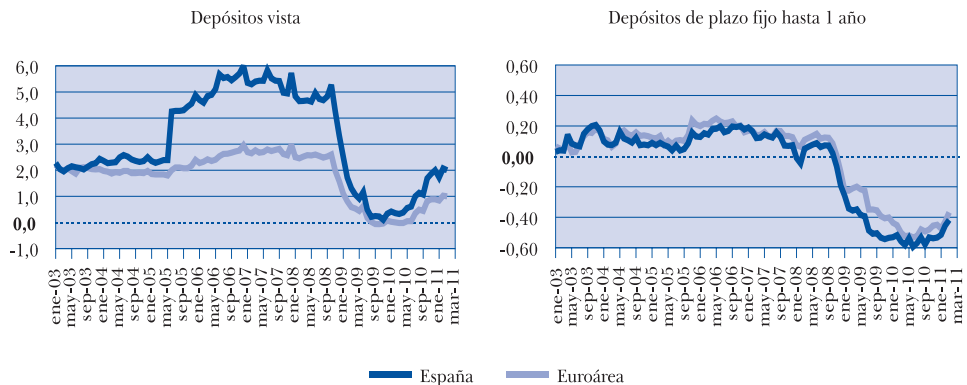
a) Préstamos a empresas no financieras



b) Préstamos a las economías domésticas



c) Depósitos de las economías domésticas



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

ña. De hecho, en España los márgenes que aplica la banca en los préstamos al consumo siempre se sitúan por encima de la media europea como consecuencia de fijar tipos más altos.

En el caso del préstamo para la compra de vivienda, en 2010 el índice de Lerner se sitúa en niveles más reducidos en comparación con los otros productos activos, ya que el valor promedio en 2010 es de 0,60 para la media de la euroárea y de 0,56 para España, lo que muestra que la banca española fija un *spread* en los préstamos hipotecarios más reducido.

La visión conjunta de la evolución de los índices de Lerner de los productos activos (a excepción de los préstamos empresariales a más de 5 años que son de escasa importancia en España), es que desde mediados de 2008 han aumentado los márgenes bancarios, lo que se ve reflejado en un aumento del poder de mercado. No obstante, es importante advertir que parte del crecimiento del índice puede estar reflejando tanto la mayor aversión al riesgo de las entidades ante el aumento de la morosidad, como el aumento de las primas de riesgo por el mismo motivo. Con esta cautela en la interpretación, los crecimientos del índice de Lerner son muy acusados hasta inicios de 2010, si bien se estabilizan a lo largo de este último año y disminuyen en los primeros meses de 2011. Habrá que esperar a tener datos más recientes para comprobar si esta tendencia bajista se mantiene en el futuro.

En los productos pasivos (depósitos a la vida y a plazo), el comportamiento del índice de Lerner es justo el contrario ya que con la crisis se produce una fuerte caída a mediados de 2008, que se recupera solo ligeramente en 2010 y 2011. En los depósitos a plazo la caída es de tal magnitud que los *spreads* son negativos al remunerar las entidades los depósitos por encima del Euribor en un contexto de dificultades para colocar deuda en los mercados mayorista que explica que, al menos en España, se haya iniciado una guerra en el pasivo que obligó a aprobar en junio de 2011 un decreto ley mediante el cual se penaliza a las entidades que paguen tipos por encima de un determinado umbral respecto del Euribor. La penalización con-

siste en multiplicar por 5 la base de depósitos que se utiliza para calcular la contribución de las entidades de depósitos a sus respectivos fondos de garantía de depósitos, siendo las cajas de ahorros las más penalizadas por su mayor contribución al fondo (1 por mil, frente a 0,8 por mil en las cooperativas y 0,6 por mil en los bancos).

El índice de Lerner de la banca española es superior a la banca europea en los depósitos a la vista. La diferencia fue muy amplia desde mediados de 2005 hasta inicios de 2009, si bien se redujo drásticamente en 2010. La última información disponible de 2011 indica que está volviendo a crecer. En los depósitos a plazo, el comportamiento de la banca española es similar al europeo, fijando en la actualidad los bancos españoles tipos de interés superiores a la media de la eurozona.

Los márgenes que se utilizan en la construcción del índice de Lerner de poder de mercado guardan una estrecha y proporcional relación a los márgenes de la cuenta de resultados así como con la rentabilidad. No obstante, el margen de un banco no solo depende del poder de mercado, sino que depende de otras variables como su aversión al riesgo, el riesgo de crédito, el riesgo de tipo de interés, los costes unitarios, etc.

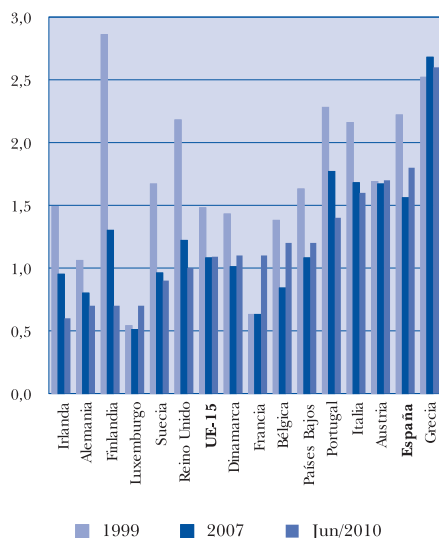
El análisis de la rentabilidad bancaria exige previamente analizar el comportamiento de los distintos márgenes de la cuenta de resultados ya que cada uno por separado contiene información sobre diferentes aspectos de la calidad de la gestión bancaria y del coste del riesgo (provisiones realizadas).

En el caso del margen de intermediación, el **gráfico 4.3** muestra su nivel en tres años clave: el año de nacimiento del euro (1999), el inicio de la crisis (2007) y el último disponible (junio de 2010). En este último caso, el *ranking* que recoge la parte izquierda del gráfico sitúa a la banca española en el segundo lugar del *ranking*, con un margen de intermediación un 65% por encima de la media de la UE-15. En concreto, frente a un margen del 1,8% en España, en la UE-15 es del 1,09%.

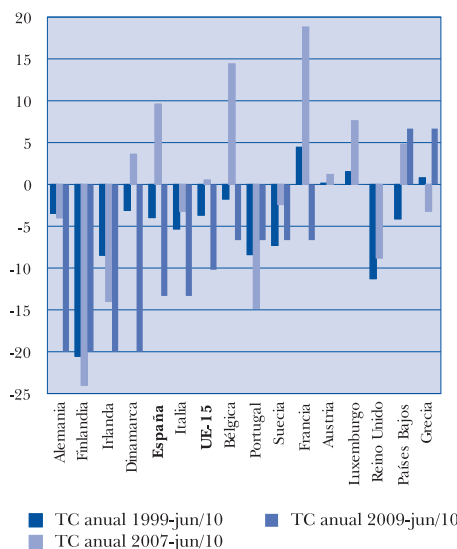
En comparación con los niveles de partida en 1999, en la actualidad los márgenes de interme-

GRÁFICO 4.3. MARGEN DE INTERMEDIACIÓN DE LA BANCA EUROPEA
(porcentaje del activo total)

a) Niveles



b) Variación anual absoluta
(puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central Europeo, OCDE y elaboración propia.

diación de la banca europea han caído en la mayoría de países, con una reducción media anual de 3,7 puntos porcentuales. En España, la caída ha sido muy parecida (3,9 puntos porcentuales al año)¹⁰.

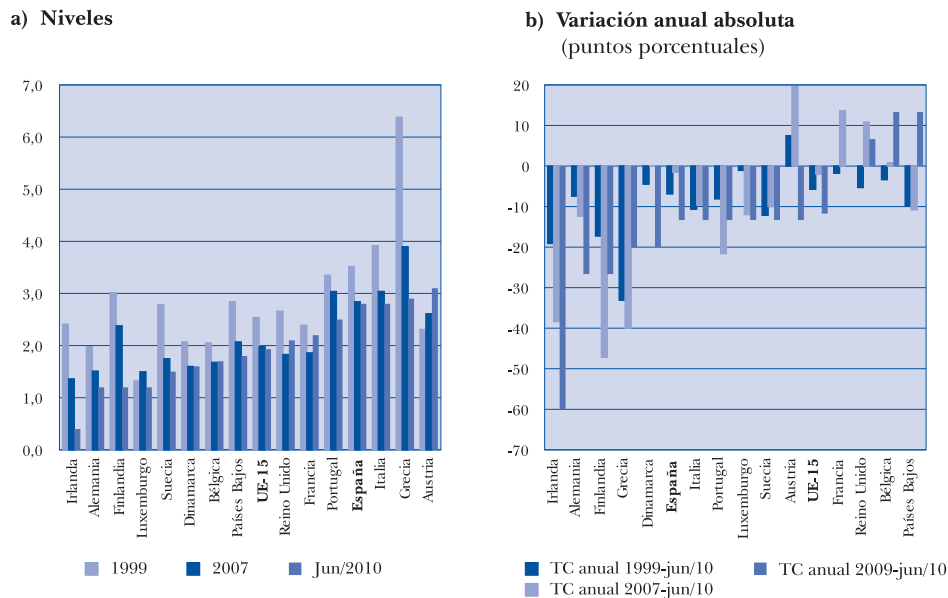
Si nos centramos en el comportamiento del margen de intermediación tras la crisis, los márgenes aumentaron en 2008 y 2009, si bien han caído en el primer semestre de 2010. En concreto, de 2007 a 2009 el margen promedio en la zona euro aumentó en 17 puntos porcentuales (del 1,08% al 1,25%) mientras que en junio de 2010 el margen es del 1,09%, valor prácticamente similar al de

diciembre de 2007. En España, el margen también aumentó en 2008 y 2009, aunque la posterior caída en 2010 es inferior a la media europea de forma que se sitúa en el último periodo (1,8%) por encima del valor de finales de 2007 (1,6%).

El siguiente escalón de la cuenta de resultados es el margen ordinario (también llamado bruto) cuya evolución aparece representada en el **gráfico 4.4**. Este margen también ha caído desde 1999, con una variación negativa superior a la del margen de intermediación (5,78 puntos porcentuales de promedio anual, frente a 3,68 puntos porcentuales en el caso del margen de intermediación). En España el margen bruto también cae a un mayor ritmo que el de intermediación, lo que refleja el peor comportamiento de los otros productos ordinarios (comisiones, resultados de operaciones financieras y por diferencias de tipo de cambio) en la banca española.

¹⁰ Dado que en algunos casos los márgenes y los niveles de rentabilidad tienen valores negativos, en los gráficos que se utilizan a continuación mostrando la evolución de los distintos escalones de la cuenta de resultados, se representan las variaciones absolutas (anualizadas) en puntos porcentuales en lugar de tasas de crecimiento.

GRÁFICO 4.4. MARGEN ORDINARIO DE LA BANCA EUROPEA (porcentaje del activo total)



Fuente: Banco Central Europeo, OCDE y elaboración propia.

Si nos centramos en el periodo de crisis 2007-junio 2010, en la banca española el margen bruto ha caído menos que en la banca de la UE-15, situándose a mediados de 2010 en un valor relativamente similar al de finales de 2007. En la actualidad, también España está en una posición avanzada en el *ranking* de los sectores bancarios europeos, si bien pierde algunas posiciones en comparación con el margen financiero.

Más interés tiene el análisis del margen de explotación (**gráfico 4.5**) ya que tiene en cuenta los costes operativos que son necesarios para generar un determinado margen. Así, tras deducir los gastos de explotación, la banca española es en junio de 2010 la que ocupa el primer lugar en el *ranking* de los sectores de la UE-15, con un margen (1,5%) que es casi el doble que la media (0,79%). Esto explica, como veremos a continuación, que la banca española sea la más rentable de

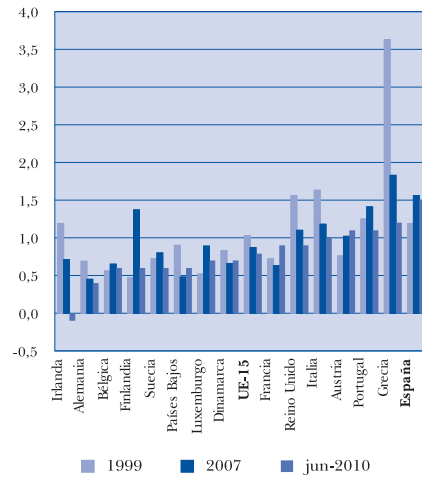
la UE-15. Además, mientras que el margen de la banca española se sitúa por encima del que tenía en 1999, en la banca europea sucede justo lo contrario.

En términos de rentabilidad sobre activo (ROA), la última información disponible referida a junio de 2010 sitúa a banca española en el primer lugar del *ranking* de sectores de la UE-15, con una rentabilidad del 0,6%, que es más del doble de la media (0,25%). La parte izquierda del **gráfico 4.6** muestra que varios sectores bancarios presentan rentabilidades negativas (es el caso de Grecia, Irlanda), lo que muestra la intensidad del impacto de la crisis en estos países. No obstante, se percibe una mejoraría respecto a los niveles de rentabilidad alcanzados en 2008, donde incluso para la media europea, la rentabilidad fue negativa.

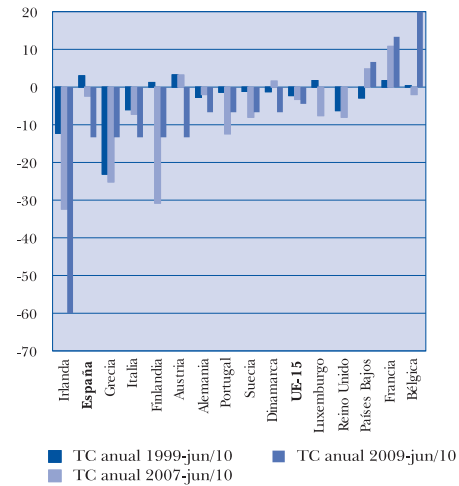


GRÁFICO 4.5. MARGEN DE EXPLOTACIÓN DE LA BANCA EUROPEA
(porcentaje del Activo total)

a) Niveles



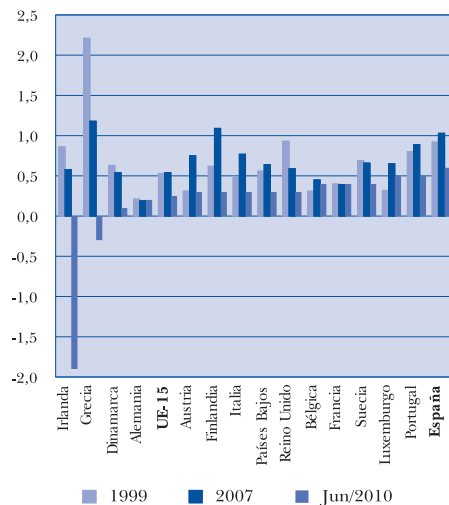
b) Variación anual absoluta
(puntos porcentuales)



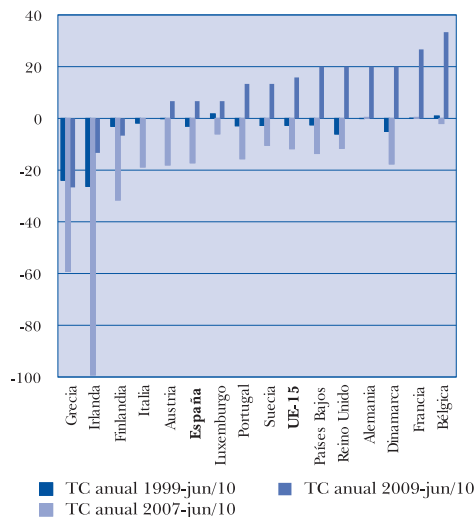
Fuente: Banco Central Europeo, OCDE y elaboración propia.

GRÁFICO 4.6. RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO (ROA) DE LA BANCA EUROPEA
(porcentaje del activo total)

a) Niveles

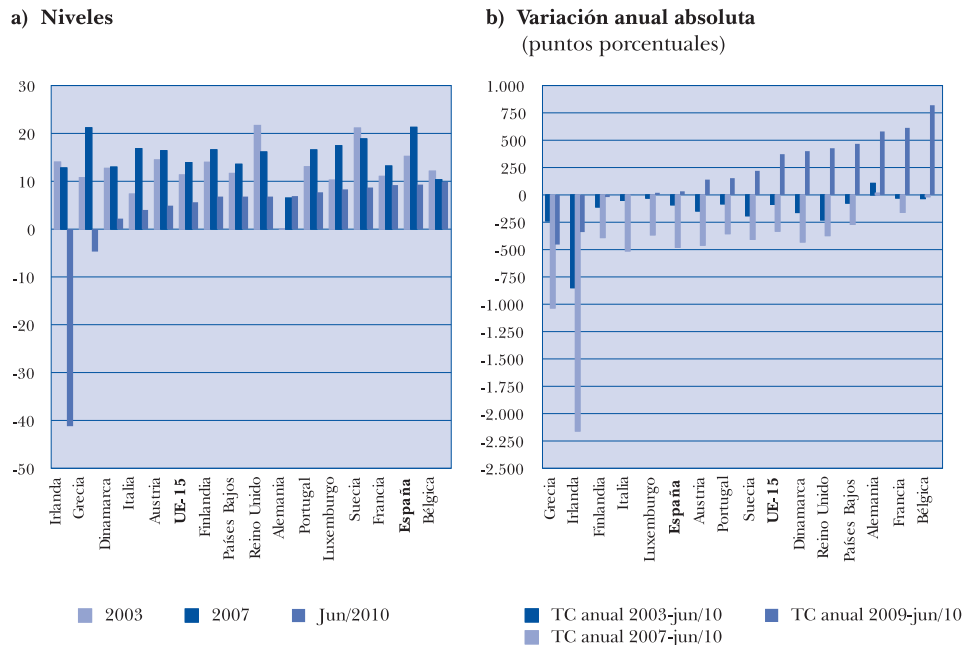


b) Variación anual absoluta
(puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central Europeo, OCDE y elaboración propia.

GRÁFICO 4.7. RENTABILIDAD SOBRE RECURSOS PROPIOS (ROE) DE LA BANCA EUROPEA
(porcentaje sobre recursos propios)



Fuente: Banco Central Europeo, OCDE y elaboración propia.

En relación a los recursos propios (ROE), la rentabilidad de la banca española en junio de 2010 es del 9,3%, muy por encima de un valor promedio del 5,6% para la banca europea (**gráfico 4.7**). Estos niveles actuales de rentabilidad se alejan mucho de los elevados valores alcanzados antes de la crisis donde en España llegó a alcanzar un máximo del 21,3% en 2007, siendo los niveles actuales menos de la mitad de los alcanzados entonces.

El análisis de la competencia en el sector seguros puede analizarse utilizando la información sobre la concentración del mercado que ofrece la Federación del (re)aseguro europea (la CEA) de forma separada para el segmento vida y no-vida. Como recoge el **gráfico 4.8**, en el segmento vida la concentración de la industria del seguro española se sitúa en un nivel muy similar a la media

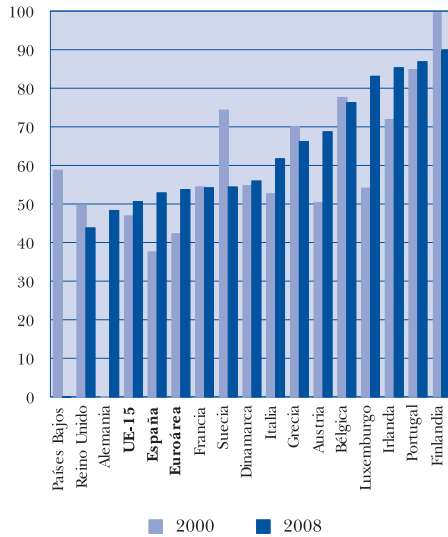
europea, ya que las cinco compañías más grandes del sector concentran el 53% del negocio (en términos de primas), frente a un 54% en la euroárea. En relación a los niveles iniciales en 2000, se ha producido un aumento de la concentración del mercado de mucha mayor intensidad en España ya que el indicador ha aumentado en 15 puntos porcentuales frente a 4 puntos porcentuales de media en los sectores de la UE-15.

En el segmento de seguros de no-vida, los niveles de concentración son más reducidos tanto en España como en la UE-15, situándose nuevamente nuestro sector asegurador ligeramente por debajo de la media. En este caso, también la concentración ha aumentado desde 2000 y también con más intensidad en España. De hecho, como se aprecia en el panel b) inferior del **gráfico 4.8**, el mercado asegurador español es el que ha experi-

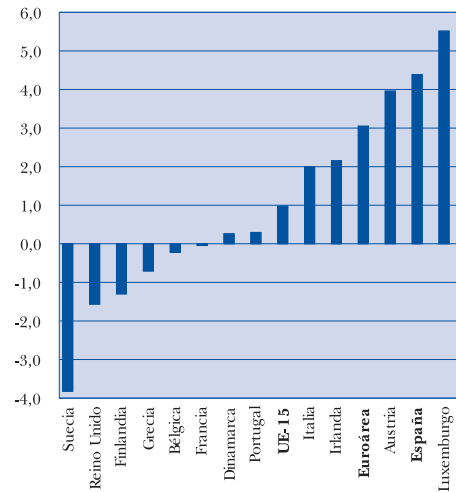
GRÁFICO 4.8. CONCENTRACIÓN EN EL SECTOR SEGUROS DE LA UE-15
(cuota de mercado de las 5 compañías más grandes [CR5])

Vida

a) Niveles (porcentaje)

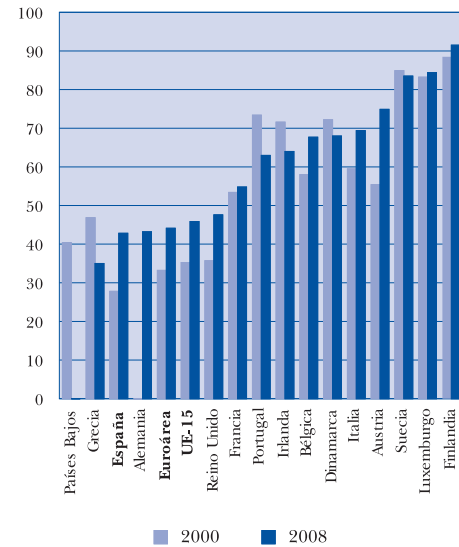


b) Tasas anuales de variación 2000-08 (porcentaje)

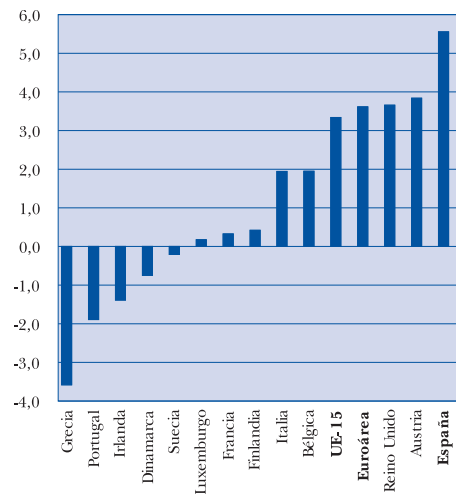


No vida

a) Niveles (porcentaje)



b) Tasas anuales de variación 2000-08 (porcentaje)



Nota: No se representa la tasa de variación de Alemania y Países Bajos por la falta de disponibilidad de información en 2000 y 2008.
Fuente: CEA.

mentado el mayor crecimiento en su concentración.

En la industria aseguradora no disponemos de información que nos permita estimar un índice de Lerner de competencia. No obstante, tiene interés analizar sus niveles de rentabilidad ya que aunque no es un indicador de competencia, una rentabilidad excesivamente elevada puede reflejar la existencia de poder de mercado.

Con esta finalidad, el **gráfico 4.9** refleja la evolución de la rentabilidad de las compañías de seguros de España en comparación con las compañías del área del euro utilizando la llamada ratio combinada que mide el coste total del seguro (incluyendo los costes de la siniestralidad) como porcentaje de las primas netas devengadas. En un entorno competitivo, la ratio tiende a 100 ya que la presión de la competencia obliga a las compañías a cobrar una prima que le permita financiar el coste del seguro, sin que existan beneficios de tipo extraordinario. En consecuencia,

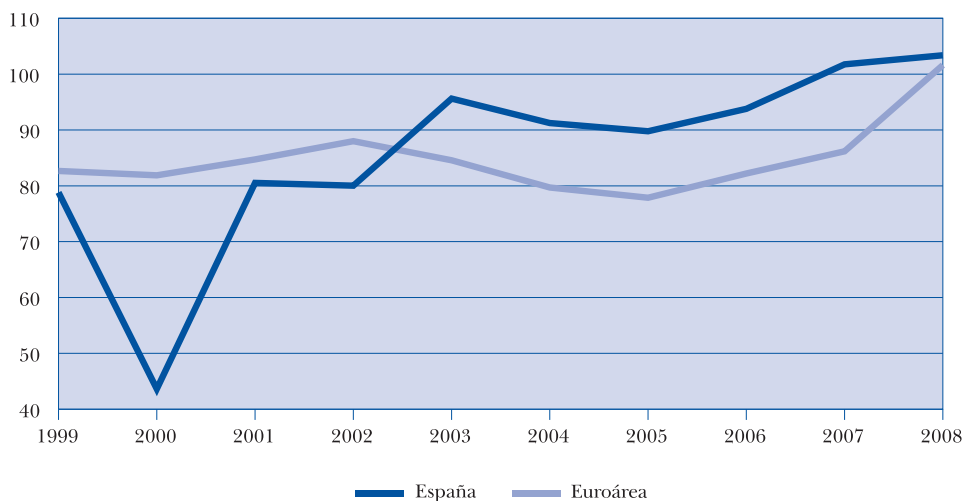
cuanto mayor es el indicador, menor es la rentabilidad.

El perfil del **gráfico 4.9** muestra un continuo aumento de la ratio combinada en la industria aseguradora española desde 2000 hasta 2008 (último año para el que la OCDE ofrece información), situándose en 2007 y 2008 en un valor cercano a 100. Los reducidos valores iniciales apuntan a la existencia de elevados niveles de rentabilidad que han ido cayendo en los años más recientes. Un valor 103,4 en 2008 refleja una situación de elevada competencia, siendo el nivel relativamente similar a los sectores aseguradores de la eurozona. En cualquier caso, la interpretación de este indicador debe realizarse con cautela ya que un aumento de la ratio combinada también puede deberse a un aumento de los costes operativos y, por tanto, a una pérdida de eficiencia.

Para terminar esta sección del observatorio dedicada al análisis de la competencia, el **gráfico 4.10** muestra la concentración en 2001 y 2010 de

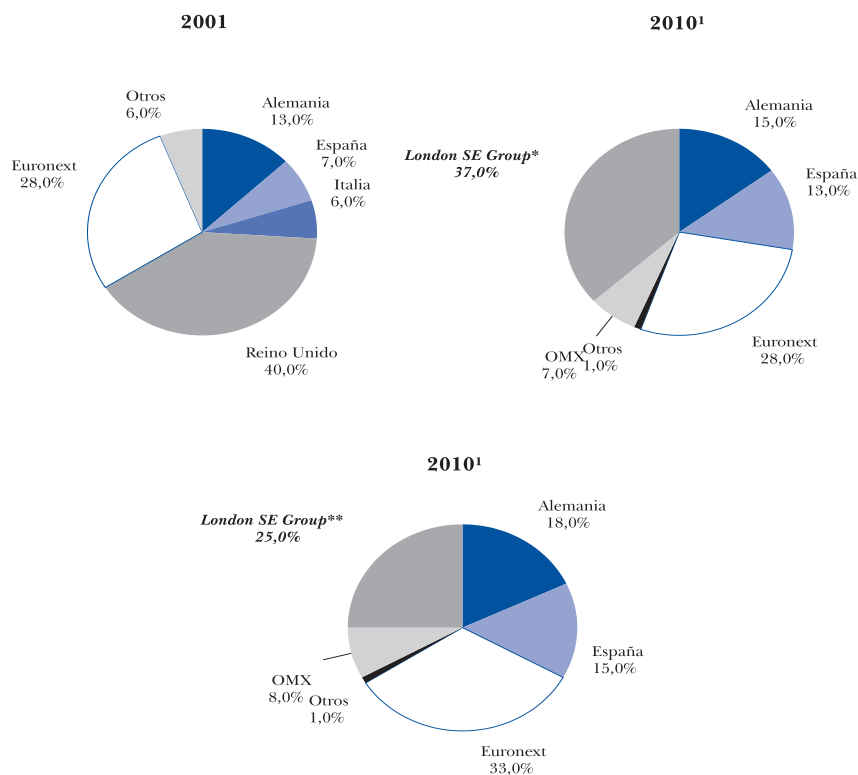
GRÁFICO 4.9. RENTABILIDAD DE LAS COMPAÑÍAS DE SEGUROS. RATIO COMBINADA. ESPAÑA Y EUROÁREA

(siniestralidad + costes operativos como porcentaje de las primas netas)



Fuente: Insurance Statistics Yearbook, OCDE.

GRÁFICO 4.10. CONCENTRACIÓN EN LOS MERCADOS DE VALORES EUROPEOS
(cuota de mercado en términos de negociación)



¹ A partir de 2009, los datos de London SE están consolidados dentro de London SE Group después de unirse con la Bolsa Italiana.

* Incluye el valor total de negocio. ** Incluye únicamente el valor de negocio generado por órdenes electrónicas. Los datos no son comparables con el resto de bolsas.

Fuente: Eurostat y World Federation Exchanges.

los mercados de valores europeos utilizando para ello la distribución porcentual del volumen negociado en las bolsas europeas. La información referida a 2010 refleja un elevado grado de concentración ya que los cinco mercados más importantes (London SE Group, Euronext, Alemania, España y OMX, por este orden) representan en 2010 casi el 100% del total negociado (**gráfico 4.10**). El mercado londinense es el más importante absorbiendo el 37% del negocio total, seguido de Euronext (28%). Las bolsas y mercados españoles (BME) son el cuarto mercado europeo en importancia en negociación, ya que representa el

13% del negocio total de los mercados de valores de la UE-15¹¹.

¹¹ Los datos que proporcionan las fuentes estadísticas utilizadas solo ofrecen para London SE Group en 2010 el importe del negocio generado por órdenes electrónicas, mientras que en el resto de bolsas la información está referida al total negociado. Dado que los datos no son comparables, en el **gráfico 4.10** se ofrecen dos representaciones en 2010: una donde se ha estimado el valor total de London SE Group suponiendo una ratio órdenes electrónicas/no electrónicas similar a la de 2009, y una segunda donde se reporta para London SE Group el dato que contiene la fuente estadística utilizada (solo órdenes electrónicas). En este último caso, los datos no son comparables entre países.

5. EFICIENCIA Y PRODUCTIVIDAD

Una de las fuentes más importantes del crecimiento económico de un país, sector o empresa es la mejora de la productividad en la medida en la que el incremento de la producción por unidad de *input* permite reducir los costes unitarios, aumentando de esta forma su competitividad. Si bien en sentido estricto eficiencia y productividad son cosas distintas (en rigor, la eficiencia es uno de los motivos por los que crece la productividad, pudiendo crecer adicionalmente gracias al progreso técnico o al aprovechamiento de economías de escala), es práctica habitual utilizar ambos conceptos como si de sinónimos se tratara.

¿Qué nexo de conexión existe entre la productividad y la integración financiera? Como hemos señalado anteriormente, conforme aumenta la integración financiera, menos trabas existen al movimiento de los flujos financieros y mayor es la competencia. En consecuencia, ese entorno de rivalidad competitiva obliga a las empresas a ser eficientes y a mejorar su productividad, lo que redundará en un mayor crecimiento económico.

La actualización de información estadística de la que pudimos hacer uso en el primer observatorio sobre la integración (y que al no haberse actualizado no pudo incluirse nuevamente en las siguientes ediciones del observatorio) nos permite tener una visión actualizada de las fuentes del crecimiento de la productividad en el sector de la intermediación financiera, así como su comparación con el sector privado de la economía. No obstante, la información actualizada (hasta 2009) solo está disponible para España.

El **cuadro 5.1** indica que el elevado ritmo de crecimiento del valor añadido del sector de la intermediación financiera que ha tenido lugar de 1999 a 2009 (6,9% al año) se debe a las ganancias de productividad que han tenido lugar y, en menor medida, al aumento de los factores de producción (horas trabajadas y capital). En concreto, la productividad total de los factores (PTF) explica el 75% del crecimiento del valor añadido, seguido en importancia del trabajo y el capital TIC. Por subperiodos, el elevado ritmo de creci-

miento del valor añadido que tiene lugar hasta 2007 (9,1% al año) se explica sobre todo por las ganancias de eficiencia, explicando la PTF el 80% del crecimiento del valor añadido. Sin embargo, con la crisis, la producción experimenta una tasa de crecimiento anual negativa del 2,1% de 2007 a 2009, con una fortísima pérdida de productividad (-3,6%). En este periodo de crisis, las horas trabajadas caen, si bien la contribución del capital, tanto TIC como no TIC, es positiva.

Si comparamos el comportamiento de la productividad del sistema financiero con la del sector privado de la economía, hay un contraste entre ambos sectores ya que mientras en el primero la PTF ha crecido a un ritmo anual del 5,15% de 1999 a 2009, en el segundo el crecimiento anual es prácticamente nulo (0,05%). Por ello, mientras que en el sistema financiero las ganancias de productividad explican el 75% del crecimiento de la producción, en el sector privado la PTF solo representa el 2,4%. Por subperiodos ocurre lo mismo, existiendo la mayor diferencia en el comportamiento de la PTF en el periodo de expansión hasta 2007. Con la crisis, sin embargo, la caída de la PTF es mucho más acusada en el sector bancario dado el mayor ajuste del empleo en el sector privado (donde, como es ampliamente conocido, se ha producido un intenso proceso de destrucción de puestos de trabajo que explica el aumento de la productividad) y la caída moderada en el sistema financiero¹².

Para poder realizar un análisis comparativo de la productividad del sistema financiero español con el europeo hemos de centrar la cuantificación en la productividad por trabajador utilizando las series que proporciona Eurostat hasta 2009. Con esta información, el **gráfico 5.1** representa tanto el nivel como la tasa de variación del valor añadido por empleado en el sector de la intermediación financiera y en el sector privado de la economía. La última información disponible sitúa la productividad del sistema financiero español por encima de la media europea, siendo su crecimiento medio anual desde 1999 también superior a la

¹² Véase Pérez et al. 2011.

CUADRO 5.1. CONTABILIDAD DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO: DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DEL VALOR AÑADIDO (VA)

a) Tasas anuales de crecimiento (%)

	Sector de la intermediación financiera			Sector privado		
	1999-2009	1999-2007	2007-2009	1999-2009	1999-2007	2007-2009
VA	6,86	9,12	-2,15	2,28	3,50	-2,58
Horas trabajadas	0,85	1,11	-0,21	0,99	2,18	-3,77
Capital TIC	0,74	0,69	0,93	0,30	0,32	0,23
Capital no-TIC	0,13	-0,01	0,71	0,93	0,99	0,72
PTF	5,15	7,33	-3,58	0,05	0,01	0,23

b) Estructura porcentual del crecimiento de IVA

	Sector de la intermediación financiera			Sector privado		
	1999-09	1999-07	2007-09	1999-2009	1999-2007	2007-2009
Horas trabajadas	12,37	12,21	9,69	43,44	62,34	145,80
Capital TIC	10,74	7,55	-43,43	13,26	9,15	-9,00
Capital no-TIC	1,92	-0,15	-33,09	40,92	28,19	-28,02
PTF	74,97	80,38	166,83	2,39	0,32	-8,78
VA	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Fuente: EU KLEMS, INE y elaboración propia.

media. No obstante, en el periodo de crisis 2007-09, mientras que en Europa ha seguido creciendo la productividad, en España ha caído, tanto en 2008 como en 2009.

En relación al sector privado de la economía, la productividad del sistema financiero español ha crecido anualmente un 5,7% desde 1999. En cambio, en el sector privado, la productividad apenas ha crecido, siendo su nivel en 2009 casi el mismo que el existente una década antes. No obstante, durante la crisis la productividad crece dado el proceso de destrucción de empleo que contrasta con la caída de productividad de los países europeos.

En resumen pues, la visión que se desprende de la productividad del sistema financiero español es que es más productivo que la media europea con unos niveles de producción por empleado que más que triplican los del sector privado de la economía. Además, frente a las más que modestas ganancias de productividad de la economía española en la última década, el sistema financiero español ha

aumentado a un buen ritmo su productividad a excepción del periodo de crisis más reciente.

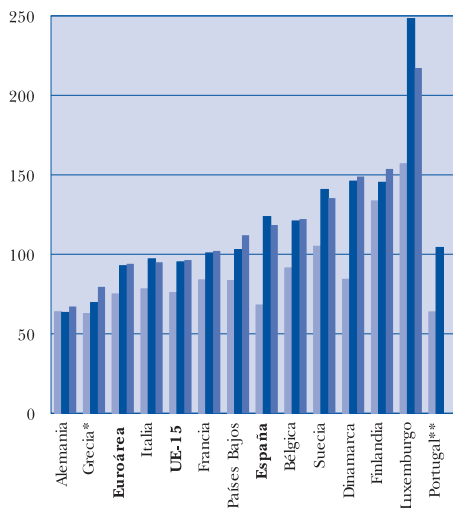
Como se ha comentado anteriormente, una de las fuentes de ganancias de productividad es el uso más eficiente de los recursos productivos. En el caso de los intermediarios financieros, la eficiencia en la gestión debe ser un objetivo a perseguir en la medida en la que cuanto menores sean los recursos que se consumen en la intermediación (menores costes operativos), menores serán los márgenes que aplican las entidades, favoreciendo de esta forma el ahorro y la inversión con reducidos tipos activos para los inversores y atractivos tipos pasivos para los depositantes.

El indicador más frecuentemente utilizado de eficiencia en la gestión bancaria es la ratio de eficiencia operativa que mide el porcentaje que los gastos de explotación absorben del margen bruto. Por tanto, un banco es más eficiente cuantos menos recursos necesita para generar una unidad de margen bruto.

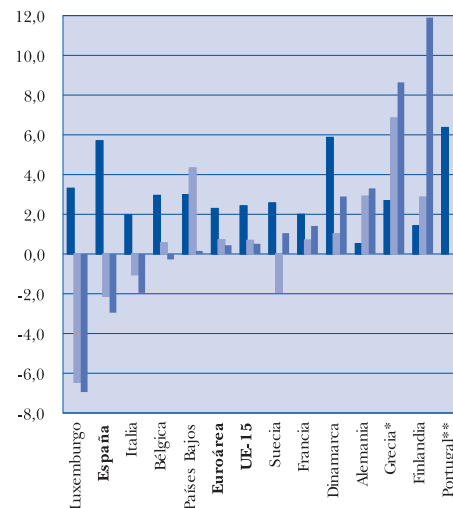
GRÁFICO 5.1. PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO EN EL SECTOR DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA Y EN EL TOTAL DE LA ECONOMÍA
(miles de euros del 2000 por trabajador)

Sector de la intermediación financiera

a) Niveles

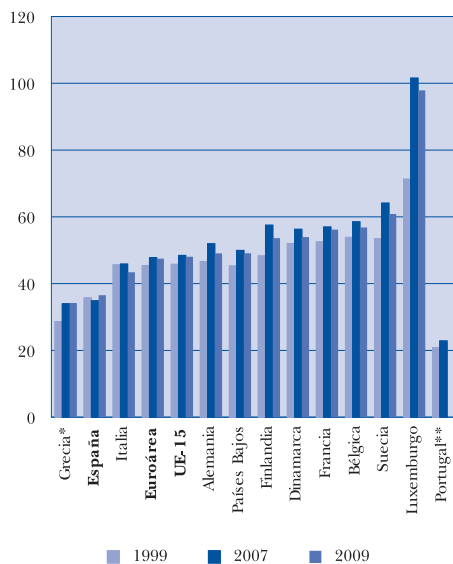


b) Tasas anuales de variación (porcentaje)

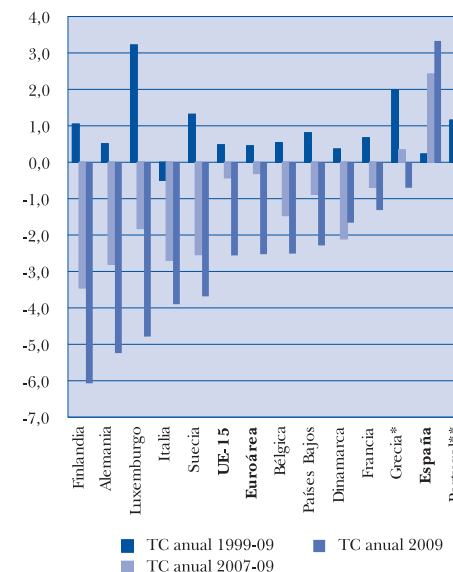


Total economía

a) Niveles



b) Tasas anuales de variación (porcentaje)



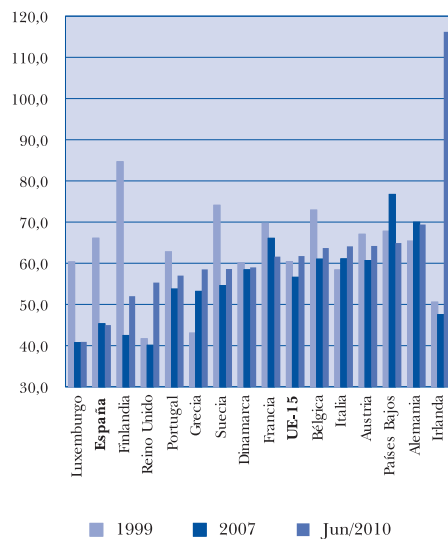
* Dato 2000 TC anual (1999-07)

Nota: La euroárea y la UE-15 consideran todos los países de los que se dispone información.

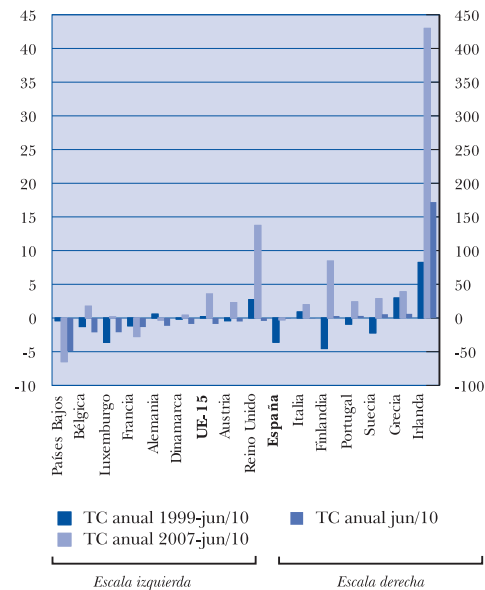
Fuente: Eurostat y elaboración propia.

GRÁFICO 5.2. RATIO DE EFICIENCIA OPERATIVA EN LA BANCA EUROPEA
(gastos de explotación como porcentaje del margen ordinario)

a) Niveles



b) Tasas anuales de variación
(porcentaje)



Fuente: Banco Central Europeo, OCDE y elaboración propia.

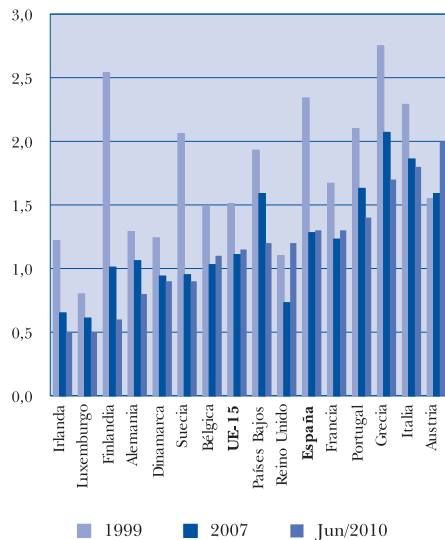
El **gráfico 5.2** muestra el nivel y la evolución de la ratio de eficiencia operativa desde 1999 hasta mediados de 2010 (último dato disponible en el momento de redactar estas líneas) para los sectores bancarios de la UE-15. El *ranking* de menor a mayor que aparece representado en el panel a del gráfico muestra la elevada eficiencia del sector bancario español, ya que en junio de 2010 es el segundo sector bancario más eficiente con una ratio del 45% frente a un 61,7% de promedio en la banca europea. Llama la atención el elevado valor de Irlanda como consecuencia de la crisis que sufre el sector y que explica que presente un margen bruto insuficiente para financiar sus costes, lo que le sitúa en pérdidas. De hecho, como se aprecia en la parte derecha del gráfico, el sector bancario irlandés ha triplicado el valor de la ratio en el último año hasta situarse en el 116,2%.

En los años que llevamos de crisis, el sector bancario español ha sufrido menos sus consecuencias en términos de eficiencia. Así, de 2007 a junio de 2010 su ratio de eficiencia operativa se ha recuperado tras la pérdida de eficiencia que tuvo lugar en 2008 de forma que el nivel actual es similar al de entonces. En cambio, en la banca de la UE-15, la eficiencia ha empeorado en algo más de cinco puntos porcentuales, siendo de destacar la pérdida de eficiencia en la banca del Reino Unido e Irlanda.

La variación de la ratio de eficiencia depende tanto del comportamiento de los costes de explotación (numerador de la ratio) como del margen bruto (denominador). En el segundo caso, ya tuvimos ocasión de analizar su comportamiento en el **gráfico 4.4**, donde en el caso español el margen bruto apenas ha variado respecto al nivel existen-

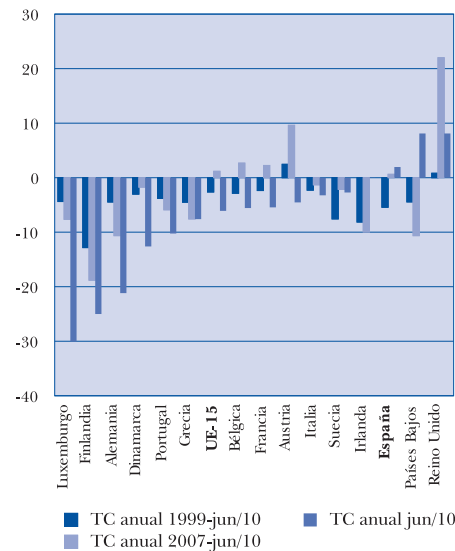
GRÁFICO 5.3. GASTOS DE EXPLOTACIÓN EN LA BANCA EUROPEA
(porcentaje sobre el activo total)

a) Niveles



b) Tasas anuales de variación

(porcentaje)



Fuente: Banco Central Europeo, OCDE y elaboración propia.

te antes de la crisis en 2007. En el caso de los costes operativos, el nivel existente en junio de 2010 (1,3% del activo) es prácticamente similar al de 2007 (1,28%), de forma que la estabilidad del margen y de los costes unitarios durante la crisis explican que la eficiencia se haya mantenido también estable. En la banca europea, los costes unitarios apenas han variado durante la crisis (han aumentado solo un 3% de forma acumulada), situándose en junio de 2010 los costes de la banca española un 13% por encima de la media europea. Este último dato contrasta con la situación existente en 1999, donde los costes unitarios de la banca española eran un 54% más elevados, lo que demuestra el importante esfuerzo reductor de costes que han realizado los bancos españoles. En concreto, en promedio de 1999 a junio de 2010, los costes unitarios de la banca española se han reducido anualmente a un ritmo que duplica la media europea.

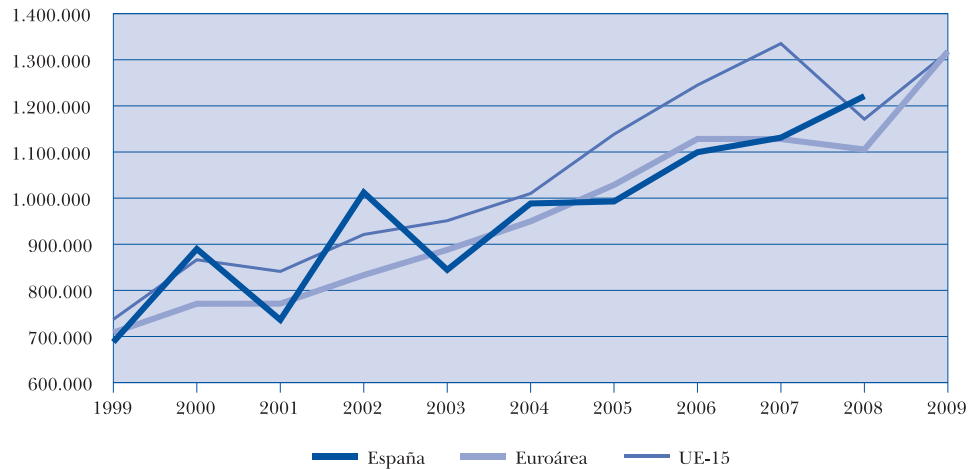
En el caso de las compañías de seguros, la productividad del trabajo puede analizarse a través

de la evolución del volumen de primas cobradas por unidad de empleo, siendo las primas una variable *proxy* del nivel de actividad. Como muestra el **gráfico 5.4**, la productividad en España es un 4% superior a la media de la UE-15 (dato correspondiente a 2008), habiéndose duplicado en relación al nivel existente en 1999.

Las ganancias de productividad tienen reflejo en una reducción de costes unitarios. Por este motivo, otro indicador «dual» de productividad en el sector seguros es el cociente entre los gastos de explotación y las primas devengadas. El **gráfico 5.5** reporta este indicador y muestra el elevado nivel de costes unitarios de la industria aseguradora en España, siendo en 2008 (último año disponible) el valor de España un 34% superior a la media de las compañías de la eurozona. En relación al anterior observatorio, en 2008 se ha reducido la diferencia con Europa, si bien sigue siendo elevada.

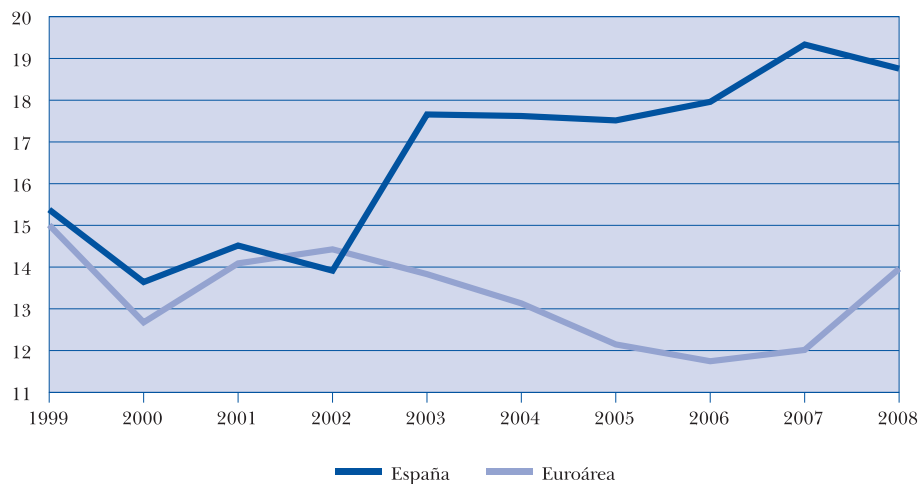


GRÁFICO 5.4. PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO EN EL SECTOR SEGUROS EN ESPAÑA, EUROÁREA Y UE-15
(primas por trabajador, euros)



Fuente: CEA.

GRÁFICO 5.5. GASTOS MEDIOS DE EXPLOTACIÓN EN EL SECTOR SEGUROS. 1999-2008
(porcentaje sobre el total de las primas)

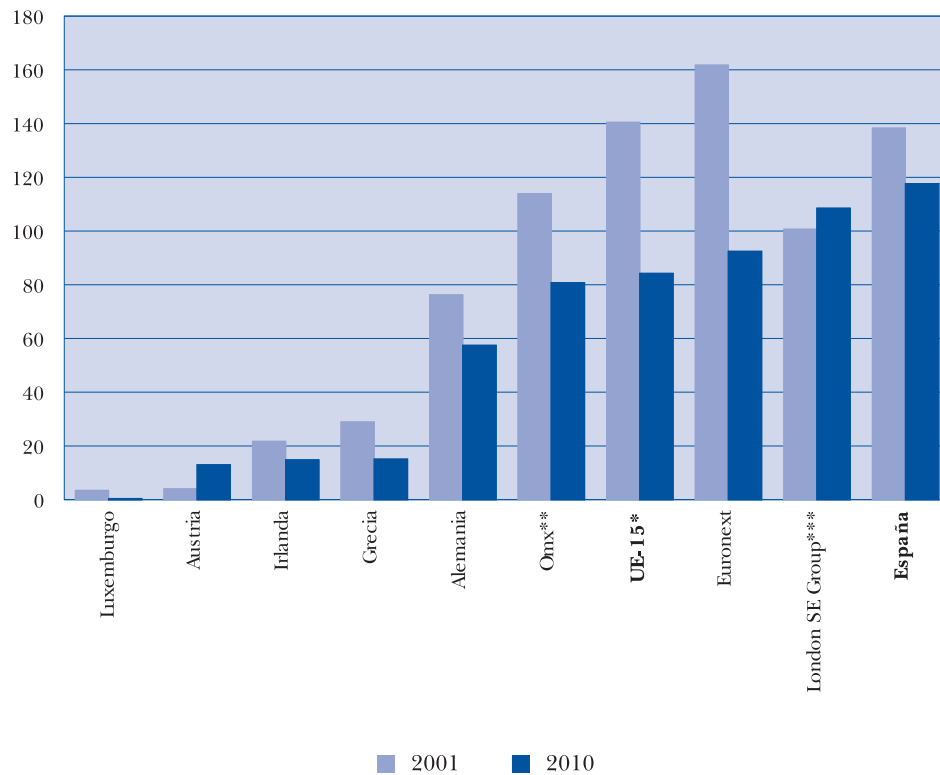


Fuente: Insurance Statistics Yearbook, OCDE.

En el caso de los mercados financieros, el *turnover ratio* que representa el **gráfico 5.6** (valor negociado como porcentaje del PIB) mide su liquidez, lo que suele interpretarse igualmente como indicador de eficiencia. En los mercados españoles, los datos referidos a 2010 muestran una cierta recuperación con respecto a la brusca caída en la negociación que tuvo lugar en 2008 y

2009 (el indicador casi cae a la mitad en estos dos años), si bien el nivel en 2010 (117,7%) está muy alejado del máximo que tuvo lugar en 2007 (204,9%). En 2010, la liquidez de los mercados bursátiles españoles es un 40% superior a la media de los mercados de la Unión Europea para los que disponemos de información.

GRÁFICO 5.6. TURNOVER RATIO: VOLUMEN DE NEGOCIO
(porcentaje del PIB)



* UE-15 incluye los países de la Omx que no pertenecen a la Unión Europea (Estonia, Letonia y Lituania)

** El dato inicial de Omx es para 2005

*** El dato inicial de London SE Group es 2009. A partir de 2009, los datos de London SE están consolidados dentro de London SE Group después de unirse con la Bolsa Italiana. En 2010, las fuentes estadísticas utilizadas solo reportan el dato de las órdenes electrónicas. Por ello, para asegurar la compatibilidad con otros países hemos estimado el valor de las órdenes no electrónicas asumiendo que la proporción órdenes no electrónicas/órdenes electrónicas es la de 2009.

Fuente: Eurostat y World Federation Exchanges.

6. MEDIOS DE PAGO

El grado de integración financiera depende, entre otras cosas, del grado de fragmentación de los sistemas e infraestructuras de pago ya que estos sistemas son el cauce a través del cual se realizan las transacciones financieras. En este sentido, la mayor integración de los mercados monetarios en relación a los mercados al por menor se ve influida por el mayor desarrollo e integración de las infraestructuras de pagos al por mayor.

Un primer indicador del reducido grado de integración de los sistemas de pago al por menor es el número de sistemas existentes. Según información que suministra el Banco Central Europeo, a finales de 2009 había 20 infraestructuras de pago al por menor en la euroárea, con una elevada concentración de la actividad en las más grandes: 75% en las tres más grandes en términos de transacciones, y del 89% en las cinco más grandes, frente a solo el 0,04% de las cinco más pequeñas. El elevado número de sistemas existentes es indicativo de la falta de integración del sistema de pagos al por menor, actuando en consecuencia de barrera a la integración en los mercados minoristas.

Frente a esta reducida integración en los sistemas de pago al por menor, el número de infraestructuras de pago es mucho más reducido en los pagos al por mayor. En el caso del sistema TARGET, se ha producido en los últimos años un aumento de la importancia relativa de las transacciones entre los estados miembros de la UE, en relación al total de transacciones procesadas, lo cual apunta en principio hacia una mayor integración. Pero en términos de valor, en 2007 se produjo una caída, si bien el porcentaje se ha estabilizado a partir de entonces en torno al 30%.

En el caso de los medios de pago al por menor (transferencias bancarias, domiciliaciones, cheques y pagos con tarjetas), el libro azul de los medios de pago que publica el Banco Central Europeo permite analizar en detalle la

intensidad relativa en el uso de cada uno de estos medios. En concreto, como refleja el **gráfico 6.1**, de 2002 a 2009, el número de transacciones per cápita en medios de pago al por menor ha crecido en España a una tasa media anual que casi duplica la media de la UE-15 (8,6% vs. 4,7%). No obstante, a pesar de este mayor crecimiento, en España el número de operaciones per cápita es muy reducido (121 operaciones frente a 195 de media en la UE-15), situándose solo por encima de Grecia e Italia.

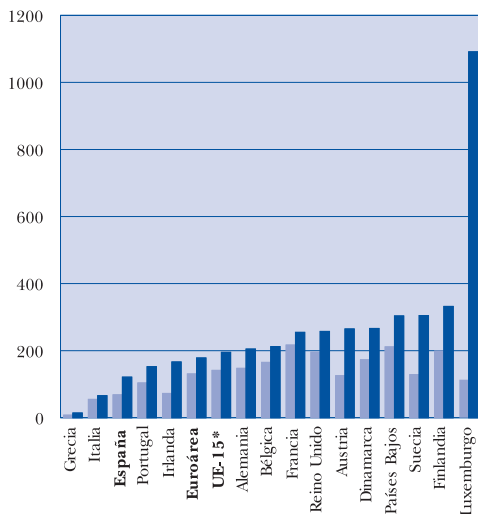
España avanza varios puestos en el *ranking* si la comparativa la realizamos en términos del valor de las operaciones. Así, como muestra la parte inferior del **gráfico 6.1**, en España el valor per cápita de las transacciones realizadas por medios de pago al por menor es de 270.000 euros, valor que supera a países como Grecia, Suecia, Dinamarca, Italia, Portugal, Irlanda y Austria. No obstante, ese valor es la mitad del promedio de la UE-15 en 2009.

La distribución porcentual de las transacciones realizadas a través de medios de pago al por menor que representa el **gráfico 6.2** muestra importantes diferencias entre España y la UE-15. Así, en términos de número de operaciones realizadas, en España son mucho más importantes los pagos realizados a través domiciliaciones bancarias, ya que alcanzan en 2009 el 43,7% del total, frente al 27,3% de media en la UE-15. Por el contrario, los pagos con transferencia bancaria y con cheque son más frecuentes en los países de la UE-15.

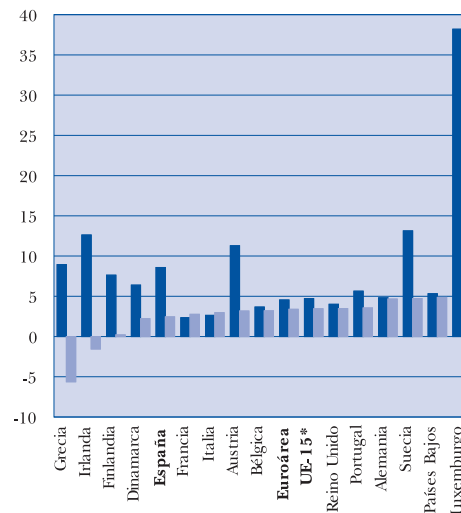
Si la comparación la realizamos en términos de valor, la imagen cambia radicalmente ya que las transferencias bancarias representan el 85,7% del total de pagos realizados en España, porcentaje que es solo 3 puntos porcentuales inferior a la media europea. Le sigue en importancia los pagos mediante domiciliación bancaria (6,8% del total en España y 7,3% en la UE-15) y cheque (4,8% en España y 2,3% en la UE-15). El pago con tarjetas representa solo el 0,8% del valor de todos los pagos al por menor que se realizan en España (0,7% en la UE-15).

GRÁFICO 6.1. TRANSACCIONES PER CÁPITA EN MEDIOS DE PAGO AL POR MENOR
a) Valores absolutos

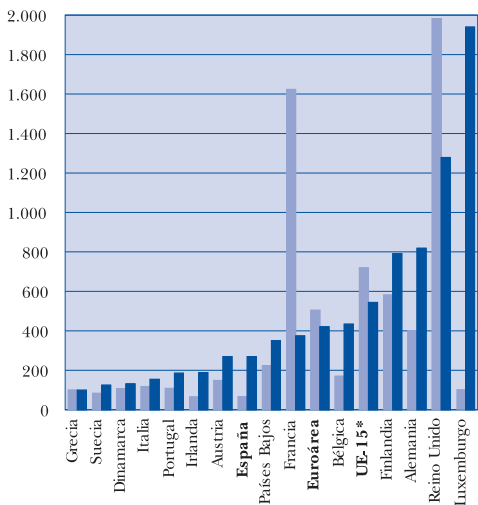
(número de operaciones per cápita)


b) Tasas anuales de variación del número

(porcentaje)


c) Valores absolutos

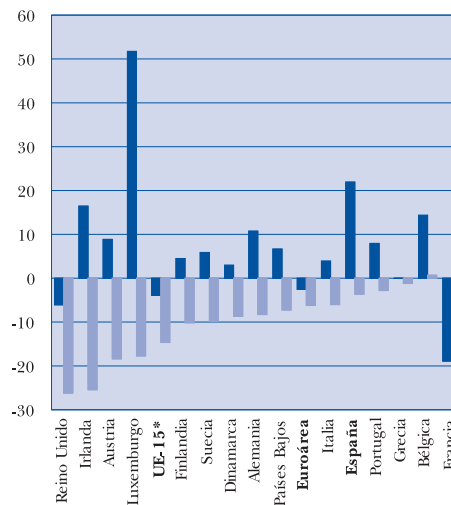
(valor de operaciones per cápita, miles de euros)



■ 2002 ■ 2009

d) Tasas anuales de variación del valor

(porcentaje)

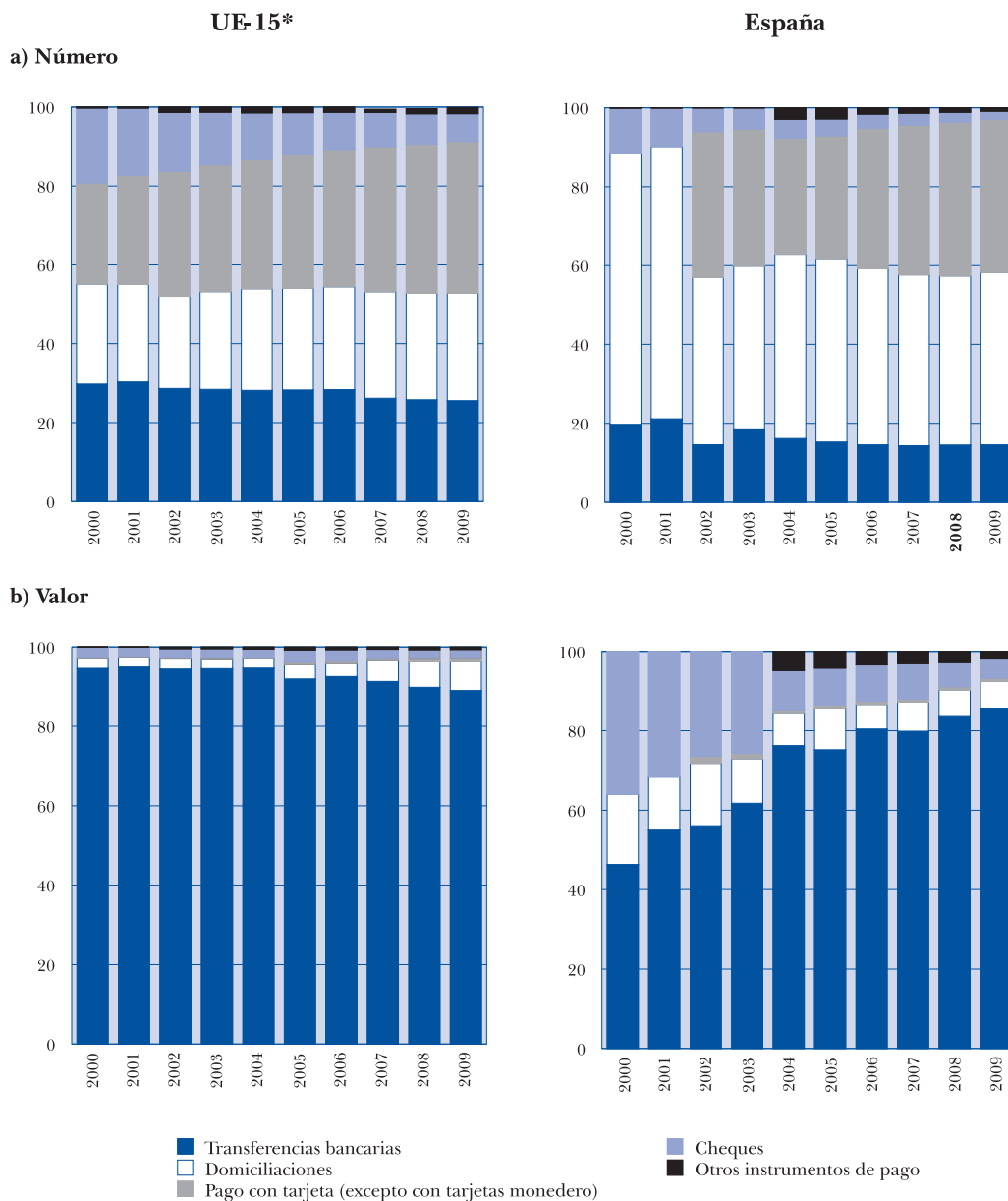


■ TC anual 2002-09 ■ TC anual 2009

* Estimación propia con la suma de los datos disponibles.

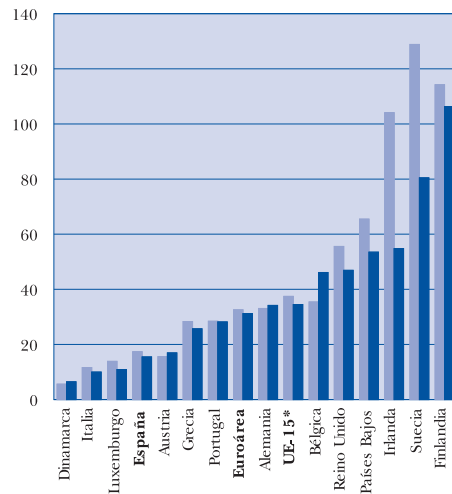
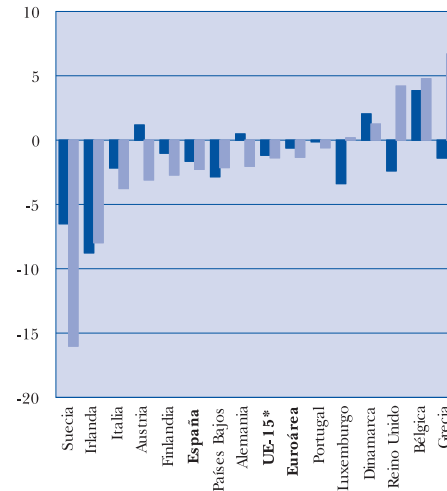
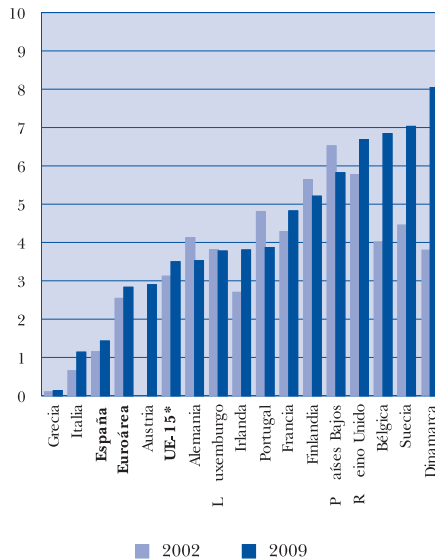
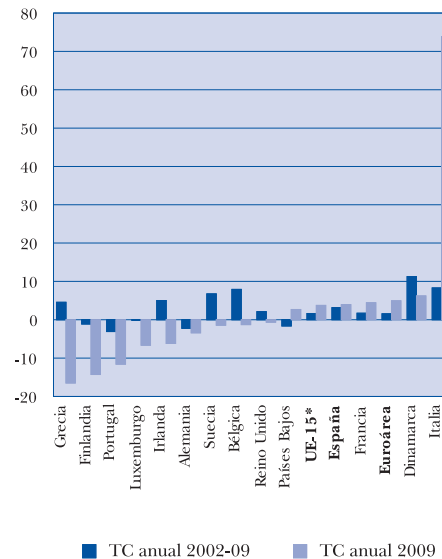
Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

GRÁFICO 6.2. DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DE LAS TRANSACCIONES EN MEDIOS DE PAGO AL POR MENOR POR TIPO DE INSTRUMENTO
(porcentaje respecto al total de las transacciones)



* Estimación propia con la suma de los datos disponibles.
Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

GRÁFICO 6.3. NÚMERO DE OPERACIONES POR CAJERO AUTOMÁTICO Y TERMINAL PUNTO DE VENTA (miles)

a) Valores absolutos por cajero automático

**b) Tasas anuales de variación por cajero automático
(porcentaje)**

**c) Valores absolutos por terminal punto de venta
(miles de euros)**

**d) Tasas anuales de variación por terminal punto de venta
(porcentaje)**


* Estimación propia con la suma de los datos disponibles.

Nota: No se reporta Francia en el gráfico de los cajeros porque no hay información disponible y únicamente hay información disponible entre 2006 y 2009 para Austria en TPV.

Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.



Algo que llama la atención es que mientras que en la UE-15 ha aumentado en los últimos años la importancia relativa de los pagos realizados mediante domiciliaciones bancarias, en España el porcentaje se ha reducido, de un 17,7% en 2000 a un 6,8% en 2009. En cambio, frente a la caída del porcentaje de pagos que en la UE-15 se realizan mediante transferencias bancarias, en España la importancia relativa ha aumentado en 39 puntos porcentuales en el mismo periodo. También es de destacar la fuerte caída que ha tenido en España el uso del cheque, ya que en términos de valor su importancia relativa ha caído del 36% en 2000 al 4,8% en 2009.

En el caso concreto de los pagos realizados con tarjetas, el valor de las transacciones realizadas depende tanto del número de tarjetas emitidas como de la disponibilidad de los medios físicos a través de los que se utilizan como los cajeros automáticos y los terminales punto de venta (TPV). En este último caso, el **gráfico 6.3** muestra la evolución y el nivel de las operaciones realizadas por cajero y TPV. En términos de cajeros automáticos, la elevada densidad de la que dispone España (739 habitantes por cajero en 2009, frente a 1.033 en los países de la eurozona) no se ve correspondida por una elevada utilización sino todo lo contrario ya que España es uno de los países en los que menos operaciones se realizan de media por cajero (solo 15.500 al año en 2009 frente a 34.500 de media en la UE-15). Además, en el periodo de que se dispone de información (de 2002 a 2009), la caída que se ha producido en España ha sido superior a la de la UE-15.

En el caso de los TPV (datáfonos), también España destaca por la baja intensidad de su uso, con una media de 1.428 operaciones por terminal frente a 3.496 en la UE-15. Hay que tener en cuenta que la red de TPV en España es la mayor de Europa con 1.392.810 datáfonos en 2009.

7. INTEGRACIÓN FINANCIERA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO: EL IMPACTO DE LA CRISIS

Uno de los principales valores añadidos de este informe dedicado al análisis de la integración de

los mercados financieros europeos es que propone una metodología que permite aproximar el impacto del avance en la integración sobre el crecimiento económico. Esta cuantificación es de enorme importancia si tenemos en cuenta que el principal objetivo de converger hacia un mercado único es precisamente incrementar el bienestar de los ciudadanos lo que exige un mayor crecimiento del PIB. En la medida en la que una mayor integración favorece el desarrollo financiero, también es una palanca de crecimiento ya que existe abundante evidencia empírica que demuestra que los países financieramente más desarrollados son asimismo los que disfrutan de mayores niveles de renta por habitante.

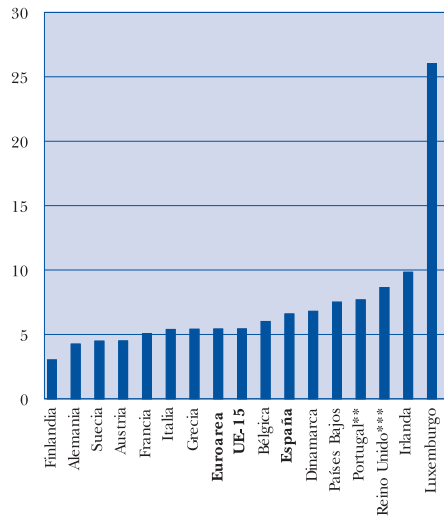
Antes de exponer la metodología utilizada para cuantificar el impacto de la integración sobre el crecimiento del PIB, tiene interés analizar la contribución directa del sistema financiero a la generación de renta y empleo en su condición de ser un sector productivo más de la economía. Para ello, utilizamos la información que ofrece Eurostat del sector de la intermediación financiera, siendo 2009 el último dato disponible.

El panel a del **gráfico 7.1** recoge el *ranking* de países de la UE-15 ordenados de menor a mayor en función del peso del valor añadido que genera el sector de la intermediación financiera como porcentaje del total en 2009 (en el **cuadro A.7.1** está el detalle completo para el resto de años desde 1999). En España, el sistema financiero genera el 6,6% del valor añadido de la economía, porcentaje que es algo superior al 5,4% que representa de media en los países de la UE-15. No obstante, el valor medio europeo se ve influenciado al alza por el elevado peso que en Luxemburgo tiene el sistema financiero. En cualquier caso, este dato no permite calificar (como muchas veces se hace) a España de estar excesivamente bancarizada (ya que el peso del sistema financiero en el PIB es solo algo superior a la media europea), si bien suele utilizarse ese calificativo de forma imprecisa en base a la densa red de sucursales bancarias existente en España.

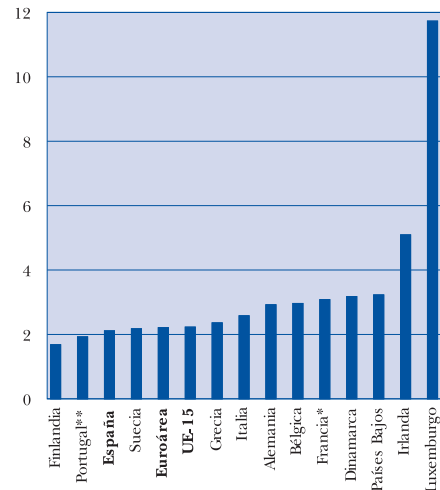
En términos de empleo el sistema financiero español ocupaba a finales del 2009 al 2,1% del

GRÁFICO 7.1. PESO DEL SECTOR DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA EN EL TOTAL DE LA ECONOMÍA. 2009

a) Valor añadido neto del sector de la intermediación financiera / Total valor añadido de la economía (porcentaje)



b) Empleo en el sector de intermediación financiera / Empleo en el total de la economía (porcentaje)



Nota: Las medias de la euroárea y la UE-15 se calculan para los países para los que existe información.

*Datos para 2008.

**Datos para 2007.

*** Datos para 2005.

Fuente: Eurostat.

empleo de la economía, siendo ese porcentaje solo una décima inferior a la media de la UE-15. Por tanto, nuevamente, este menor porcentaje muestra que el grado de bancarización de nuestra economía (entendiendo como tal su peso en el total) no es excesivo como suele afirmarse habitualmente.

Si tenemos en cuenta al mismo tiempo el peso del sistema financiero español en el total de la economía en términos de valor añadido y empleo, podemos inferir (como se ha demostrado en el epígrafe anterior) que presenta un nivel de productividad superior a la media europea ya que genera un porcentaje de la renta superior a la media de la UE-15 utilizando un menor porcentaje de empleo.

Un hecho a destacar es que en el contexto de crisis que viven las economías desde 2007 (aunque con distinta intensidad por países), en España ha crecido en mayor medida el peso del valor añadido que aporta el sistema financiero al total de la economía, lo que refleja el menor impacto de la crisis en su sector bancario. No obstante, hay que interpretar con cautela la información ya que está referida a 2009, por lo que será importante analizar en el futuro el impacto en 2010 y 2011.

Al margen de la contribución directa que tiene al crecimiento del PIB y del empleo, el correcto funcionamiento del sistema financiero es de enorme importancia, como se ha demostrado en la reciente crisis que aún estamos viviendo. Cuando aumenta la inestabilidad financiera y se rompe la confianza en el sector bancario, las empresas y

familias sufren los efectos del aumento en las restricciones financieras, tanto en términos de precios (mayores tipos de interés a la hora de obtener financiación bancaria) como de cantidades (restricciones cuantitativas a la vez que se exigen más garantías). Esto es algo que se desprende muy claramente de las encuestas que de forma regular viene haciendo el Banco Central Europeo sobre las condiciones de acceso de las empresas a la financiación (*survey on Access to finance of SMEs*) y también en las encuestas que los propios bancos responden respecto a los cambios que declaran aplicar en los términos de la financiación que conceden a sus clientes (*survey on bank lending*).

Una de las vías por las que mejora el desarrollo financiero de un país es a través de un mejor acceso a las fuentes de financiación externa que a su vez se ve positivamente favorecido por el avance en el grado de integración de los mercados financieros. Por tanto, como se expone con detalle a continuación, la aproximación que utilizamos para cuantificar el impacto económico de la integración financiera es la siguiente: en primer lugar, estimamos qué parte del avance en el desarrollo financiero de un país se debe a la integración financiera; y en segundo lugar, estimamos cuál es el impacto que ese mayor desarrollo financiero tiene sobre el crecimiento del PIB. Para ello, en este segundo caso, nos apoyamos en una aproximación ampliamente utilizada en la literatura que viene a ser algo así como una regresión de crecimiento económico donde una de las variables explicativas es el desarrollo financiero.

A pesar de la importancia del tema analizado en este epígrafe del informe, sorprende que solo un reducido número de trabajos hayan analizado el impacto de la integración sobre el crecimiento. En concreto, destacan dos estudios realizados por encargo de Comisión Europea: uno por CRA International (2009) y otro por European Economics (2009). No obstante, en el primer caso no se ofrece una estimación cuantitativa sino que se propone una metodología para abordar la estimación. Y en el segundo informe, el objetivo es analizar los costes de implementar y cumplir con el PASE.

Como se ha hecho en las tres ediciones anteriores de este informe, el punto de partida de nuestro análisis es el trabajo de Guiso et ál. (2004) que asume que un avance en la integración permite un mayor desarrollo financiero y, por esta vía, acaba favoreciendo el crecimiento económico.

Una limitación del trabajo de Guiso et al. (2004) es que utilizan un supuesto que en nuestra opinión es muy restrictivo y es que si el grado de integración de los mercados financieros europeos fuera similar al de Estados Unidos, el desarrollo financiero en Europa también sería similar al de Estados Unidos.

En lugar de utilizar el mismo supuesto, en nuestro caso el objetivo no es cuantificar el impacto económico que tendría lugar si los mercados financieros europeos estuvieran plenamente integrados (algo imposible de medir), sino estimar el efecto que el avance en el grado de integración que ha tenido lugar desde 1999 (tras la introducción del euro y la puesta en marcha del PASF) ha tenido en el crecimiento del PIB. Además, como se verá a continuación, nuestra aproximación permite analizar una cuestión de enorme interés como es cuantificar el avance (o retroceso) de la integración sobre el crecimiento en los años de crisis (desde finales de 2007 a finales de 2010).

7.1. APROXIMACIÓN METODOLÓGICA

Si bien el punto de partida es el trabajo de Guiso et al. (2004), estos autores utilizan a su vez la metodología propuesta por Rajan y Zingales (1998) en un trabajo que ha tenido gran influencia posterior para analizar el impacto del desarrollo financiero (y la competencia bancaria) sobre el crecimiento económico. En concreto, estos últimos autores proponen un test que permite contrastar si los sectores más dependientes de la financiación ajena crecen más deprisa en los países con un mayor nivel de desarrollo financiero. La idea que subyace a este contraste es que el efecto del desarrollo financiero sobre el crecimiento es mayor cuando más dependiente sea un sector (o empresa) de la financiación externa.

Para efectuar el contraste, Rajan y Zingales proponen un modelo de regresión en el que la variable dependiente es la tasa de crecimiento de los sectores productivos y la variable explicativa objeto de análisis es el producto del desarrollo financiero y la dependencia financiera, ya que, como hemos dicho anteriormente, el efecto del desarrollo financiero sobre el crecimiento será mayor o menor en función del grado de depen-

$$\begin{aligned} \text{Crecimiento económico}_{j,k} = & \text{Constante} + \psi_1 \text{Dummies sectoriales}_j + \psi_2 \text{Dummies país}_k + \\ & \psi_3 \left[\frac{\text{valor añadido}_{j,k}}{\text{valor añadido}_k} \right] + \psi_4 \text{Dependencia financiera}_j * \text{Desarrollo financiero}_k + \varepsilon_{j,k} \end{aligned} \quad (1)$$

donde j =sector, k =país, *Crecimiento económico* = tasa de crecimiento media anual real del valor añadido del sector j en el país k , y *Desarrollo financiero* es una variable que aproxima el grado de eficiencia alcanzado en la intermediación financiera (aproximado, como suele ser habitual, por el valor de la capitalización financiera en porcentaje del PIB). Las *dummies* sectoriales y de país captan la influencia de efectos específicos de cada industria o país, respectivamente. El peso de cada sector en el total del valor añadido de cada país en el año inicial capta el posible efecto convergencia a nivel sectorial, en la medida en la que los sectores que inicialmente tienen un mayor peso en la renta total suelen crecer a un menor ritmo de crecimiento, por lo que sería de esperar un Ψ_3 negativo. El parámetro Ψ_4 recoge el impacto de la variable interacción desarrollo-dependencia financieros sobre el crecimiento económico, siendo mayor el impacto del desarrollo financiero cuanto mayor sea la dependencia financiera de un sector.

Además de cuantificar la contribución del desarrollo financiero desde la aprobación del PASF en 1999 hasta 2010, el modelo puede estimarse por subperiodos de forma que es posible analizar el periodo de crisis 2008-2010, así como el periodo previo de crecimiento que tuvo lugar hasta 2007.

7.2. RESULTADOS

Para estimar el impacto del desarrollo financiero sobre el crecimiento, la ecuación (1) ha sido esti-

denia de cada sector respecto a las fuentes de financiación ajenas. En el modelo de regresión se introducen adicionalmente otras variables explicativas del crecimiento económico, así como variables *dummy* a nivel de sector y país.

En concreto, el modelo de referencia para estimar el impacto del desarrollo financiero sobre el crecimiento es el siguiente:

mada previamente en Maudos y Fernández de Guevara (2011), por lo que el valor de la elasticidad del crecimiento al desarrollo financiero (Ψ_4) se toma de ese trabajo. Los resultados de Maudos y Fernández de Guevara (2011) no hacen sino confirmar los obtenidos en otros trabajos que muestran que los sectores más dependientes de la financiación externa crecen a un mayor ritmo en los países financieramente más desarrollados. En concreto, el efecto de pasar de una situación de reducido desarrollo financiero a otra de mayor desarrollo (del percentil 25 al 75 de la distribución) se traduce en aproximadamente 0,50 puntos porcentuales de crecimiento de los sectores financieramente más dependientes. Si multiplicamos el parámetro estimado por la variación del desarrollo financiero, teniendo en cuenta el grado de dependencia financiera de cada sector, obtenemos la cuantificación del impacto del desarrollo financiero sobre la variación del valor añadido (PIB).

Para el periodo completo que transcurre de 1999 a 2010, el panel a del **gráfico 7.2** muestra que para la media del euroárea¹³, la contribución anual del desarrollo financiero al crecimiento del PIB es de 0,14 puntos porcentuales (puntos porcentuales), con un rango de variación que va de

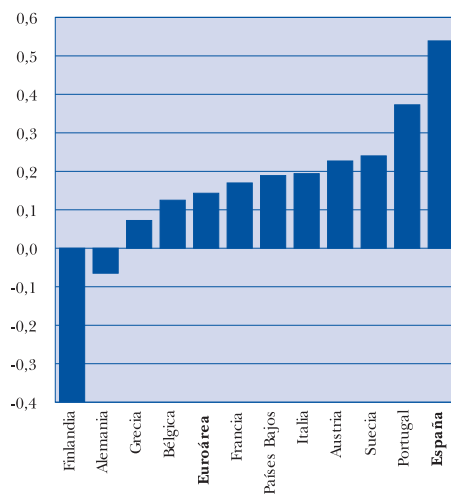
¹³ La media del área del euro no incluye ni Irlanda ni Luxemburgo ya que, como veremos posteriormente, para estos dos países no es posible estimar el impacto de la integración financiera sobre el crecimiento.

un valor mínimo negativo de 0,4 puntos porcentuales en Finlandia (ya que su nivel de capitalización en 2010 es inferior al de 1999) a un valor máximo positivo de 0,54 en España. En el caso de los países considerados de la euroárea, el impacto anual estimado de 0,14 puntos porcentuales representa el 10,5% del crecimiento del PIB, ya que de 1999 a 2010 esos países han experimentado una tasa de crecimiento media anual del 1,34%. España es el país que ha experimentado

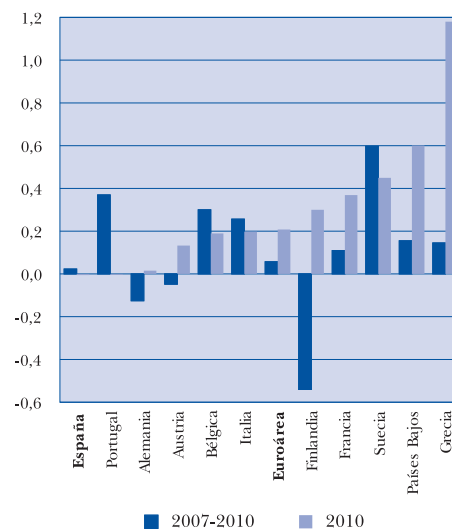
en el periodo analizado la mayor expansión en el valor de su capitalización financiera (como porcentaje del PIB) siendo este el motivo que explica que sea asimismo el que más se ha beneficiado en términos de PIB del avance en el desarrollo financiero. Si tenemos en cuenta que el PIB de España ha crecido a una tasa media anual del 2,33% en el periodo 1999-2010, el desarrollo financiero explica el 23% de ese crecimiento.

GRÁFICO 7.2. CONTRIBUCIÓN ANUAL AL CRECIMIENTO DEL PIB DEBIDO AL DESARROLLO FINANCIERO EXPERIMENTADO
(puntos porcentuales)

a) 1999-2010



b) 2007-2010 y 2010



Fuente: Elaboración propia.

En el *ranking* que se representa en el gráfico, los países en los que el desarrollo financiero contribuye en mayor medida a explicar su crecimiento económico son los que han incrementado con más intensidad sus niveles de capitalización financiera. En el extremo opuesto, el impacto negativo de Finlandia y Alemania se debe a que en estos dos países los niveles de capitalización en 2010 son inferiores a los existentes en 1999 (ver **cuadro A.2.1**).

En la parte derecha del **gráfico 7.2** se reporta la estimación de la contribución del desarrollo financiero al crecimiento del PIB en el periodo de crisis 2007-2010 y puntualmente en 2010. El reducido crecimiento en el indicador de desarrollo financiero de la economía española que tiene lugar desde finales de 2007 a finales de 2010 (con un crecimiento acumulado de solo el 0,6%, como muestra el **cuadro A.2.1**) se traduce en un crecimiento anual también reducido de 0,023 puntos

porcentuales de PIB, mientras que para la media de países analizados la contribución es más del doble (0,056 puntos porcentuales) ya que el aumento de la capitalización financiera es superior. Suecia y Portugal son los países más beneficiados del aumento del desarrollo financiero (0,6 puntos porcentuales y 0,37 puntos porcentuales, respectivamente), mientras que las mayores caídas en la capitalización financiera de Finlandia y Alemania en el periodo de crisis justifican los impactos negativos estimados del desarrollo financiero sobre su crecimiento. En 2010, el impacto económico del desarrollo financiero suele ser mayor, dada la recuperación en los niveles de capitalización respecto a los niveles de 2009.

Como hemos comentado anteriormente, una parte del avance (o retroceso) en el desarrollo financiero se explica por el avance (o retroceso) en el grado de integración, siendo por tanto el desarrollo financiero la vía por la cual cuantificamos el impacto de la integración sobre el crecimiento económico.

Para cuantificar qué parte del desarrollo financiero se atribuye a la integración es necesario hacer algún supuesto. Por ello, vamos a asumir, al igual que hemos hecho en las anteriores ediciones de este informe, que de no haber avanzado la integración, la financiación que hubieran recibido los países pertenecientes a la UE-15 del resto de países de la propia UE-15 hubiera sido menor, ya que la integración permite un mejor y mayor acceso a las fuentes de financiación del área integrada. En concreto, vamos a asumir que, en ausencia de avance en la integración, el crecimiento de la financiación obtenida del resto de países de la UE-15 hubiera sido igual al crecimiento de financiación proveniente del resto del mundo. Creemos que es un supuesto razonable si tenemos en cuenta que desde 1999 el crecimiento de la financiación procedente de otros países de la UE-15 (como porcentaje del PIB) ha sido superior al crecimiento de los pasivos financieros recibidos del resto del mundo (países no europeos). Por tanto, el ejercicio de simulación consiste en estimar el nivel de desarrollo financiero (total de financiación captada como porcentaje del PIB) que se hubiera alcanzado si el crecimiento de la

financiación obtenida del resto de países de la UE-15 hubiera sido igual al crecimiento que ha experimentado la financiación procedente de países no europeos.

La estimación del nivel de desarrollo financiero que hubiera tenido lugar en un escenario de no integración, se basa en los siguientes cálculos:

- a) Según las cuentas financieras que ofrece Eurostat hasta 2010, se calcula el peso que los pasivos financieros tienen en el PIB de cada país. Las cuentas financieras distinguen entre la financiación doméstica y la procedente del resto del mundo. Del total de pasivos financieros, se utiliza la información correspondiente a los pasivos de renta fija, renta variable (acciones y participaciones) y préstamos bancarios. De esta forma, la suma de estos tres pasivos financieros es el valor de capitalización total que habitualmente se utiliza como indicador de desarrollo financiero (como porcentaje del PIB).
- b) La información de las cuentas financieras correspondiente al resto del mundo (financiación no doméstica) se utiliza como base para desglosarla entre financiación procedente de países europeos (UE-15) y de terceros países. Para efectuar el desglose se utiliza la distribución porcentual a partir de otras fuentes de información que se describen a continuación.
- c) El Fondo Monetario Internacional ofrece información del desglose geográfico de las emisiones de deuda y de títulos de renta variable de cada país (Fuente: *Coordinated Portfolio Investment Survey*)¹⁴. La distribución porcentual del total de pasivos financieros (renta fija, por un lado, y renta variable, por otro) se aplica a los datos de financiación externa (resto del mundo) que suministran las cuentas financieras de Eurostat para así

¹⁴ El *Coordinated Portfolio Investment Survey* del FMI ofrece información para los años 1997 y 2001-09. Por este motivo, el desglose geográfico del indicador de desarrollo financiero de 1999 se realiza utilizando la distribución porcentual de la financiación proveniente de la UE-15 *vs.* resto del mundo correspondiente a 1997.

tener una estimación de la financiación captada (renta fija y variable, de forma separada) en los países de la UE-15 y en el resto de países no europeos.

- d) En el caso de la financiación bancaria (préstamos), se utiliza la distribución porcentual que ofrece el BIS de la financiación captada de países de la UE-15 *vs.* resto del mundo. Con dicha distribución, y basándose en el total de préstamos (pasivos financieros) del resto del mundo de las cuentas financieras de Eurostat, se estiman los prés-

tamos procedentes del resto de la UE-15 *vs.* terceros países.

La variación acumulada del total de la capitalización financiera (como porcentaje del PIB entre los años t y $t-1$) se descompone en una suma ponderada de la capitalización doméstica (C^D), la capitalización procedente de países de la UE-15 (C^{UE}) y el resto de capitalización procedente del resto del mundo (C^{RM}). Los factores ponderadores corresponden al peso de cada fuente de financiación en el total, fechados en el año inicial:

$$\frac{C_t - C_{t-1}}{C_{t-1}} = \frac{C^D_t - C^D_{t-1}}{C^D_{t-1}} \left(\frac{C^D_{t-1}}{C_{t-1}} \right) + \frac{C^{UE}_t - C^{UE}_{t-1}}{C^{UE}_{t-1}} \left(\frac{C^{UE}_{t-1}}{C_{t-1}} \right) + \frac{C^{RM}_t - C^{RM}_{t-1}}{C^{RM}_{t-1}} \left(\frac{C^{RM}_{t-1}}{C_{t-1}} \right) \quad (2)$$

donde la capitalización total corresponde a la suma de la renta fija, variable y préstamos bancarios¹⁵.

Según a la descomposición anterior, es posible simular cuál hubiera sido el valor de la capitalización total (*proxy* del desarrollo financiero) bajo el supuesto de que de no haber avanzado la integración financiera, el crecimiento de la financiación procede de la UE-15 hubiera sido igual al crecimiento (menor) de la financiación procedente del resto del mundo.

El **cuadro 7.1** cuantifica la descomposición de la expresión (2) en tres periodos distintos (el periodo completo 1999-2010, el periodo de crisis 2007-2010, y en 2010) para la media de la euroárea y para cada uno de los países de la UE-15 para los que existe la información necesaria para hacer la descomposición. Si bien en los cuadros se ofre-

cen las estimaciones para 2010, en el texto solo se comentan los resultados para el periodo completo 1999-2010 y para el periodo de crisis 2007-2010 ya que para un solo año, la utilización de la capitalización como indicador de desarrollo financiero presenta limitaciones al estar afectado en mayor medida por las subidas y bajadas bursátiles.

Para el periodo completo 1999-2010, la capitalización total de la euroárea ha aumentado de forma acumulada un 27,1%, del que un 51,8% viene explicado por el crecimiento de la financiación que aporta cada país (doméstica), un 45,6% lo explica la aportación de financiación procedente de países de la UE-15 y el resto (2,7%) la financiación que aportan terceros países. El mayor crecimiento de la financiación aportada por la UE-15, con un aumento acumulado desde 1999 del 114,7% frente a un 9,5% del resto del mundo, puede deberse en parte al avance en el grado de integración de los mercados financieros europeos. Así, en la medida en que la integración permite un más fácil acceso a la financiación de otros países del mercado único, la integración favorece el crecimiento económico aportando los fondos necesarios para financiar los proyectos de inversión. Además, la mayor competencia que conlleva la integración, abarata el coste de la financiación.

¹⁵ En 2010, la desagregación geográfica se realiza utilizando los datos de las estadísticas sobre actividad domésticas *vs.* *cross-border* de las Instituciones Financieras Monetarias del Banco Central Europeo. En base a los pesos de las tres áreas geográficas (doméstico, Unión Europea y resto del mundo), se estima el peso de los tres pesos de 2009 a 2010. Esta tasa de crecimiento se aplica al peso que en 2009 tiene cada área geográfica estimada a partir de los tres activos considerados (créditos, renta fija y renta variable) de forma que se estima un peso en 2010 de las tres áreas geográficas que se aplica a la capitalización total del 2010.

En el caso concreto de la economía española, la capitalización total (como porcentaje del PIB) ha aumentado un 121,2% de 1999 a 2010, con un crecimiento 4,5 veces superior a la media de la euroárea. Como ya se analizó en puntos anteriores de este informe, España ha sido el país de la UE-15 que más ha incrementado su nivel de capitalización financiera desde 1999, con un crecimiento bastante más elevado incluso en relación al segundo país con mayor crecimiento (Portugal, con un aumento del desarrollo financiero del 91,6%).

La descomposición del crecimiento de la capitalización total de España indica que el componente doméstico tiene un peso relativo mucho más importante que en la media europea, ya que

explica el 83% del aumento de la capitalización total (frente a un 52% de media en la euroárea). Por este mismo motivo, la contribución de la financiación que aporta el resto de países de la UE-15 es claramente inferior a esa media (14,2% en España frente a 45,6% en Europa), siendo la contribución del resto del mundo similar a la media (2,8%).

Otro rasgo a destacar en España es la mayor diferencia que existe entre el crecimiento de la financiación que aporta el resto de países de la UE-15 y la que aporta el resto del mundo. Así, mientras que en España esa diferencia es de 142,1 puntos porcentuales, en la media de los países analizados la diferencia es de 105,1 puntos porcentuales. Aunque por esta vía sería de esperar un mayor beneficio económico de la integración, el

CUADRO 7.1. DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO EN LA CAPITALIZACIÓN TOTAL (porcentaje del PIB)

a) 1999-2010

	C_{t-1}^D / C_{t-1}	$(C_t^D - C_{t-1}^D) / C_{t-1}^D$	C_{t-1}^{UE} / C_{t-1}	$(C_{t-1}^{UE} - C_{t-1}^{UE}) / C_{t-1}^{UE}$	C_{t-1}^{RM} / C_{t-1}	$(C_{t-1}^{RM} - C_{t-1}^{RM}) / C_{t-1}^{RM}$	$(C_t - C_{t-1}) / C_{t-1}$	Contribución al crecimiento			Diferencial de crecimiento de UE-15-RM (puntos porcentuales)
								Doméstico	UE-15	Resto del Mundo (RM)	
								$(1) * (2) / (7)$	$(3) * (4) / (7)$	$(5) * (6) / (7)$	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	$(7) = (1) * (2) + (3) * (4) + (5) * (6)$				(4)-(6)
Alemania	84,3	-21,5	8,5	87,7	7,2	15,4	-9,6	189,8	-78,2	-11,6	72,3
Austria	82,7	35,5	11,7	230,2	5,6	20,5	57,4	51,1	46,9	2,0	209,7
Bélgica	73,6	7,7	15,7	98,8	10,7	1,5	21,4	26,7	72,6	0,8	97,3
Dinamarca											
España	89,7	112,1	7,0	245,4	3,3	103,3	121,2	83,0	14,2	2,8	142,1
Finlandia	91,0	-60,0	3,7	273,4	5,3	-35,9	-46,4	117,7	-21,8	4,1	309,3
Francia	83,2	14,4	7,9	182,2	8,8	50,6	30,9	38,9	46,7	14,5	131,6
Grecia	98,0	5,6	1,4	732,9	0,6	307,2	17,3	31,4	57,3	11,3	425,6
Irlanda											
Italia	83,7	46,2	10,1	91,8	6,3	-38,4	45,5	85,0	20,3	-5,3	130,2
Luxemburgo											
Países Bajos	67,5	12,4	15,6	92,4	16,9	-18,2	19,7	42,4	73,2	-15,5	110,6
Portugal	89,2	83,9	7,7	221,6	3,1	-9,0	91,6	81,6	18,7	-0,3	230,6
Reino Unido											
Suecia	83,2	25,7	7,0	131,8	9,8	13,6	31,9	67,0	28,8	4,2	118,2
Euroárea	81,7	17,2	10,8	114,7	7,6	9,5	27,1	51,8	45,6	2,7	105,1

CUADRO 7.1. DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO EN LA CAPITALIZACIÓN TOTAL
 (continuación) (porcentaje del PIB)

b) 2007-2010

	$\frac{C_{t-1}^D}{C_{t-1}}$	$\frac{(C_{t-1}^D - C_{t-2}^D)}{C_{t-1}^D}$	$\frac{C_{t-1}^{UE}}{C_{t-1}}$	$\frac{(C_{t-1}^{UE} - C_{t-2}^{UE})}{C_{t-1}^{UE}}$	$\frac{C_{t-1}^{RM}}{C_{t-1}}$	$\frac{(C_{t-1}^{RM} - C_{t-2}^{RM})}{C_{t-1}^{RM}}$	$\frac{(C_t - C_{t-1})}{C_{t-1}}$	Contribución al crecimiento			Diferencial de crecimiento de UE-15-RM (puntos porcentuales)
								Doméstico	UE-15	Resto del Mundo (RM)	
								$\frac{(1) * (2)}{(7)}$	$\frac{(3) * (4)}{(7)}$	$\frac{(5) * (6)}{(7)}$	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	$\frac{(7) = (1) * (2) + (3) * (4) + (5) * (6)}{(7)}$	(1)*(2)/(7)	(3)*(4)/(7)	(5)*(6)/(7)	(4)-(6)	
Alemania	76,4	-9,3	14,8	12,9	8,7	-0,5	-5,2	135,9	-36,6	0,8	13,4
Austria	71,6	-2,6	22,1	8,5	6,3	-33,4	-2,1	89,5	-91,8	102,3	42,0
Bélgica	65,6	12,6	25,3	14,7	9,0	11,6	13,0	63,5	28,5	8,0	3,1
Dinamarca											
España	85,6	1,1	11,0	-0,1	3,4	-8,9	0,6	148,5	-1,2	-47,3	8,8
Finlandia	76,2	-32,5	14,3	36,2	9,5	-49,5	-24,3	102,1	-21,4	19,3	85,7
Francia	75,8	0,1	15,0	19,1	9,2	15,3	4,3	1,4	66,0	32,6	3,8
Grecia	91,0	5,4	6,7	56,8	2,3	4,8	8,8	55,8	42,9	1,2	52,0
Irlanda											
Italia	83,5	13,5	13,4	12,0	3,1	-4,1	12,7	88,4	12,6	-1,0	16,0
Luxemburgo											
Países Bajos	63,3	3,8	25,2	3,5	11,5	4,4	3,8	63,4	23,2	13,4	-0,9
Portugal	82,1	19,7	16,0	-6,8	1,9	-11,3	14,9	108,7	-7,3	-1,4	4,5
Reino Unido											
Suecia	79,0	20,0	12,7	15,5	8,3	22,1	19,6	80,6	10,0	9,3	-6,6
Euroárea	75,7	2,2	17,5	6,5	6,7	0,2	2,8	59,1	40,5	0,5	6,3

c) 2009-2010

	$\frac{C_{t-1}^D}{C_{t-1}}$	$\frac{(C_{t-1}^D - C_{t-2}^D)}{C_{t-1}^D}$	$\frac{C_{t-1}^{UE}}{C_{t-1}}$	$\frac{(C_{t-1}^{UE} - C_{t-2}^{UE})}{C_{t-1}^{UE}}$	$\frac{C_{t-1}^{RM}}{C_{t-1}}$	$\frac{(C_{t-1}^{RM} - C_{t-2}^{RM})}{C_{t-1}^{RM}}$	$\frac{(C_t - C_{t-1})}{C_{t-1}}$	Contribución al crecimiento			Diferencial de crecimiento de UE-15-RM (puntos porcentuales)
								Doméstico	UE-15	Resto del Mundo (RM)	
								$\frac{(1) * (2)}{(7)}$	$\frac{(3) * (4)}{(7)}$	$\frac{(5) * (6)}{(7)}$	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	$\frac{(7) = (1) * (2) + (3) * (4) + (5) * (6)}{(7)}$	(1)*(2)/(7)	(3)*(4)/(7)	(5)*(6)/(7)	(4)-(6)	
Alemania	75,2	-2,6	15,7	13,2	9,1	0,8	0,2	-854,6	920,5	34,0	12,4
Austria	72,6	-0,1	22,3	12,2	5,0	-13,8	2,0	-2,2	137,5	-35,3	26,0
Bélgica	66,1	1,4	25,4	3,6	8,5	7,9	2,5	36,0	37,0	27,0	-4,3
Dinamarca											
España	86,0	-0,1	10,6	3,0	3,4	-8,7	-0,1	148,9	-626,7	577,8	11,7
Finlandia	76,3	-5,4	16,7	63,7	6,9	-3,0	6,3	-65,6	168,9	-3,3	66,6
Francia	75,2	1,5	14,9	20,4	9,9	7,4	4,9	23,0	61,9	15,1	13,0
Grecia	87,1	29,8	9,5	30,3	3,4	-16,1	28,3	91,8	10,1	-1,9	46,4
Irlanda											
Italia	84,2	2,8	12,9	5,9	2,9	-5,3	3,0	79,8	25,3	-5,1	11,2
Luxemburgo											
Países Bajos	65,9	1,0	23,3	13,0	10,8	12,1	5,0	12,9	60,9	26,2	0,9
Portugal	81,8	4,5	16,4	-20,9	1,8	-17,1	-0,1	-7313,8	6813,4	600,4	-3,8
Reino Unido											
Suecia	79,3	4,3	12,3	4,3	8,4	4,3	4,3	79,3	12,3	8,4	0,0
Euroárea	75,8	1,6	17,5	6,1	6,7	0,0	2,3	53,4	46,7	-0,1	6,1

Fuente: Eurostat, FMI, BIS y elaboración propia.

efecto final también depende del peso que la financiación procedente de la UE-15 tiene en el total y en este caso su peso está muy por debajo de la media europea (14,2% vs. 45,6%) dada la mayor importancia que en España tiene el componente doméstico (83% vs. 51,8 %).

Para el periodo de crisis 2007-2010, el crecimiento acumulado de la capitalización de la euroárea es muy reducido (2,8%), lo que contrasta por completo con el crecimiento medio (anualizado) que tuvo lugar hasta el comienzo de la crisis. Así, de 1999 a 2007, el incremento anual de la capitalización ha sido de un 3,1%, frente al 0,9% de 2007 a 2010. Por tanto, durante la crisis, el aumento en la capitalización cae a más de la tercera parte.

En España, frente a un aumento medio anual del 15% en su capitalización financiera de 1999 a 2007, en el periodo de crisis ese promedio cae al 0,2%, lo que muestra claramente el mayor impacto de la crisis en España y, en consecuencia, la menor contribución del desarrollo financiero tal y como se ha analizado anteriormente.

Si nos fijamos en la descomposición del crecimiento de la capitalización en el periodo de crisis, en la media de los países analizados el componente doméstico explica el 59,1% de la variación total, siendo la contribución de la UE-15 y del resto del mundo de 40,5% y 0,5%, respectivamente. Por tanto, en relación al periodo pre-crisis, disminuye la aportación de la financiación del resto de países de la UE-15 (lo que puede reflejar un aumento del sesgo doméstico y lo que el Banco Central Europeo ha venido a denominar «atrincheramiento en las fronteras nacionales») y aumenta el peso relativo del resto del mundo. En España, es de destacar la fuerte caída de la contribución del resto del mundo (la financiación procedente de estos países cae un 8,9% durante la crisis) que explica que la diferencia entre el crecimiento de los fondos provenientes de la UE-15 y del resto del mundo (8,8 puntos porcentuales) sea superior a la de la euroárea (6,3 puntos porcentuales).

En el **cuadro 7.2** se replica la descomposición de la expresión (2) bajo el supuesto de no integración. En concreto, la simulación consiste en estimar cuánto varía la capitalización total de un país si la financiación procedente de otros países de la UE-15 hubiera similar a la del resto del mundo,

que como hemos visto, es menor. Para la media de los países de la euroárea y para la totalidad del periodo 1999-2010, la capitalización total hubiera crecido un 15,8% en lugar del 27,1% que estimamos en el **cuadro 7.1**. Por tanto, con el supuesto adoptado, gracias al avance de la integración, la capitalización total (nuestra proxy de desarrollo financiero) ha aumentado 11,3 puntos porcentuales más, por lo que por esta vía la integración afecta positivamente al crecimiento económico.

Para el caso concreto de la economía española, en un escenario de no integración, de 1999 a 2010 su capitalización habría crecido un 111,2%, en lugar del 121,2% que ha tenido lugar. Por tanto, gracias a la integración, el desarrollo financiero ha aumentado 10 puntos porcentuales más, magnitud solo ligeramente inferior a los 11,3 puntos porcentuales de media en la euroárea. Los países en los que el diferencial de crecimiento entre el escenario base y el de no integración es mayor son Austria (diferencia de 24,5 puntos porcentuales), Portugal (17,8) y los Países Bajos (17,3), mientras que los menos beneficiados por la integración son Grecia y Alemania. Por este motivo, como se cuantifica más adelante, el *ranking* de países en términos del diferencial de crecimiento de su capitalización con respecto al escenario de no integración determinará la ordenación de los países en términos del impacto económico asociado a la integración, siendo precisamente Grecia y Alemania los que menos se han beneficiado y Austria y los Países Bajos los más beneficiados.

En el periodo de crisis 2007-2010, la capitalización total de la euroárea hubiera crecido un 1,7% en el escenario de no integración, 1,1 puntos porcentuales por debajo del crecimiento que ha tenido lugar. En España, frente al aumento del 0,6%, el supuesto adoptado de no integración resta un punto porcentual, por lo que en ese escenario la capitalización hubiera caído el 0,3%. Esa caída, frente al modesto aumento que ha tenido lugar, es lo que explica que incluso en el periodo de crisis la integración haya repercutido positivamente en el crecimiento de la economía española, si bien el impacto debe ser modesto ya que la diferencia en la variación de su capitalización gracias a la integración es de solo 1 punto porcentual.

CUADRO 7.2. DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO EN LA CAPITALIZACIÓN TOTAL (% PIB) EN EL SUPUESTO DE NO AVANCE EN LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

a) 1999-2010

	C^D_{t-1}/C_{t-1}	$(C^D_t - C^D_{t-1})/C^D_{t-1}$	C^{UE}_{t-1}/C_{t-1}	$(C^{RM}_t - C^{RM}_{t-1})/C^{RM}_{t-1}$	C^{RM}_{t-1}/C_{t-1}	$(C^{RM}_t - C^{RM}_{t-1})/C^{RM}_{t-1}$	$(C_t - C_{t-1})/C_{t-1}$	Diferencial de menor crecimiento (puntos porcentuales)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)=(1)*(2)+(3)*(4)+(5)*(6)	
Alemania	84,3	-21,5	8,5	15,4	7,2	15,4	-15,7	6,2
Austria	82,7	35,5	11,7	20,5	5,6	20,5	32,9	24,5
Bélgica	73,6	7,7	15,7	1,5	10,7	1,5	6,1	15,3
Dinamarca								
España	89,7	112,1	7,0	103,3	3,3	103,3	111,2	10,0
Finlandia	91,0	-60,0	3,7	-35,9	5,3	-35,9	-57,8	11,4
Francia	83,2	14,4	7,9	50,6	8,8	50,6	20,5	10,4
Grecia	98,0	5,6	1,4	307,2	0,6	307,2	11,6	5,8
Irlanda								
Italia	83,7	46,2	10,1	-38,4	6,3	-38,4	32,4	13,1
Luxemburgo								
Países Bajos	67,5	12,4	15,6	-18,2	16,9	-18,2	2,5	17,3
Portugal	89,2	83,9	7,7	-9,0	3,1	-9,0	73,8	17,8
Reino Unido								
Suecia	83,2	25,7	7,0	13,6	9,8	13,6	23,7	8,3
Euroárea	81,7	17,2	10,8	9,5	7,6	9,5	15,8	11,3

b) 2007-2010

	C^D_{t-1}/C_{t-1}	$(C^D_t - C^D_{t-1})/C^D_{t-1}$	C^{UE}_{t-1}/C_{t-1}	$(C^{RM}_t - C^{RM}_{t-1})/C^{RM}_{t-1}$	C^{RM}_{t-1}/C_{t-1}	$(C^{RM}_t - C^{RM}_{t-1})/C^{RM}_{t-1}$	$(C_t - C_{t-1})/C_{t-1}$	Diferencial de menor crecimiento (puntos porcentuales)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)=(1)*(2)+(3)*(4)+(5)*(6)	
Alemania	76,4	-9,3	14,8	-0,5	8,7	-0,5	-7,2	2,0
Austria	71,6	-2,6	22,1	-33,4	6,3	-33,4	-11,3	9,3
Bélgica	65,6	12,6	25,3	11,6	9,0	11,6	12,3	0,8
Dinamarca								
España	85,6	1,1	11,0	-8,9	3,4	-8,9	-0,3	1,0
Finlandia	76,2	-32,5	14,3	-49,5	9,5	-49,5	-36,5	12,3
Francia	75,8	0,1	15,0	15,3	9,2	15,3	3,8	0,6
Grecia	91,0	5,4	6,7	4,8	2,3	4,8	5,4	3,5
Irlanda								
Italia	83,5	13,5	13,4	-4,1	3,1	-4,1	10,6	2,1
Luxemburgo								
Países Bajos	63,3	3,8	25,2	4,4	11,5	4,4	4,1	-0,2
Portugal	82,1	19,7	16,0	-11,3	1,9	-11,3	14,1	0,7
Reino Unido								
Suecia	79,0	20,0	12,7	22,1	8,3	22,1	20,5	-0,8
Euroárea	75,7	2,2	17,5	0,2	6,7	0,2	1,7	1,1

CUADRO 7.2. DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO EN LA CAPITALIZACIÓN TOTAL (% PIB) EN EL SUPUESTO DE NO AVANCE EN LA INTEGRACIÓN FINANCIERA
(continuación)

c) 2009-2010

	C^D_{t-1}/C_{t-1}	$(C^D_t - C^D_{t-1})/C^D_{t-1}$	C^{UE}_{t-1}/C_{t-1}	$(C^{RM}_t - C^{RM}_{t-1})/C^{RM}_{t-1}$	C^{RM}_{t-1}/C_{t-1}	$(C^{RM}_t - C^{RM}_{t-1})/C^{RM}_{t-1}$	$(C_t - C_{t-1})/C_{t-1}$	Diferencial de menor crecimiento (puntos porcentuales)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7) = (1)*(2) + (3)*(4) + (5)*(6)	
Alemania	75,2	-2,6	15,7	0,8	9,1	0,8	-1,7	1,9
Austria	72,6	-0,1	22,3	-13,8	5,0	-13,8	-3,8	5,8
Bélgica	66,1	1,4	25,4	7,9	8,5	7,9	3,6	-1,1
Dinamarca								
España	86,0	-0,1	10,6	-8,7	3,4	-8,7	-1,3	1,2
Finlandia	76,3	-5,4	16,7	-3,0	6,9	-3,0	-4,8	11,2
Francia	75,2	1,5	14,9	7,4	9,9	7,4	3,0	1,9
Grecia	87,1	29,8	9,5	-16,1	3,4	-16,1	23,9	4,4
Irlanda								
Italia	84,2	2,8	12,9	-5,3	2,9	-5,3	1,5	1,4
Luxemburgo								
Países Bajos	65,9	1,0	23,3	12,1	10,8	12,1	4,8	0,2
Portugal	81,8	4,5	16,4	-17,1	1,8	-17,1	0,6	-0,6
Reino Unido								
Suecia	79,3	4,3	12,3	4,3	8,4	4,3	4,3	0,0
Euroárea	75,8	1,6	17,5	0,0	6,7	0,0	1,2	1,1

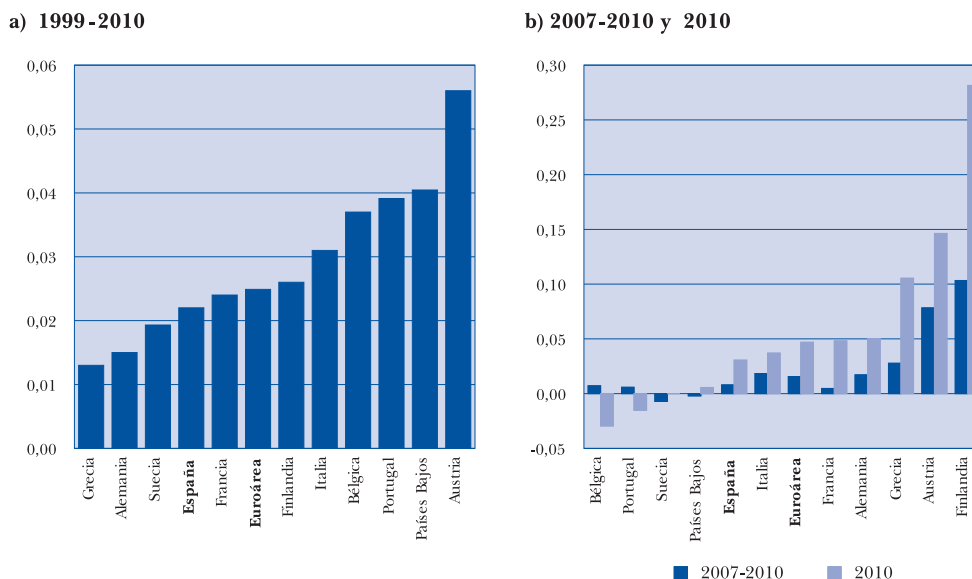
Fuente: Eurostat, FMI, BIS y elaboración propia.

El **gráfico 7.3** muestra el impacto de la integración sobre el crecimiento económico en términos de puntos porcentuales de crecimiento anual del PIB. La estimación cuantifica la diferencia entre el impacto económico del desarrollo financiero (que se reporta en el **gráfico 7.2**) y el impacto asociado al nivel de desarrollo financiero que se hubiera alcanzado en el escenario de no integración, atribuyéndose la diferencia a la integración financiera. En concreto, el gráfico cuantifica en puntos porcentuales el impacto sobre el crecimiento anual del PIB real. Para la media de los países considerados en el periodo 1999-2010, el impacto de la integración financiera es de 0,025 puntos porcentuales al año. En España, el impacto económico de la integración es de 0,022 puntos

porcentuales al año, siendo por tanto el beneficio de la integración muy similar a la media de la euroárea. El país con mayor contribución de la integración financiera al crecimiento del PIB es Austria (0,056 puntos porcentuales al año) seguido de los Países Bajos (0,04 puntos porcentuales) y Portugal (0,039), situándose en el extremo opuesto Grecia (0,013 puntos porcentuales).

En el subperiodo de crisis 2007-2010, si bien se ha producido un retroceso en el grado de integración, no por ello su contribución al crecimiento es negativa ya que como hemos visto en el **cuadro 7.1**, la brusca ralentización que se produce en el ritmo de crecimiento de la capitalización (que sigue siendo positiva) es mucho más intensa en la financiación procedente de países no europeos,

GRÁFICO 7.3. CONTRIBUCIÓN DE LA INTEGRACIÓN EXPERIMENTADA DE 1999 A 2010 SOBRE EL CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB (puntos porcentuales)



Fuente: Elaboración propia.

siendo mayor la financiación que aportan los países de la UE-15. Por tanto, el carácter global de la crisis que se ha generalizado a nivel mundial (si bien con mucha más intensidad en los países desarrollados que en los emergentes) explica que las caídas en los ritmos de capitalización también sean generales, por lo que no hay un efecto negativo exclusivo de la integración. En otros términos, la existencia de un mercado europeo con un cierto nivel de integración, sigue siendo un factor que favorece el crecimiento económico.

Los datos concretos que reporta el **gráfico 7.3** para el periodo 2007-2010 indican que en relación al periodo completo 1999-2010, el beneficio de la integración se reduce un 37%, ya que frente a una contribución anual al crecimiento del PIB de 0,025 puntos porcentuales en el periodo completo, durante la crisis cae a 0,016 puntos porcentuales. En España, la caída es mucho mayor (del 63%), pasando de 0,022 puntos porcentuales en promedio anual de 1999-2010 a 0,008 puntos porcentuales en el periodo 2007-2010. Holanda y

Suecia son los países en los que más cae la contribución de la integración al crecimiento, aumentando la contribución durante la crisis, aumentando la contribución durante la crisis, aumentando la contribución durante la crisis, aumentando la contribución durante la crisis. Hay que recordar que el aumento del impacto de la integración durante la crisis en estos cuatro países se debe a que la capitalización cae más en estos últimos tres años en el escenario de no integración, en comparación con la caída de capitalización que realmente han experimentado.

8. RESUMEN DE RESULTADOS Y CONCLUSIONES

La cuarta edición del Observatorio sobre la integración de los mercados financieros europeos referida a 2010 está marcada por los dos acontecimientos: la crisis de la deuda soberana en algunos países europeos (sobre todo Grecia e Irlanda) y la adopción de medidas implementadas para paliar los efectos de esa crisis sobre la estabilidad financiera.

La actualización hasta 2010 del sistema de indicadores que da soporte al Observatorio permite analizar en toda su extensión el impacto de la crisis sobre el proceso de integración financiera y, por esta vía, sobre el crecimiento económico. Desde que estallara a mediados de 2007 la crisis que aún estamos sufriendo, con la actualización del Observatorio hasta finales de 2010 se enriquece el análisis del impacto de la crisis, al disponer ya de tres años y medio de cobertura temporal. Si bien es un periodo de crisis, se han producido retrocesos y avances en la integración (estos últimos gracias a las medidas llevadas a cabo principalmente por la Comisión Europea y el Banco Central Europeo), si bien el nivel actual de integración está lejos del existente antes de la crisis.

Si bien el Observatorio presta especial atención al impacto de la crisis, no por ello se deja de lado el objetivo que justificó su creación hace cuatro años: analizar el impacto del nacimiento del euro y la puesta en marcha del Plan de Acción de los Servicios Financieros (ambos en 1999) sobre el proceso de integración de los mercados financieros europeos. Además, dado que en última instancia el objetivo de alcanzar un mercado integrado se justifica por su contribución al crecimiento económico, el Observatorio actualiza las estimaciones previas del impacto de la integración sobre el crecimiento del PIB, tanto para el periodo completo 1999-2010 como el periodo de crisis 2007-2010.

El análisis de los 71 indicadores de que consta el Observatorio de integración permite llegar a los siguientes resultados y conclusiones:

8.1. RESUMEN DE RESULTADOS

Tomando como referencia el análisis de los 70 indicadores que forman el Observatorio sobre la integración financiera europea, los resultados más importantes son los siguientes:

Desarrollo y estructuras financieras

1. España es el segundo país de la eurozona que ha experimentado el mayor crecimiento en su nivel de capitalización financiera desde su

incorporación al área del euro ya que el tamaño de sus mercados financieros (como porcentaje del PIB) ha crecido a una tasa media anual del 7,5% de 1999 a 2010, frente a una tasa del 2,2% en la eurozona. Este mayor crecimiento ha permitido a España avanzar posiciones en el *ranking* de desarrollo financiero, hasta situarse a finales de 2010 muy por encima de la media europea pese a partir en 1999 de un valor que era un 30% inferior.

2. En relación a los niveles de capitalización existentes antes de la crisis, los valores de 2010 superan a los de 2007 en la mayoría de los países, lo que demuestra la recuperación que se ha producido, sobre todo tras la brusca caída en los valores de la capitalización bursátil que tuvo lugar en 2008. En 2010, la capitalización total ha crecido un 2,3% en la eurozona, habiéndose mantenido prácticamente constante en España. Los niveles en el periodo de crisis 2008-10 superan en solo un 2% los existentes en el trienio anterior 2005-07 si bien en España son un 11% más elevados.
3. Tanto los mercados de renta fija y variable como los bancarios tienen un mayor tamaño en España (relación al PIB), siendo mayor la diferencia con respecto a la media europea en el mercado del crédito bancario lo que muestra nuestra elevada dependencia de la financiación bancaria. Así, a finales de 2010 el crédito de las instituciones financieras españolas representaba el 182,2% del PIB, valor que es un 44% superior a los países de la eurozona.
4. El grado de bancarización de la economía española (aproximado por el tamaño del balance del sector bancario en el PIB) es inferior a la media europea ya que en 2010 los activos bancarios representan el 327% del PIB frente al 352% en la eurozona. En este último año se ha producido una ligera caída en España en un contexto macroeconómico adverso caracterizado por la debilidad de la demanda que afecta negativamente a la actividad bancaria. No obstante, en una perspectiva de largo plazo (1999-2010), el balance de



la banca española ha crecido a una tasa promedio anual muy superior a la de la banca europea.

5. La brusca caída en el ritmo de crecimiento de la actividad bancaria ha obligado a acometer un intenso proceso de reestructuración, sobre todo en las cajas de ahorros. Además de que el número de cajas ha caído a algo más de la tercera parte, la red de oficinas y el empleo se han reducido un 10% y un 7%, respectivamente, desde el máximo valor alcanzado en septiembre de 2008. A lo largo de 2011 la cifra ha seguido cayendo conforme se ponen en marcha los planes de racionalización de costes presentados al Banco de España como condición para acceder a la financiación del FROB.
6. Frente a la recuperación que en 2010 se ha producido en Europa en el patrimonio que gestionan los fondos de inversión, en España se ha acentuado la caída hasta alcanzar el nivel más bajo desde 1999 (el 15,9% del PIB). Con este comportamiento diferencial, la industria española de fondos de inversión es la cuarta menos desarrollada de la euroárea. En el caso de los fondos de pensiones, también el desarrollo es reducido en España si bien la comparación debe de realizarse con cautela dado el diferente carácter público-privado de los sistemas de pensiones en los diferentes países europeos.
7. El sector del seguro está escasamente desarrollado en España tanto en términos del peso de sus inversiones en el PIB (18,9% frente a un 57,6% de media en la UE-15) como en términos de tasa de penetración (las primas representan el 5,7% del PIB español frente a un 8,9% en la UE-15). Es en el segmento de seguros vida donde mayores son las diferencias con respecto a la mayor penetración de la industria en Europa.
8. Fruto del proceso de desapalancamiento que tiene que realizar la economía española, en 2010 se ha producido una ligera caída en nuestra posición financiera neta ya que los activos financieros netos se han reducido de un 89% en 2009 a un 85% en 2010 (0,9 billones de euros). El motivo que explica esta caída está en el sector privado no financiero (empresas) mientras que en las AA. PP. ha aumentado como consecuencia del elevado déficit público. Esta reducción en el nivel de endeudamiento se refleja en la mejora en el saldo exterior de nuestra balanza por cuenta corriente (-4,5% en 2010, frente al -5,2% en 2009).
9. En este contexto, en 2010 se ha reducido ligeramente la deuda externa (en unos 15.000 millones de euros) hasta alcanzar el 164% del PIB. El sector financiero ha contribuido a generar el elevado nivel de endeudamiento externo captando en los mercados mayoristas la financiación necesaria para financiar el elevado crecimiento del crédito que tuvo lugar en la anterior etapa de expansión. En concreto, la posición financiera neta (que es negativa) de las instituciones financieras monetarias españolas frente al resto del mundo alcanza en 2010 el 39,6% del PIB, con una deuda externa de 808.210 millones de euros a finales de 2010 que se ha reducido en 23.000 millones de euros respecto a 2009. Con el cierre de los mercados mayoristas para una buena parte del sector bancario español, han pasado a primer plano los problemas de refinanciación de la deuda bancaria dado el elevado volumen de vencimientos pendientes (131.000 millones de euros en 2012).
10. Como es ampliamente conocido, el problema de endeudamiento de la economía española se concentra prioritariamente en el sector privado no financiero ya que, a finales de 2010, la posición financiera neta de las sociedades no financieras alcanza el 142% del PIB (-94% en la eurozona), frente al -34% de las AA. PP. (-55% en la eurozona).
11. La estructura porcentual de las fuentes de financiación muestra el mayor peso relativo que en España tiene el crédito bancario (25,1% del total, frente al 20,6% en la eurozona), lo que es reflejo de nuestra mayor dependencia de la financiación bancaria. En las

empresas, el 40% de sus pasivos son créditos bancarios lo que muestra la importancia que tiene restaurar el normal funcionamiento del sector bancario español para reactivar el crecimiento de la inversión empresarial.

12. En los últimos años han aumentado las diferencias entre los países europeos en la ratio activos financieros (y pasivos)/PIB, lo que conlleva una divergencia en sus niveles de capitalización financiera. En el caso de España, el proceso de convergencia que tuvo lugar hasta 2005-06 en su estructura financiera, ha dado paso a un nuevo periodo de divergencia, siendo en la actualidad el sector privado no financiero el que presenta una estructura financiera más alejada de la media europea.

Integración Financiera

Mercados monetarios

13. Si bien tras la introducción del euro el mercado monetario fue el más rápido en alcanzar la integración, es el que en menor tiempo y con más intensidad ha sufrido las consecuencias de la crisis. Así, han aumentando enormemente las desigualdades de tipos entre países y el sesgo por lo nacional en las operaciones realizadas dada la falta de confianza en bancos de terceros países. En 2010, en el primer semestre volvió a aumentar fuertemente la desviación típica de los tipos interbancarios, alcanzándose las mayores desigualdades (llegando a su máximo histórico desde 1999) en el tipo a un día lo que refleja problemas de liquidez. La crisis de la deuda soberana que dio lugar a un drástico aumento de los *spread* de la deuda pública de Grecia (rescata por primera vez en mayo de 2010), Irlanda (quien revisó al alza el coste del rescate bancario) y posteriormente Portugal explican las tensiones vividas en los mercados monetarios. Las medidas extraordinarias de apoyo del Banco Central Europeo y el establecimiento del Mecanismo de Estabilidad Financiera y de la Facilidad Financiera (en mayo de 2010), es lo que justifica la reducción de las tensiones hasta octubre de 2010, si bien a final de año volvieron a aparecer.
14. De la deuda externa a corto plazo que España tiene frente al resto del mundo, el 86,2% es de países europeos, lo que comparado con el 65,8% de media en los países de la UE-15, supone una elevada integración de España con Europa.
15. El nivel de integración es más elevado en el caso de las emisiones de deuda española a corto plazo en Europa, ya que el 74,6% de sus emisiones externas se colocan en mercados europeos frente al 50,1% de la media de la UE-15.
16. En 2010 han aumentado las desigualdades en los *spreads* de la deuda pública de los países europeos como consecuencia de las elevadas primas de riesgo de los países más castigados por la crisis de la deuda soberana (que han proseguido e incluso aumentado en 2011, extendiéndose a países como Italia y España en verano de 2011). No obstante, la interpretación de este indicador como proxy de integración debe realizarse con mucha cautela en un contexto de fuerte subida de la prima de riesgo.
17. En el caso de España, el *spread* de la deuda pública a tres años con respecto a Alemania se duplicó en 2010, alcanzando un máximo de 271 pb en diciembre de 2010. En el bono a 10 años, la prima de riesgo alcanzó un máximo de 247 pb en diciembre de 2010. En 2010, España ha sido el tercer país de la euroárea donde más ha crecido la rentabilidad de la deuda a largo (151 pb), por detrás de Grecia (662 pb), Irlanda (388) y Portugal (263 pb). Ya en 2011, la prima de riesgo superó la barrera de los 400 pb en un contexto de falta de acuerdo sobre la reestructuración de la deuda griega en el seno del Eurogrupo y tras la publicación de los test de estrés. A pesar de los acuerdos del Eurogrupo, la prima de riesgo se mantuvo en niveles muy elevados, lo que obligó al BCE a intervenir en los mercados secundarios.

18. El grado de internacionalización de la deuda ha aumentado drásticamente desde finales de los noventa, duplicándose de un 25% a casi un 50% de media en la UE-15. En España, el crecimiento también ha sido muy importante, pasando del 32,3% en 1999 al 55,4% en 2010. En 2010, como ya ocurriera en 2009, el grado de internacionalización ha aumentado pero solo marginalmente tanto en España como en Europa, lo que contrasta con el mayor aumento de años anteriores.
19. En relación a la media de la UE-15, España destaca por presentar un grado de integración con Europa superior a esa media en el caso de las emisiones de deuda externa, ya que el 84,7% del total de emisiones exteriores son en países de la UE-15, frente al 69,6% de media en los países de la UE-15. En cambio, en la vertiente del activo, las inversiones en deuda emitida por otros países de la UE-15 como porcentaje del total en el exterior se sitúa en España (62,21%) por debajo de la media UE-15 (69,9%).
20. Si bien en España la internacionalización de su deuda se sitúa por debajo de la media europea, adquiere una mayor importancia relativa el mercado europeo a la hora de emitir e invertir en deuda, lo que puede interpretarse como un mayor grado de integración con Europa.
21. El análisis de la actividad *cross-border* de la banca europea a la hora de invertir en deuda no bancaria (bonos corporativos y deuda pública) muestra que el crecimiento de la tenencia de deuda emitida por otros países de la eurozona que tuvo lugar hasta 2005 dio paso a un periodo posterior de caída hasta finales de 2010. En el caso de las tenencias de deuda bancaria, la caída comienza en 2007 y disminuye con la crisis.
22. En el caso de la actividad transfronteriza de la banca española, la importancia de las tenencias *cross-border* de deuda emitida por otros países europeos es mucho más reducida, lo que refleja su menor grado de integración con Europa.

Mercados de renta variable

23. En los mercados bursátiles, y con el estallido de la crisis, se ha producido un retroceso en el grado de integración, aumentando las diferencias en las rentabilidades de los índices bursátiles europeos. En 2010 han seguido aumentando las diferencias si bien en menor grado en comparación con los años anteriores.
24. El análisis de las emisiones internacionales de renta variable en países de la UE-15 muestra un ligero retroceso en la integración, sin que tras la recuperación que tuvo lugar en 2008 se haya vuelto a los niveles previos a la crisis. En España, el grado de integración con Europa es superior a la media en lo que a inversiones se refiere (el 76,1% de sus inversiones exteriores en renta variable tienen como destino a la UE-15, frente al 54,2% en los países de la UE-15). Sin embargo, en el caso de las emisiones de renta variable el porcentaje que emite España en otros países de la UE-15 (como porcentaje del total de emisiones extranjeras) se sitúa por debajo de la media (53,3% *vs.* 54,8%), si bien la distancia al valor promedio es muy reducida.
25. Si tomamos como referencia la evolución de la integración con una perspectiva de largo plazo, España ha aumentado el porcentaje de sus inversiones exteriores en la UE-15, lo que contrasta con la caída que ha tenido lugar en la UE-15. Por el contrario, el comportamiento es justo el contrario en las emisiones de renta variable.
26. La internacionalización del mercado de renta variable español es reducido en relación a los países de la UE-15. La brusca caída que tuvo lugar en 2008 se ha recuperado pero solo parcialmente. No obstante, el grado de integración con Europa es algo mayor en España sin que se haya recuperado tras el retroceso que tuvo lugar en 2008.

Mercados bancarios

27. La integración de los mercados bancarios difiere de forma considerable en función del producto analizado. Así, la integración es reducida en los préstamos al consumo donde existe un elevado grado de dispersión en los tipos de interés que aplican los diferentes sectores bancarios europeos. En general las desigualdades de tipos aumentan con la crisis, si bien hay que tener en cuenta las diferentes primas de riesgo que aplican los sectores bancarios europeos según la intensidad con la que les ha impactado la crisis. En los depósitos, la integración es muy reducida en los depósitos a la vista, si bien en estos últimos se han reducido las diferencias de tipos entre países desde finales de 2008.
28. Si bien hasta 2008 la banca española fijaba un tipo más reducido que la media europea en los préstamos empresariales hasta un millón de euros, en 2009 y 2010 las mayores restricciones financieras a las que se enfrentan las empresas españolas se ven claramente reflejadas en el mayor tipo de interés que pagan a los bancos (30 pb más que la media europea). En los préstamos al consumo, la banca española fija *spreads* más elevados, llegando a un valor de 164 pb de media en 2010. En los préstamos para la compra de vivienda (a tipo variable), España aplica un tipo de interés por debajo de la media europea siendo uno de los países con tipos más reducidos, solo por detrás de Finlandia, Italia, Luxemburgo y Portugal. En la vertiente del pasivo, nuestros bancos remuneran en menor medida las cuentas corrientes, si bien en los depósitos a plazo el tipo fijado es 30 pb superior a la media.
29. Los indicadores de integración basados en la actividad *cross-border* muestran un grado de integración en Europa mucho más reducido en los productos al por menor en relación a los mercados bancarios al por mayor. En el primer caso, en España la importancia relativa de los préstamos a residentes de países de la UE-15 es muy inferior a la media europea (2,2% frente al 7%). En los depósitos no interbancarios es de destacar el crecimiento que en España ha tenido en 2010 la captación de depósitos de la UE, duplicando el porcentaje respecto al valor de 2009 (2,6% frente a un 5,4% en 2010). El cierre de los mercados mayoristas para emitir deuda puede estar detrás de la explicación de este fuerte crecimiento. En el caso de los depósitos interbancarios, la actividad *cross-border* de la banca española con la Unión Europea es elevada ya que representa el 52% del total frente al 35% de media en la banca de la euroárea.
30. En la inversión en activos de renta fija, la actividad transfronteriza con la Unión Europea es muy importante, si bien está cayendo desde 2006 hasta situarse en el 72% en 2010. En España, la caída empezó un año antes y se ha reducido a la tercera parte hasta alcanzar en 2010 el 26%, muy por debajo de la media europea (71,9%).
31. El aumento que tuvo lugar hasta el inicio de la crisis en la importancia relativa de la actividad *cross-border* de la banca europea, se ha visto truncado a partir de entonces, si bien los niveles actuales se sitúan por encima de los existentes en 1999. En España, en general, la actividad transfronteriza con países de la Unión Europea es más reducida (sobre todo en renta fija, y en préstamos no interbancarios), habiéndose producido un crecimiento en el sesgo doméstico en el periodo de crisis.
32. El grado de internacionalización de la banca española es muy reducido ya que en 2010 los activos en el exterior solo representan el 10,8% del total frente al 26,2% en la banca de la eurozona. Es en la actividad crediticia y en las inversiones en renta fija donde más diferencias existen: los préstamos al sector exterior representan en España el 6,6% del activo total, frente al 16,1% en la banca europea; y la inversión en renta fija externa representa el 1,9% del activo total, frente a un 8,4% en la banca del área del euro. Con la crisis, se ha reducido el peso de los activos exteriores en

los balances de las entidades financieras. No obstante, hay que tener en cuenta que las cifras anteriores no tienen en cuenta la elevada internacionalización de los dos grandes grupos bancarios españoles (Santander y BBVA) a través de sus filiales en el extranjero.

33. La apertura externa de la banca española (peso de los pasivos adquiridos por no residentes) también se sitúa por debajo de la media de la banca de la euro área (17,4% *vs.* 14,7%), siendo los valores actuales inferiores a los existentes antes del inicio de la crisis.
34. Las inversiones de la banca española en el exterior presentan un considerable grado de diversificación geográfica, lo que se ha revelado como un factor que ha amortiguado el impacto de la crisis en los grandes grupos bancarios españoles (Santander y BBVA). Las inversiones en América (sin incluir a ESTADOS UNIDOS) concentran la mayor parte del total (33,2%) seguido muy de cerca por el Reino Unido (30,2%). El resto de países de la UE-15 supone el 17,4%. También es de destacar las inversiones de la banca española en Brasil (13%) y México (10%). En 2010 ha perdido importancia relativa la inversión en Europa como consecuencia del aumento de las inversiones en América Latina y China.
35. En el caso de la deuda externa española, la información del BIS muestra que los sectores bancarios de la UE-15 concentran el 88,7% del total. La banca de Alemania, Francia y el Reino Unido son nuestros principales acreedores ya que tienen en sus balances el 26,1%, 20,3% y 16,1%, respectivamente, de nuestra deuda externa. En total, en 2010 el importe de la deuda española en manos de la banca extranjera asciende a 696.122 millones de dólares, con una caída del 24% respecto a 2009. Nuestros principales acreedores, Alemania y Francia, han reducido en 2010 drásticamente su exposición a la economía española (24% y 36%, respectivamente).
36. En 2010, la banca española tiene en su activo inversiones en Grecia, Irlanda y Portugal (los tres países que han sido rescatados) por

importe 74.000 millones de euros, de los que el 88% son en Portugal (64.838 millones de euros). En Grecia, que es el país que más dudas suscita, la exposición de la banca española es marginal (834 millones de euros).

37. La cuota de mercado de los bancos europeos en los mercados nacionales ha aumentado del 14,9% en 2001 al 18,6% en 2009. No obstante, desde 2006 está cayendo, si bien en 2009 se ha producido una ligera recuperación. En España, la cuota de mercado de la banca europea también ha crecido desde 2001, si bien la ganancia ha sido mucho más modesta (de un 7,9% en 2001 a un 9,7% en 2009). La última información disponible muestra la menor penetración que en España tiene la banca europea.

Inversores institucionales

38. En España, la cuota de mercado de las sucursales de compañías de seguros extranjeras es marginal (0,23%), siendo el segundo sector de la UE-15 con menor apertura externa. No obstante, la apertura externa aumenta de forma considerable en términos de cuota de sucursales extranjeras (14,2%). Con el estallido de la crisis, la apertura se ha reducido.
39. Si bien la apertura externa del mercado español de los seguros es reducida, desde 1999 se ha producido un fuerte crecimiento de las inversiones de las compañías españolas en el exterior, aumentando de esta forma su internacionalización. La última información disponible indica que el porcentaje de activos extranjeros en el total de inversiones de las compañías españolas es del 37,1%, porcentaje superior a la media europea (29,2%).
40. En el caso de los fondos de inversión, España está a la cola del *ranking* de países europeos en términos del porcentaje de activos extranjeros en el total de inversiones (37,5%). Es de destacar la caída que se produce con la crisis (aumentado por tanto el sesgo doméstico de sus carteras), si bien en 2009 se produce una ligera recuperación.

41. En el caso de los fondos de pensiones, con la crisis ha aumentado el sesgo doméstico de las inversiones, invirtiendo la industria española el 37% de su activo en terceros países por debajo de los niveles de los Países Bajos, Bélgica y Portugal.

Competencia

Sector bancario

42. El grado de concentración del sector bancario español se sitúa ligeramente por debajo de la media europea, existiendo un amplio rango de variación entre países. En consecuencia, el actual proceso de reestructuración de las cajas de ahorros (en el que en menos de un año el número se ha reducido a la tercera parte) no supone un peligro en términos de competencia, si bien una nueva reducción en el número de competidores aconseja a valorar sus efectos sobre la rivalidad competitiva, tanto a nivel nacional como regional.
43. El índice de Lerner de poder mercado referido a 2010 indica que es en los préstamos a las empresas (de importe inferior a un millón de euros) y en el préstamo al consumo donde los márgenes relativos son más elevados, situándose el valor del índice de la banca española por encima de la media europea. En cambio, en el préstamo para la compra de vivienda, el índice es algo más reducido, situándose en España por debajo del valor promedio europeo. El aumento de los índices que ha tenido lugar desde 2008 no debe interpretarse necesariamente como un aumento del poder de mercado ya que el aumento de los márgenes también se ve influenciado por el aumento de la aversión y la prima de riesgo que exigen las entidades ante el aumento de las tasas de morosidad.
44. En los productos pasivos los márgenes se han reducido desde 2008, llegando a ser negativos en los depósitos a plazo dadas las dificultades que tienen los bancos a la hora de obtener financiación en los mercados mayoristas.

En los depósitos a la vista, la banca española aplica márgenes más elevados, mientras que en los depósitos a plazo ocurre lo contrario.

45. La información referida a junio de 2010 sitúa a la banca española en el segundo lugar del *ranking* de sectores bancarios de la eurozona en términos de margen financiero, siendo su margen un 65% más elevado. En relación a los niveles pre-crisis (2007), en junio de 2010 la banca española ha aumentado el margen de intermediación, mientras que la banca europea ha mantenido el nivel del margen. En términos de margen bruto, la distancia con la eurozona se amplía ya que el de la banca española casi duplica a la media europea.
46. En términos de beneficio sobre activo (ROA), la banca española es la más rentable de la UE-15 (0,6% frente a 0,25%), siendo la rentabilidad negativa en varios sectores bancarios europeos como consecuencia de la crisis. En relación a los recursos propios (ROE), la rentabilidad de la banca española es muy superior a la media europea (9% vs. 5,6%). Los niveles actuales de rentabilidad se alejan mucho de los elevados valores alcanzados antes de la crisis donde en España su ROE llegó a alcanzar un valor máximo del 21,3% en 2007, siendo los niveles actuales la mitad de los alcanzados entonces.

Seguros

47. En el segmento de seguros de vida, la concentración de la industria española es similar a la media europea, con una cuota de mercado de las cinco mayores compañías del 53% en España y del 54% en la eurozona. En relación a los niveles de 2000, en España la concentración ha aumentado con mucha mayor intensidad. En el segmento de no-vida, la concentración es más reducida tanto en España como en la UE-15 y ha aumentado con más intensidad en España desde los niveles iniciales.



48. La rentabilidad del sector asegurador español se mantiene en niveles similares a la media europea, habiendo caído desde mediados de los 2000.

Eficiencia y productividad

49. Frente a los elevados ritmos de crecimiento de la productividad (PTF) que tuvieron lugar de 1999 a 2007 (ganancias anuales del 7,3% anual), con la crisis el crecimiento de la productividad del sector de la intermediación financiera ha sido negativo, cayendo por término medio un 3,6% al año. Para el promedio del periodo 1999-2009, las ganancias de productividad explican el 75% del crecimiento del valor añadido del sistema financiero, valor que contrasta con el casi nulo crecimiento de la productividad del sector privado que solo explica el 2,4% del crecimiento de su producción.

50. En términos de valor añadido por trabajador, la productividad del sistema financiero español está por encima de la media europea, siendo su crecimiento medio anual desde 1999 también superior. No obstante, en el periodo de crisis 2007-09, mientras que en Europa ha seguido creciendo la productividad, en España ha caído.

51. En los años que llevamos de crisis, el sector bancario español ha sufrido en menor medida sus consecuencias en términos de eficiencia. Así, de 2007 a junio de 2010 su ratio de eficiencia operativa se ha recuperado tras la pérdida de eficiencia que tuvo lugar en 2008 de forma que el nivel actual es similar al de entonces. En cambio, en la banca de la UE-15, la eficiencia ha empeorado en algo más de cinco puntos porcentuales. La última información disponible sitúa la eficiencia de la banca española (45%) 17 puntos porcentuales por encima de la media de la UE-15 (61,7%).

52. En la última década, la banca española ha realizado un importante esfuerzo reductor de

costes convergiendo a los menores niveles europeos. Así, si en 1999 los costes operativos medios del sector bancario español eran un 54% más elevados que la banca de la UE-15, en junio de 2010 la distancia ha caído al 13%.

53. La productividad del trabajo de las compañías de seguros españolas es un 4% superior a la media de la UE-15, habiéndose duplicado en relación al nivel existente en 1999.

54. La liquidez (que suele utilizarse como indicador de eficiencia) de las bolsas españolas se ha recuperado ligeramente en 2010 tras la brusca caída que tuvo lugar en 2008 y 2009. No obstante, los niveles de 2010 (el valor de lo negociado representa el 117,7% del PIB) está muy alejado del máximo que tuvo lugar en 2007 (204,9%).

Medios de pago

55. La integración en las infraestructuras de los sistemas de pago es condición indispensable para avanzar en la integración financiera. El elevado número de sistemas de pago al por menor (20) existentes en la euroárea es indicativo de la falta de integración, actuando en consecuencia de barrera a la integración en los mercados minoristas.

56. El número de infraestructuras de pago es mucho más reducido en los pagos al por mayor. En el sistema TARGET se ha producido un aumento de la importancia relativa de las transacciones entre los estados miembros de la UE, lo cual apunta hacia una mayor integración. No obstante, en términos de valor, en 2007 se produjo una caída, si bien el porcentaje se ha estabilizado a partir de entonces en torno al 30%.

57. A pesar del mayor crecimiento que en España han tenido las operaciones en medios de pago al por menor (en relación a la población), el número es mucho más reducido que en la UE-15, si bien la diferencia se acorta en términos del valor de las operaciones realizadas.

58. Frente a la caída del porcentaje de pagos que en la UE-15 se realizan mediante transferencias bancarias, en España la importancia relativa ha aumentado en 39 puntos porcentuales en la última década hasta representar el 85% de todos los pagos al por menor. También es de destacar la fuerte caída que en España ha tenido el uso del cheque, ya que en términos de valor su importancia relativa ha caído del 36% (en relación al total de pagos realizados) en 2000 al 4,8% en 2009.
59. España dispone de una de las redes de cajeros automáticos y terminales punto de venta más densa de la UE-15, pero la intensidad de su uso es muy reducida, lo que da muestras del exceso de capacidad instalada. Con el cierre de oficinas que se está produciendo desde finales de 2008, es de esperar que se reduzca el exceso de capacidad instalada en términos de cajeros.

Desarrollo financiero, integración financiera y crecimiento económico

60. El sistema financiero español genera el 6,6% del valor añadido de la economía, porcentaje que es algo superior al 5,4% que representa de media en los países de la UE-15. En términos de empleo, genera el 2,1% del total de la economía, siendo el porcentaje solo una décima inferior a la media de la UE-15.
61. Durante la crisis, en España ha aumentado el peso del valor añadido que aporta el sistema financiero al total de la economía, lo que refleja el menor impacto de la crisis en el sector bancario español. No obstante, hay que interpretar con cautela la información ya que está referida a 2009, por lo que será importante analizar en el futuro el impacto en 2010 y 2011.
62. A pesar de la crisis, España sigue siendo el país de la UE-15 en el que mayor ha sido la contribución del desarrollo financiero experimentado en el periodo 1999-2010 al crecimiento del PIB. En concreto, en ese periodo, la contribución anual al crecimiento del PIB debida al desarrollo financiero es de 0,54 puntos porcentuales al año, muy superior a los 0,14 puntos porcentuales de promedio en los países del área del euro. El crecimiento de la capitalización que ha tenido lugar en ese periodo explica el 10,5% del crecimiento del PIB del área del euro y el 23% del español.
63. Durante la crisis (desde finales de 2007 a finales de 2010), el reducido crecimiento del indicador de desarrollo financiero de la economía española se traduce en un crecimiento anual también reducido de 0,023 puntos porcentuales de PIB, mientras que para la media de países analizados la contribución es más del doble (0,056 puntos porcentuales) como consecuencia del mayor aumento de sus niveles de capitalización. En algunos países europeos la contribución del desarrollo financiero durante la crisis ha sido negativa como consecuencia de la caída en sus niveles de capitalización.
64. De 1999 a 2010, y para la media de los países europeos analizados, el impacto de la integración financiera al crecimiento del PIB es de 0,025 puntos porcentuales al año. En España, el impacto económico de la integración es de 0,022 puntos porcentuales al año, siendo por tanto el beneficio de la integración muy similar a la media europea.
65. Durante la crisis, si bien se ha producido un retroceso en el grado de integración, no por ello su contribución al crecimiento es negativa ya que la brusca caída que se produce en el ritmo de crecimiento de la capitalización (que sigue siendo positiva) es mucho mayor en la financiación procedente de países no europeos, siendo mayor la financiación que aportan los países de la UE-15. Por tanto, el carácter global de la crisis que se ha generalizado a nivel mundial explica que las caídas en los ritmos de capitalización también sean generales, por lo que no hay un efecto negativo exclusivo de la integración. En consecuencia, la existencia de un mercado europeo con un cierto nivel de integración, sigue siendo un

factor que favorece el crecimiento económico.

66. Las estimaciones realizadas indican que en el periodo de crisis 2007-2010 el beneficio de la integración se reduce un 37% (en relación a las estimaciones referidas al periodo completo 1999-2010), ya que frente a una contribución anual al crecimiento del PIB del 0,025 puntos porcentuales en el periodo completo, durante la crisis cae a 0,016 puntos porcentuales. En España, la caída es mucho mayor (del 63%), pasando del 0,022 puntos porcentuales en promedio anual de 1999-2010 al 0,008 puntos porcentuales en el periodo 2007-2010.

8.2. CONCLUSIONES

La actualización del observatorio sobre la integración financiera europea se ha visto fuertemente influenciada por las tensiones que han tenido lugar en 2010 en los mercados de deuda pública y en los mercados mayoristas en los que las entidades de crédito obtienen financiación. En el primer caso, las tensiones tuvieron su epicentro en mayo de 2010 cuando fue necesario adoptar un plan de salvamento para rescatar a Grecia que hubo de reproducirse seis meses más tarde en Irlanda ante los desafíos fiscales motivados por los graves problemas de su sector bancario. En el segundo caso, los problemas de solvencia de diversos sectores bancarios aumentó la desconfianza en los mercados de financiación bancaria, lo que obligó en julio de 2010 a someter a examen a la banca europea mediante la realización de los test de estrés con objeto de recuperar la necesaria confianza.

Gracias a los rescates aprobados, a la creación de mecanismos de estabilidad (como la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera y el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera), a las medidas extraordinarias del Banco Central Europeo (como las inyecciones extraordinarias de liquidez y los programas de compra de deuda) y a las reformas introducidas en materia de regulación y supervisión, se amortiguó la inestabilidad

reinante en los mercados financieros. Y todo ello en un contexto generalizado de preocupación sobre la sostenibilidad de la deuda pública que obligó a cambiar el rumbo de las políticas fiscales de un buen número de países europeos, incluido España. El termómetro de las tensiones vividas en 2010 es la prima de riesgo de la deuda soberana que alcanzó niveles muy altos (e insostenibles en los países rescatados) en varios países del área del euro y que ha alcanzado máximos históricos en verano de 2011.

El clima de inestabilidad financiera que ha estado presente en 2010 no es el más adecuado para avanzar en el proceso de integración hacia un mercado único de los servicios financieros. Con la crisis, se ha deteriorado el clima de estabilidad financiera y ha retrocedido el grado de integración. La recuperación que tuvo lugar a principios de 2010 se vio truncada con la crisis de la deuda soberana que puso de manifiesto las dudas que las finanzas públicas despertaban entre los inversores. La integración se ha visto nuevamente sacudida por el entorno de inestabilidad, especialmente en los mercados de deuda (donde han aumentado las diferencias de tipos de interés entre países), pero también en los mercados monetarios y bancarios donde también se han ampliado las diferencias de tipos de interés entre países y ha caído la actividad *cross-border*.

De hecho, la situación de inestabilidad que aún estamos viviendo y que incluso se ha agravado en 2011 con el rescate de una nueva economía (Portugal) y con la necesidad de un segundo rescate para Grecia (en julio), es el mejor ejemplo para mostrar las conexiones que existen entre la estabilidad y la integración financiera, y los efectos de estas últimas sobre el crecimiento.

Además de la estrecha conexión existente entre la estabilidad y la integración financiera, una de las lecciones de la crisis es la estrecha conexión que existe entre las finanzas públicas y la salud del sector bancario. La crisis de la deuda soberana que tiene su origen en el deterioro de las finanzas públicas ha impactado en la solvencia de los sectores bancarios, tanto de forma directa (por la exposición de la banca a la deuda pública de los

países más castigados por los mercados) como de forma indirecta a través de la pérdida de valor del resto de activos (sobre todo los inmobiliarios). Y además de la solvencia, la crisis de la deuda soberana también ha impactado en la liquidez de la banca dadas las dificultades en el acceso a la financiación en los mercados mayoristas.

Otra de las lecciones de la crisis es la rémora que ha supuesto la falta de integración fiscal sobre el proceso de integración de los mercados financieros europeos. El deterioro de las finanzas públicas de algunos países europeos ha sido posible gracias al sistemático incumplimiento del pacto de estabilidad, incluso por parte de los países más ricos del área del euro. La falta de convergencia en materia fiscal como consecuencia de la ausencia de voluntad política en la cesión de la soberanía nacional en esa materia, ha abocado a algunas economías a un problema de insostenibilidad de su deuda pública lo que ha impedido avanzar en la integración financiera. El aumento de la prima de riesgo de los países que han tenido que ser recatados se ha extendido a otras economías, generando un clima de inestabilidad financiera y un retroceso del grado de integración. Se ha llegado a un clima de tal inestabilidad que incluso se ha llegado a hablar de la fragmentación de la unión monetaria, rompiéndose de esa forma el mercado único.

Si bien la crisis de la deuda soberana afecta inmediatamente a los mercados de deuda, también el mercado de renta variable y los mercados bancarios han sufrido sus efectos. Durante 2010, los índices bursátiles europeos tuvieron comportamientos dispares en función del distinto cuadro macroeconómico de las distintas economías, produciéndose una fuerte caída en la cotización de los bancos, sobre todo en Grecia e Irlanda.

En los mercados bancarios, también la crisis ha impactado con virulencia como demuestra el hecho de que en el periodo 2008-10 las inyecciones públicas de capital ascienden a 254.000 millones de euros en la banca europea, concentrándose la mayor parte en el periodo 2008-09. Los niveles de rentabilidad se han recuperado respecto a los existentes a finales de 2009 (la ROE de la banca

de la UE-15 ha pasado del 0,03% en 2009 al 5,62% en junio de 2010), así como la solvencia (Tier 1 ha aumentado del 9,9% al 10,1%), si bien ha empeorado ligeramente la eficiencia (del 60,6% al 61,7%). En este contexto, la banca española se ha comportado mucho mejor con un nivel de rentabilidad (ROE del 9,3% en junio de 2010) y eficiencia (con una ratio de eficiencia operativa del 45%) superior a la media europea. En cambio, la solvencia del sector bancario español se sitúa por debajo de esa media con una Tier 1 del 9,1% y una ratio de solvencia del 11,8% frente a un 10,1% y un 13,7%, respectivamente, en la banca europea. No obstante, la comparación en términos de solvencia debe de realizarse con cautela dado que en el caso español, la inyección de capital público ha sido reducida en comparación con otros países.

En términos de integración, los mercados bancarios recibieron un shock negativo con la crisis que redujo sustancialmente las transacciones *cross-border* entre los sectores bancarios europeos. El periodo de fuerte crecimiento del crédito bancario que tuvo lugar en los años anteriores al estallido de la crisis permitió un crecimiento en las operaciones *cross-border*, avanzando de esa forma la integración. Pero al mismo tiempo ese elevado crecimiento del crédito vino acompañado de la asunción de mayores riesgos, aumentando la vulnerabilidad de las economías y de sus sistemas financieros. Como consecuencia de los riesgos acumulados, ha sido necesario comenzar un proceso de desapalancamiento que ha afectado tanto al sector público como al sector privado (incluyendo el bancario) y que ha hecho retroceder la actividad transfronteriza en favor de la doméstica.

No obstante, en 2010 se ha amortiguado el sesgo doméstico e incluso se ha recuperado ligeramente el negocio transfronterizo en algunos segmentos, como en los depósitos interbancarios y no interbancarios. En España las operaciones *cross-border* con otros sectores bancarios europeos es más reducida (sobre todo en préstamos y depósitos no interbancarios), si bien es muy superior en los depósitos interbancarios.

En relación a los niveles de capitalización existentes antes de la crisis, los valores de 2010 superan a los de 2007 en la mayoría de países europeos, lo que muestra la recuperación que se ha producido. Tras la brusca caída en los valores de la capitalización bursátil que tuvo lugar en 2008, en 2010 se ha producido una cierta recuperación en el nivel de desarrollo financiero de las economías europeas. A finales de 2010 la capitalización total (como porcentaje del PIB) de los países de la eurozona ha crecido un 2,3%, manteniéndose en España en los niveles de 2009. Con una perspectiva de más largo plazo, y tras el shock inicial en 2008, la capitalización de las economías europeas en el periodo de crisis 2008-10 supera (aunque solo ligeramente) los valores en el anterior trienio pre-crisis (2005-07), siendo la recuperación mayor en España.

Los elevados niveles de endeudamiento de algunas economías europeas ha obligado a realizar un proceso de desapalancamiento. En el caso de España, en 2010 ya se ha producido una ligera caída en la posición financiera neta, pasando sus activos financieros netos del 89% del PIB en 2009 al 85% en 2010. El elevado nivel de endeudamiento de la economía española se concentra en el sector privado, ya que la ratio deuda pública/PIB se sitúa por debajo de la media europea. El proceso de desapalancamiento iniciado en 2010 ha tenido lugar en el sector privado no financiero (empresas), mientras que las AAPP ha aumentado su endeudamiento como consecuencia del elevado nivel del déficit público. En este contexto, también se ha producido una ligera caída en la deuda externa de nuestra economía, aunque los valores actuales siguen siendo muy elevados (164% del PIB) lo que es uno de los motivos por los que nuestra economía suscita dudas en los mercados internacionales. De ese elevado nivel de endeudamiento externo, la banca concentra el 46% (con un stock vivo de deuda externa de 808.000 millones de euros), lo que representa un serio problema cuando se cierran los mercados mayoristas de la financiación como se ha demostrado en 2010 y en 2011.

El avance hacia un mercado único permite crear un clima de mayor competencia lo que incen-

tiva las ganancias de eficiencia. En este contexto, el retroceso en la integración que se ha producido con la crisis ha impactado negativamente sobre la productividad del sistema financiero. Frente a los elevados ritmos de crecimiento de la productividad que tuvieron lugar en los años previos a la crisis, desde finales de 2007 la productividad del sistema financiero español ha caído. No obstante, en términos de valor añadido por empleado, el sistema financiero español sigue siendo más productivo que la media europea, imagen que se ve reforzada por la también elevada eficiencia del sector bancario español ya que presenta una ratio de eficiencia operativa 17 puntos porcentuales por debajo de la media de la banca europea.

A pesar de la crisis, España sigue siendo el país de la UE-15 en el que mayor ha sido la contribución del desarrollo financiero al crecimiento económico, siendo la aportación de la integración financiera similar al promedio europeo. Desde la creación del euro y la puesta en marcha del PASF, y hasta finales de 2010, España es el país que más se ha beneficiado del desarrollo financiero ya que, anualmente, el aumento en su capitalización financiera (como porcentaje del PIB) ha aportado 0,54 puntos porcentuales al crecimiento del PIB, porcentaje que es muy superior al promedio de los países del área del euro (0,14 pp.).

En el caso del avance de la integración, la contribución al crecimiento del PIB de los países de la eurozona se estima en 0,025 pp. al año en el periodo 1999-2010, siendo la aportación en España muy similar (0,023 pp.). El reducido crecimiento de la capitalización financiera que ha tenido lugar en el periodo de crisis explica la escasa contribución del desarrollo financiero al crecimiento del PIB, siendo la aportación en España superior a la media europea. En este periodo, también se ha reducido el beneficio de la integración y con más intensidad en España.

Durante la crisis, si bien se ha producido un retroceso en el grado de integración, no por ello su contribución al crecimiento es negativa ya que la brusca caída que se produce en el ritmo de crecimiento de la capitalización (que sigue siendo positiva) es mucho mayor en la financiación pro-

cedente de países no europeos, siendo mayor la financiación que aportan los países de la UE-15. El carácter global de la crisis explica que las caídas en los ritmos de capitalización también sean generales, por lo que no hay un efecto negativo exclusivo de la integración. Por tanto, la existencia de un mercado europeo con un cierto nivel de integración, sigue siendo un factor que favorece el crecimiento económico.

En concreto, las estimaciones realizadas indican que de 2007 a 2010 el beneficio de la integración se ha reducido un 37%, ya que frente a una contribución anual al crecimiento del PIB del 0,025 pp. en el periodo completo 1999-2010, durante la crisis cae a 0,016 pp. En España, la caída es mucho mayor (del 63%), pasando del 0,022 pp. en promedio anual de 1999-2010 al 0,008 pp. en el periodo 2007-2010.

El reciente episodio vivido en julio de 2011 con la crisis de la deuda griega ha vuelto a demostrar una vez más la importancia de lograr un entorno de estabilidad financiera para recuperar el terreno perdido en materia de integración. La falta de acuerdo en la resolución de la crisis griega dio lugar a un fuerte aumento de las primas de riesgo, no solo de los países hasta ahora rescatados, sino de otros que sufrieron el ataque de los mercados (como Italia y España). Solo cuando la eurozona ha adoptado un acuerdo común limando las diferencias inicialmente existentes para resolver la crisis (con el acuerdo del Eurogrupo en julio de 2011) y se han dado los primeros pasos hacia una cierta integración fiscal, ha sido posible recuperar (aunque solo parcialmente y de forma temporal) el clima de estabilidad necesario para proseguir hacia el camino del mercado único. Solo el tiempo y una nueva actualización del observatorio nos dirá si las medidas adoptadas son suficientes para recuperar la senda hacia la integración financiera o, por el contrario, será necesario implementar nuevas medidas dirigidas a la integración fiscal y a la mejora de la gobernanza económica. No obstante, todo parece indicar que sin un avance en la integración fiscal y una convergencia en las finanzas públicas, no es posible avanzar en la construcción de un mercado financiero único en Europa.

REFERENCIAS

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2011): *Financial Integration in Europe*, Abril, Frankfurt.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2011): *Survey. Access to Finance*. Disponible en <http://www.ecb.int/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>.
- BANCO DE ESPAÑA (2011). *Memoria de supervisión bancaria en España*. 2010, Madrid.
- BÉNÉTRIX, A. y WÄLTI, S. (2008): «Indicators of financial integration», Institute for International Integration Studies, Discussion Paper N.º 243, Febrero.
- CASSOLA, N., HOLTHAUSEN, C. y M. LO DUCA (2010). «The 2007/2009 turmoil: a challenge for the integration of the euro area money market?», European Central Bank, March 19.
- COMISIÓN EUROPEA (2007): *Commission Staff working document accompanying the communication from the Commission on the sector inquiry under article 17 of regulation (EC) N.º 1/2003 on business insurance (Final report)*, Bruselas.
- COMISIÓN EUROPEA (2011): *European financial stability and integration report*, Mayo, Bruselas.
- CRA INTERNATIONAL (2009): *Evaluation of the economic impacts of the Financial Services Action Plan*, informe realizado para la Comisión Europea, marzo.
- EUROPEAN ECONOMICS (2009): *Study on the Cost of Compliance with Selected FSAP Measures*, informe realizado para la Comisión Europea, 2009.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2006): *Financial Soundness Indicators. Compilation Guide*, March.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2011): *Global financial stability report*, abril 2011.
- GUISO, L., JAPPELLI, T., PADULA, M. y PAGANO, M. (2004): «Financial market integration and economic growth in the UE», *Economic Policy*, Octubre, 523-577.



- KALEMI-OZCAN, S., MANGANELLI, S., PAPAIONNOUM E. y PEYDRO, J.L. (2010): «Financial integration and risk sharing: the role of monetary union», en *The Euro at Ten: 5th European Central Banking* 13-14 noviembre.
- LEVINE, R. (1997): «Financial development and economic growth: views and agenda», *Journal of Economic Literature* 35, 688-726.
- MAUDOS, J. y FERNÁNDEZ DE GUEVARA, J. (2011) «Bank competition, financial dependence and economic growth», *European Journal of Finance*, en prensa.
- MAUDOS, J. (2011): «El acceso de las Pymes al crédito bancario: España en el contexto de la Eurozona» en *Pequeña y Mediana Empresa: Impactos y retos de la crisis en su financiación*, Fundación de Estudios Financieros, de próxima aparición.
- PÉREZ GARCÍA (Dir.) (2011): *Crecimiento y competitividad. Trayectoria y perspectivas de la economía española*, Informe Fundación BBVA-Ivie 2011.
- ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO (OECD) (2010): *Database Insurance Statistics Yearbook 1999-2008*, París.
- PEYDRÓ, J.L. (2009): «El impacto macroeconómico de la integración financiera», *Papeles de Economía Española* 122, 279-286
- PÉREZ, F. (Dir.), M. MAS, J. MAUDOS, J. QUESA, L. SERRANO, P. CHORÉN, V. CUCARELLA, L. HERNÁNDEZ, J.C. ROBLEDO, M. SOLAZ y A. SOLER: 2011 *Crecimiento y competitividad. Trayectoria y perspectivas de la economía española*. Bilbao.
- RAJAN, R. y ZINGALES, L. (1998): «Financial dependence and growth», *American Economic Review* 88, 559-587.

ANEXO: SISTEMA DE INDICADORES

- | | |
|---|---|
| 1. Indicadores de desarrollo de los mercados e intermediarios financieros
2. Indicadores sobre la estructura financiera de las economías | 3. Indicadores de integración financiera
4. Indicadores de competencia
5. Indicadores de eficiencia y productividad
6. Indicadores de sistemas y medios de pago
7. El impacto del desarrollo financiero y la integración financiera sobre el crecimiento económico. |
|---|---|

	Ubicación	
	Informe	Sistema de indicadores

1. Indicadores de desarrollo de los mercados e intermediarios financieros

<ul style="list-style-type: none"> • Indicador agregado de desarrollo financiero: capitalización total (% del PIB) <ul style="list-style-type: none"> • Capitalización bursátil+deuda+crédito bancario/PIB 	G_2.1	CA_2.1
<ul style="list-style-type: none"> • Indicadores de desarrollo financiero de los mercados (% del PIB) <ul style="list-style-type: none"> • Tamaño del mercado (% PIB). Mercados de renta fija y renta variable. 1999-2010 		CA_2.1
<ul style="list-style-type: none"> • Indicadores de desarrollo de los intermediarios financieros <ul style="list-style-type: none"> • Total activo de las entidades de crédito (IFMs). (%PIB). 1999-2010 • Evolución número de entidades. 1999-2009 • Evolución número de empleados. 1999-2009 	G_2.2	CA_2.2 CA_2.3 CA_2.4
<ul style="list-style-type: none"> • Indicadores de desarrollo de los inversores institucionales (empresas de seguros, fondos de pensiones, fondos de inversión) <ul style="list-style-type: none"> • Fondos de inversión: Activos como % del PIB. Países de la Euroárea. 1999-2010 • Fondos de pensiones: Activos como % del PIB. Países de la UE-15. 2001-2009 • Inversiones financieras de las compañías de seguros/PIB. 2000-2009. Países de la UE-15 • Tasa de penetración de las compañías de seguros (primas/PIB). Vida. 1999-2009. UE-15 • Tasa de penetración de las compañías de seguros (primas/PIB). No vida. 1999-2009. UE-15 • Tasa de penetración de las compañías de seguros (primas/PIB). Vida y no vida. 1999-2009. UE-15 • Número de compañías de seguros. 1999-2009. Países de la UE-15 • Evolución del empleo de las compañías de seguros. 1999-2009. Países de la UE-15 	G_2.3 G_2.4 G_2.5 G_2.6	CA_2.5 CA_2.6 CA_2.7 CA_2.8 CA_2.9 CA_2.10 CA_2.11 CA_2.12



	Ubicación	
	Informe	Sistema de indicadores

2. Indicadores sobre la estructura financiera de las economías

- **Posición financiera neta de las economías europeas**
 - Activos financieros, pasivos financieros y posición financiera neta. Porcentajes del PIB: 1999-2009. Países de la UE-15. Desglose entre Total economía, Sociedades no financieras, sociedades financieras, AA.PP. y economías domésticas C_2.1
- **Estructura financiera de las economías europeas: importancia de la actividad bancaria vs. mercados (renta fija y renta variable)**
 - Peso de los pasivos financieros en el PIB y estructura porcentual del pasivo total: efectivo y depósitos, préstamos, renta fija (valores distintos de acciones), renta variable (acciones y participaciones), resto de pasivos financieros. España y países de la Euroárea. 2009 C_2.2
 - Peso de los activos financieros en el PIB y estructura porcentual del activo total: efectivo y depósitos, préstamos, renta fija (valores distintos de acciones), renta variable (acciones y participaciones), resto de pasivos financieros. España y países de la Euroárea. 2009 C_2.3
- **Estructura financiera por agentes económicos: empresas no financieras, empresas financieras, economías domésticas, AA.PP.**
 - Activos financieros, pasivos financieros y posición financiera neta. Porcentajes del PIB: 1995-2009. Países de la UE-15. Desglose entre Total economía, Sociedades no financieras, sociedades financieras, AA.PP. y economías domésticas CA_2.13
 - Peso de los activos y pasivos financieros en el PIB y estructura porcentual: efectivo y depósitos, préstamos, renta fija (valores distintos de acciones), renta variable (acciones y participaciones), resto de activos financieros. Países de la UE-15. 1999, 2007, 2008 y 2009 CA_2.14
- **Convergencia en estructuras financieras: total economía**
 - Coeficiente de variación del peso de cada activo/pasivo financieros en el PIB de los países de la UE-15. 1999-2009 G_2.7
 - Convergencia vs. divergencia de España hacia la estructura financiera media europea. Distancia euclídea (Activos y pasivos/PIB). 1999-2009 G_2.8

	Ubicación	
	Informe	Sistema de indicadores

3. Indicadores de integración financiera

<ul style="list-style-type: none"> • Mercados monetarios <ul style="list-style-type: none"> • Desviación típica entre países euroárea de tipos de interés del mercado interbancario a diversos plazos. 1998-2010 G_3.1 • Importancia de la tenencia de deuda a c/p con países de la UE-15 respecto al total de tenencias extranjeras: Inversiones (activos) y financiación (pasivos). 1997-2009 G_3.2 CA_3.1 		
<ul style="list-style-type: none"> • Mercados de renta fija <ul style="list-style-type: none"> • Desviación típica de los spreads de la deuda pública con respecto a un <i>benchmark</i> de referencia de los países de la euroárea para distintos vencimientos. 1997-2010 G_3.3 • Posición relativa de España con respecto a los spreads (respecto a Alemania) de otros países de la euroárea en deuda pública. 1997-2010 G_3.4 CA_3.2 • Evolución de los coeficientes «beta» (grado de respuesta de la rentabilidad de la deuda a variaciones en la rentabilidad de la deuda alemana) de España y resto de países europeos. Evolución temporal de la media europea y posición relativa de España. 1999-2010 G_3.5 CA_3.3 • Emisiones de deuda (Pasivos) internacional en relación al total de emisiones de renta fija. 1999-2010 G_3.6 CA_3.4 • Inversiones (Activo) y Deuda emitida (Pasivos) en otros países de la UE-15 en relación al total exterior. 1997-2009 G_3.7 CA_3.5 • Indicador global de integración financiera (Activo exteriores+ Pasivo exteriores)/PIB. Desglose entre intra (Euroárea/UE-15) y extra (resto del mundo) G_3.8 CA_3.6 • Importancia relativa de las tenencias de deuda emitida por otros países europeos (euroárea y UE-15) en las IFM. 1999-2010. Total euroárea y España G_3_9 CA_3.7 • Tenencias de deuda emitida por otros países de la euroárea en los fondos de inversión. Euroárea. 1999-2010. G_3.10 		
<ul style="list-style-type: none"> • Mercados de renta variable <ul style="list-style-type: none"> • Desviación típica de los índices bursátiles entre países de la euroárea. 1999-2010 G_3.11 • Peso de los activos y pasivos financieros invertidos/captados en países de la UE-15 como porcentaje del total exterior. 1997-2009. UE-15 G_3.12 CA_3.8 • Indicador global de integración financiera (Activo exteriores+ Pasivo exteriores)/PIB. Desglose entre intra (Euroárea/UE-15) y extra (resto del mundo) G_3.13 CA_3.9 • Tenencias de acciones emitida por otros países da la euroárea en los fondos de inversión. Euroárea. 1998-2010 G_3.14 		



	Ubicación	
	Informe	Sistema de indicadores

3. Indicadores de integración financiera (continuación)

• Mercados bancarios

- Desigualdades (desviación típica) entre países euroárea de tipos de interés para distintos productos bancarios (préstamos a empresas no financieras, préstamos a economías domésticas, préstamos al consumo, préstamos hipotecarios, depósitos vista, depósitos a plazo fijo) G_3.15
- Posición relativa (spread) de la banca española en el contexto de la euroárea en tipos de interés de diversos productos bancarios (préstamos a empresas no financieras, préstamos a economías domésticas, préstamos al consumo, préstamos hipotecarios, depósitos vista, depósitos a plazo fijo) G_3.16 CA_3.10
- Actividad *cross-border* en los sectores de la euroárea. Importancia de la actividad bancaria *cross-border* como porcentaje del total (doméstica+*cross-border*) en diversos productos: depósitos no interbancarios, depósitos interbancarios, renta fija y renta variable G_3.17 CA_3.11
- Internacionalización de los sectores bancarios europeos. Cuota de mercado del sector exterior en el activo total de las IFM (Total y desglose para préstamos, renta fija y renta variable). España *vs.* euroárea. 1999-2010 G_3.18 CA_3.12
- Apertura externa de los sectores bancarios europeos. Cuota de mercado del sector exterior en el pasivo de las IFM. (Depósitos interbancarios y no interbancarios). España *vs.* Euroárea. 1999-2010 G_3.19 CA_3.13
- Internacionalización y apertura externa de la banca española. Composición geográfica de las inversiones y captación de recursos. 1999-2010 G_3.20 CA_3.14
Exposición de los sectores bancarios a la deuda de Grecia, Irlanda y Portugal: 2010 C_3.1
- Presencia de entidades extranjeras (oficinas y filiales) en los mercados nacionales (número de entidades). Euroárea; Diferencias entre países para presencia en UE. 2001-2009 CA_3.15
- Cuota de mercado de entidades extranjeras (oficinas y filiales) en los mercados nacionales (activo total). Euroárea. Diferencias entre países para presencia en UE. 2001-2009 G_3.21 CA_3.16

	Ubicación	
	Informe	Sistema de indicadores

4. Indicadores de competencia

- **Mercados bancarios**

- | | | |
|--|---------------|--------------|
| • Evolución de la concentración del mercado (CR5 y Herfindalh). 1999-2009. UE-15 | G_4.1 | CA_4.1 |
| • Evolución de los índices de Lerner de poder de mercado (márgenes bancarios relativos) para diversos productos bancarios (préstamos a las empresas no financieras, préstamos al consumo, préstamos para la compra de vivienda, depósitos a plazo, depósitos a la vista) | G_4.2 | CA_4.2 |
| • Evolución de los márgenes bancarios (intermediación, ordinario, de explotación). 1999-2009. UE-15 | G_4.3 a G_4.5 | CA_4.3 a 4.7 |
| • Evolución de la rentabilidad (ROA y ROE). 1999-2009. UE-15 | G_4.6 a G_4.7 | |

- **Inversores institucionales**

- | | | |
|--|-------|--------|
| • Evolución de la concentración en el sector seguros (CR5). España <i>vs.</i> UE-15. 2000 - 2008 | G_4.8 | CA_4.8 |
| • Evolución de la rentabilidad en el sector seguros («combined ratio»=ratio de siniestralidad+ ratio de costes). España <i>vs.</i> Euroárea. 1999-2008 | G_4.9 | CA_4.9 |

- **Mercados de valores**

- | | | |
|---|--------|---------|
| • Concentración en los mercados de valores europeos. Cuota de mercado de los principales mercados en términos de volumen de negocio – <i>turnover</i> – y capitalización (% PIB). 2001-2010 | G_4.10 | CA_4.10 |
|---|--------|---------|

5. Indicadores de eficiencia y productividad

- **Sector de la intermediación financiera (total agregado)**

- | | | |
|--|-------|--------|
| • Contabilidad del crecimiento económico: aportación de la Productividad Total de los factores (PTF). España 1999-2009 | C_5.1 | |
| • Evolución de los niveles de la productividad del trabajo (por trabajador) en los países de la UE-15. 1995-2009 | G_5.1 | CA_5.1 |

- **Sector bancario**

- | | | |
|---|-------|---------|
| • Ratios de eficiencia operativa. España <i>vs.</i> UE-15 (1999-2009) | G_5.2 | C_A_5.2 |
| • Gastos medios de explotación (% Activo total). España <i>vs.</i> UE-15. 1999-2009 | G_5.3 | C_A_5.3 |

- **Sector seguros**

- | | | |
|--|-------|--------|
| • Productividad del trabajo: primas por empleado. 1999-2009. UE-15 | G_5.4 | CA_5.4 |
| • Gastos medios de explotación («expense ratio»=total operating gross expenses/total net premium). España <i>vs.</i> Euroárea. 1999-2008 | G_5.5 | CA_5.5 |

- **Mercados (Indicadores de liquidez)**

- | | | |
|---|-------|---------|
| • <i>Turnover</i> ratio: Volumen de negocio (% PIB). Mercados de renta fija y renta variable. 2001-2010 | G_5.6 | C_A_5.6 |
|---|-------|---------|



	Ubicación	
	Informe	Sistema de indicadores

6. Indicadores de sistemas y medios de pago

- **Utilización de medios de pago al por menor (transferencias bancarias, domiciliaciones, cheques, tarjetas, etc.)**
 - Transacciones per cápita en medios de pago al por menor (número y valor). 2000-09 G_6.1 C_A_6.1
 - Transacciones per cápita en medios de pago al por menor por tipo de instrumento (número y valor). 2000-09 C_A_6.2
 - Distribución porcentual del total (número y valor) de transacciones por tipo de instrumento. 2000-09 G_6.2 C_A_6.3
 - Número de ATMs y TPV por habitante C_A_6.4
 - Número de operaciones por cajero y por TPV G_6.3 C_A_6.5
 - Número de tarjetas emitidas per cápita C_A_6.6

7. El impacto del desarrollo financiero y la integración financiera sobre el crecimiento económico

- Peso del sector de la intermediación financiera en el PIB y en el empleo. 1999-2009. Países de la UE-15 G_7.1 CA_7.1
- Estimación del impacto sobre el crecimiento económico (PIB) del desarrollo financiero acontecido de 1999 a 2010. La estimación se basa en la metodología de Rajan y Zingales (1998) G_7.2
- Descomposición del crecimiento en la capitalización financiera (como % del PIB) C_7.1
- Variación de la capitalización financiera (desarrollo financiero) en un escenario de no integración financiera C_7.2
- Impacto de la integración financiera sobre el crecimiento económico de los países de la UE-15 G_7.3

I. LA REFORMA DE LA MiFID



LA REFORMA DE LA MiFID: PROTECCIÓN DEL INVERSOR

Patricia Rodríguez Fernández de Castro
(Asesora Mercados Financieros)
Asociación Española de Banca (AEB)

1. ANTECEDENTES

El año 2007 será recordado por todos como el año en que se desató la crisis que iba a condicionar el escenario financiero internacional de los años siguientes. El impacto de este acontecimiento dejaba en segundo plano la entrada en vigor de la MiFID¹, que estaba llamada a provocar un auténtico cambio en la prestación de los servicios de inversión.

Nacida como uno de los pilares fundamentales del *Plan de Acción de Servicios Financieros* de la UE, con un alcance mucho más amplio que su antecesora Directiva de Servicios de Inversión², perseguía dos objetivos fundamentales:

- Fomentar la equidad, transparencia, eficacia e integración de los mercados financieros.

¹ Directiva 2004/39/CE del Parlamento europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros; y la denominada regulación de 2º nivel II»: Directiva 2006/73/CE de la Comisión por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva y Reglamento (CE) 1287/2006 de la Comisión por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

² Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.

- Fomentar la protección del inversor, llevando al nivel de «máxima armonización» los requisitos para el ejercicio de la actividad de los intermediarios financieros.

En España, la protección del inversor ya contaba con un tradicional ejercicio y regulación, pues el Real Decreto sobre normas de actuación en los mercados de valores³ y sus órdenes de desarrollo⁴ contenían extensas obligaciones de información, la obligación de actuar con imparcialidad y buena fe en interés de los clientes y la obligación de conocer a sus clientes.

No obstante esta existencia de obligaciones en el ámbito de la protección del inversor, la MiFID elevaba a un nivel muy superior las obligaciones de las entidades, tanto en el fondo como en la forma.

Sin ánimo de ser exhaustivos, el sistema de protección MiFID se concretaba en: una nueva clasificación de clientes (minoristas, profesionales, contrapartes elegibles) más sofisticada que la hasta entonces existente entre clientes institucionales y «resto»; la inclusión del asesoramiento en materia de inversión como servicio de inversión a prestar de acuerdo con las directrices de la nueva

³ Real Decreto 629/1993 de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios.

⁴ Orden de 25 de octubre de 1995 de desarrollo parcial del RD 629/1993 y Orden de 7 de octubre de 1999, de desarrollo del Código General de Conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión.



Directiva equiparándolo en sus obligaciones al servicio de gestión de carteras; la concreción de la obligación de «conozca a su cliente» en la realización de los test de idoneidad y conveniencia; limitaciones de las condiciones en que las entidades podrían seguir percibiendo incentivos; detalladas y extensas obligaciones de información, establecimiento de la política de «mejor ejecución» en la tramitación de órdenes de clientes...

Este artículo pretende hacer un repaso sobre el camino recorrido en el ámbito de la protección del inversor desde la puesta en marcha de la MiFID, con sus principales dificultades; reflexionar si ha llegado el momento oportuno para revisar la Directiva; hacer referencia a la iniciativa regulatoria sobre los «productos combinados de inversión minorista (PRIIPs) y finalmente, repasar el contenido de la propuesta de modificación de la Comisión Europea. Todo ello con el objetivo de concluir que es el momento para reflexionar si la búsqueda de mayor protección para el cliente minorista, en los términos y propuestas actuales, está consiguiendo su objetivo o si lo que está resultando es que las posibilidades de inversión para estos clientes queden reducidas a un grupo muy limitado de productos.

2. EL CAMINO RECORRIDO

2.1. PUESTA EN MARCHA

La MiFID llegaba a España, no sólo con conceptos nuevos y una gran carga de trabajo de adaptación para las entidades, sino también con un considerable retraso. A pesar de tener como fecha de entrada en vigor el 1 de noviembre de 2007, la adaptación necesaria de la Ley del Mercado de Valores no se publicó⁵ hasta más de un mes después.

Si bien es cierto que la CNMV, consciente de este retraso en el proceso legislativo necesario, hizo un gran esfuerzo de acercamiento y difusión

⁵ Ley 47/2007 de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores.

de la nueva norma entre las entidades, la incertidumbre que existe hasta la publicación definitiva de la norma hizo que el proceso de adaptación tuviera que hacerse a marchas forzadas.

2.2. PRINCIPALES DIFICULTADES

Aunque las novedades eran numerosas, es justo decir que no todas ellas entrañaban el mismo nivel de dificultad.

En primer lugar hay que hablar de obligaciones cuya implantación exigía nuevos desarrollos informáticos, pero cuya novedad no era grande y cuyo contenido era de clara interpretación: entre éstas estarían todas las obligaciones de información a clientes y potenciales clientes, así como las normas de clasificación de clientes.

En segundo lugar están las obligaciones derivadas de conceptos realmente nuevos, entre las que destacarían todas las obligaciones derivadas del procedimiento de «mejor ejecución». Dada la novedad del concepto en este área la CNMV desarrolló un gran esfuerzo informativo para tratar de solucionar todas las incógnitas que de este concepto se derivaban.

En tercer lugar, están las obligaciones que, por novedosas, pero sobre todo por la dificultad de concreción y materialización de algunos conceptos, más quebraderos de cabeza iban a causar tanto al supervisor como a las entidades. Sin duda alguna, se incluiría aquí la nueva normativa sobre incentivos así como toda la problemática derivada de la aplicación de los test de idoneidad y conveniencia, centrada fundamentalmente en la definición del servicio de asesoramiento en materia de inversión y en la delimitación de los productos complejos frente a los no complejos.

Prueba de la dificultad de este tercer bloque de normas son las numerosas guías que, tanto a nivel europeo como nacional se han publicado sobre estas materias. Podemos decir, sin miedo a exagerar que la publicación tanto por el Comité Europeo de Reguladores de Valores, en adelante CESR, como por la CNMV de todas y cada una de estas guías han causado siempre inquietud en el



sector pues, valorando muy positivamente la voluntad del supervisor de aclarar las dificultades o elementos confusos, en ocasiones la dificultad de concretar determinados conceptos puede hacer que no se consiga el objetivo buscado.

Incentivos

Una vez publicada la normativa conocida como Nivel II⁶, CESR se puso manos a la obra, para tratar de aclarar la confusa aplicación del artículo 26 de la misma antes de su entrada en vigor publicando un conjunto de Recomendaciones⁷ en mayo de 2007, que trataban de explicar la exigencia de que los incentivos debían «estar diseñados para aumentar la calidad del servicio» y la obligación de información para que los incentivos se consideren aceptables.

Dos años después, a la vista de la experiencia de autoridades y entidades, CESR publicó un nuevo documento⁸. La dificultad de establecer normas concretas sobre conceptos tan difusos como la exigencia de aumento en la calidad del servicio, y que pueden presentarse en multitud de formatos, queda reflejada en la forma de este segundo documento. CESR tuvo que optar por publicar una serie de ejemplos a los que calificaba de buenas o malas prácticas por parte de las entidades no pudiendo ajustarse a sus tradicionales formatos de Recomendaciones o Guidelines.

En estos ejemplos, no aparece prácticamente ninguna referencia a cómo se debe valorar este «aumento de calidad del servicio».

Si se intenta interpretar este aumento en la calidad del servicio, como algo positivo, algo que debe «sumar», aparece la dificultad de «medir la calidad».

⁶ Directiva 2006/73/CE de la Comisión por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo.

⁷ *Inducements under MIFID, Recommendations*, CESR/07-228b, mayo 2007.

⁸ *Inducements: Report in good and poor practices*, CESR/10-295, abril 2010.

Ésta no puede estar referida a medidas de resultado, en primer lugar porque la valoración debe hacerse a priori, a la hora de diseñar los procesos y modelos de retribución, y en segundo lugar porque en el resultado de un servicio de inversión influyen otros factores de mercado que escapan al control del prestador del mismo y, por lo tanto ajenos a la calidad del servicio prestado.

Otra posibilidad sería interpretarlo en un sentido negativo, qué «no debe hacerse» para que no se vea mermada la calidad del servicio. Si se interpreta en un sentido negativo, se aumenta la calidad siempre que no se haga nada que perjudique los intereses del cliente. Esta exigencia ya viene impuesta por otros preceptos de la MiFID (obligación de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes, test de idoneidad y conveniencia, normativa sobre conflictos de interés...) por lo que la normativa sobre incentivos no estaría añadiendo ninguna exigencia que no estuviera ya contemplada.

Asesoramiento en materia de inversión

Tal y como ya hemos adelantado, otra de las novedades que más quebraderos de cabeza han provocado tanto al sector como a las autoridades es la inclusión del asesoramiento financiero como servicio a prestar sujeto a las normas MiFID.

CESR publicaba en abril de 2010 el documento «Questions & Answers: Understanding the definition of advice under MiFID» y la CNMV publicaba una carta sobre «Condiciones de comercialización de instrumentos financieros del mercado de valores» (mayo de 2009) y una «Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión» (diciembre 2010).

En la carta, la CNMV trata de delimitar la prestación del servicio de asesoramiento frente a lo que considera «comercialización» y con respecto a la cual la Ley del Mercado de Valores establece que «la comercialización de servicios de inversión y la captación de clientes no constituyen en sí mismos servicios de inversión sino actividades previas a cada uno de los servicios de inversión enu-

merados en los apartados anteriores, que podrán ser desarrollados de forma separada a la prestación del servicio en sí».

Se trata, pues, de delimitar cuándo se presta el servicio de asesoramiento frente a cuándo nos encontramos ante una simple comercialización, siendo el servicio de inversión posterior a la misma el de recepción y transmisión de órdenes. En el primer caso habría que aplicar el test de idoneidad y en el segundo el de conveniencia o ninguno, en función de con qué producto quisiera operar el cliente.

La delimitación de la existencia de la prestación del servicio de asesoramiento tiene por tanto consecuencias importantes.

El asesoramiento en materia de inversión se configura por la MiFID como un servicio que implica un profundo conocimiento del cliente incluyendo su situación financiera, objetivos de inversión y conocimiento y experiencia. De hecho, se configura en sus obligaciones como parejo al servicio de gestión de carteras. Este conocimiento del cliente no es el que tiene una entidad en su relación habitual con el cliente. Es por tanto, un servicio que no parece que la MiFID quiera dirigir al gran público de forma masiva, a diferencia de la comercialización.

La comercialización por otro lado, tiene a raíz de la implantación de la MiFID una carga importante de obligaciones frente al cliente que no se reducen al test de conveniencia y la consiguiente obligación de evaluar los conocimientos y experiencia del cliente en relación al producto, sino que incluye un volumen considerable de información a proporcionar al cliente. No sólo hay que entregar con carácter previo la información de carácter obligatorio sino que, en determinados casos, también hay que entregar por parte de las entidades otra información de carácter voluntario (catálogos de productos).

El hecho de que el servicio de asesoramiento es un servicio cualificado con un gran valor añadido pensado para clientes con necesidades específicas, queda reflejado en la definición que CESR hace del servicio de asesoramiento en el documento «CESR's Technical Advice on possible implemen-

ting measures of Directive 2004/39/EC», en el que recoge una larga lista de actividades que, por sí mismas no constituyen asesoramiento.

Así, CESR señala que no es asesoramiento explicar la estructura, términos o condiciones de un instrumento financiero, proporcionar informaciones sobre precios, comparaciones de beneficios y riesgos de distintos instrumentos financieros o explicar el significado de cláusulas relativas a instrumentos financieros o contratos.

No deben pues, confundirse ambos servicios con objetivos bien diferentes. El asesoramiento en materia de inversiones no es una obligación de carácter previo inherente a la comercialización, sino un servicio de inversión adicional que implica una serie de costes y beneficios, tanto para la entidad como para el cliente.

En este contexto de comercialización, es muy relevante para la protección del consumidor, la necesidad de que ambas partes sean muy conscientes de que no se está realizando una recomendación personalizada, y de que el servicio que se está recibiendo no es asesoramiento en materia de inversión.

En el segundo de sus documentos, la «Guía», la CNMV vuelve sobre la delimitación del servicio de asesoramiento frente a la comercialización, tratando de establecer tanto lo que pueden ser indicios de que existe el servicio como indicios de que no existe tal asesoramiento por no incluir una recomendación o por ser una recomendación general o asesoramiento genérico.

En el proceso de consulta de esta Guía se pusieron de manifiesto por parte de la industria dos mensajes importantes:

- En primer lugar, la existencia o no de un servicio de inversión debe poder dilucidarse sobre la existencia de elementos objetivos y concretos. No puede depender de elementos subjetivos tales como la percepción de una de las partes.
- En segundo lugar, la MiFID en ningún momento establece que la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión dependa o no de las características del producto sobre el que se presta el servicio.



Productos complejos o no complejos

Las características de los productos sobre los que se presta el servicio de inversión sí que es definitoria, sin embargo, a la hora de delimitar si es necesario hacer un test de conveniencia o no.

A este respecto, la MiFID establece que cuando se opera con productos no complejos cuya inversión se hace a iniciativa del cliente, el servicio que se presta es el conocido como «sólo ejecución» y no es necesario hacer el test de conveniencia.

Con respecto a la clasificación de productos como complejos o no complejos, CESR publicaba en noviembre de 2009 su documento: «*Q&A MiFID complex and non complex financial instruments for the purposes at the Directive's appropriateness requirements*» y la CNMV publicaba en octubre de 2010 su «*Guía sobre la catalogación de instrumentos financieros como complejos o no complejos*».

La principal crítica que se hizo a la publicación de estas guías era su extemporaneidad. Cuando fue necesario diseñar todos los nuevos procesos que la MiFID implicaba, no había más indicaciones ni directrices que las que aparecían en la propia Directiva sobre lo que serían productos no complejos (tuvieran posibilidad frecuente de venta, reembolso u otro tipo de liquidación, no implicaran pérdidas reales o potenciales que excedieran del coste y existiera a disposición de público información suficiente sobre la misma).

A partir de estos elementos, las entidades procedieron a la clasificación de todos sus productos como complejos o no complejos. Dos años después CESR y tres años la CNMV, publican sus guías sobre cómo hacer estas clasificaciones.

Por otro lado, de la redacción de la Directivas, parece desprenderse que la clasificación de los productos para poder ser comercializados bajo el régimen de sólo ejecución o no, debe girar sobre la complejidad entendida como dificultad de ser «*comprendidas por los clientes*», no en torno al mayor o menor riesgo de pérdidas (sólo uno de los casos mencionados en la Directiva se refiere a potenciales pérdidas). Sin embargo las guías de los supervisores sí parecen identificar complejidad con riesgo.

3. MiFID II ¿EL MEJOR MOMENTO?

Apenas transcurridos tres años de vigencia de la MiFID, la Comisión Europea comienza a hablar de la necesidad de reforma. La propia Comisión pone de manifiesto como la MiFID ha contribuido a crear un mercado más competitivo e integrado, pero al mismo tiempo entiende que han surgido debilidades en algunas áreas o la necesidad de reforzamiento en otras.

La Comisión considera que la adopción de nuevas medidas es necesaria para restaurar la confianza del inversor y conseguir los objetivos iniciales de la MiFID.

El fortalecimiento del marco regulatorio, por otro lado, serviría para afrontar en mejores condiciones la realidad del mercado en una situación muy diferente y mucho más compleja que en el momento en que la MiFID fue diseñada y puesta en marcha, habiéndose ampliado la diversidad de productos financieros y métodos de negociación.

La CE señala sus objetivos a conseguir con la revisión de la MiFID:

1. Afrontar los cambios surgidos en las estructuras de mercados y novedades tecnológicas que han afectado al correcto funcionamiento de los mercados financieros europeos.
2. Extender el ámbito de la MiFID para conseguir el objetivo señalado por el G-20 de regular aquellos segmentos del mercado que hasta ahora quedan fuera del ámbito regulatorio.
3. Mejorar la transparencia y supervisión de los mercados de materias primas (*commodities*).
4. Por último, y más importante en el ámbito al que nos estamos refiriendo, la Comisión señala la necesidad de reforzar los estándares de protección del inversor. Se refiere en concreto a la mejora de los requisitos en la prestación del servicio de asesoramiento y a la información y protección que necesitan los inversores en relación con los instrumentos más complejos.



Al desarrollar con más detalle los objetivos que persigue la UE, la CE explica que deben regularse productos que en la actualidad quedan fuera de la MiFID, mencionando expresamente los depósitos estructurados. La cuestión de los productos cubiertos o no por MiFID está muy conectada con la iniciativa PRIP's a la que nos referiremos más adelante.

En relación a las normas de conducta, la CE establece que, en relación con el servicio de asesoramiento, deben reforzarse las normas cuando éste se presta de forma continuada; deben acortarse o estrecharse las condiciones en que los servicios se prestan con el menor nivel de protección (sólo ejecución) y deben mejorarse las diferentes clasificaciones de clientes, especialmente para los casos en que se presten servicios sobre productos complejos.

Por último señala que la Autoridad Europea de Mercados de Valores, en adelante ESMA, debería asegurarse de que los requisitos de protección del inversor se apliquen con el mismo rigor en toda Europa.

El hecho de que en la enumeración de los objetivos de la reforma, la CE haga mención expresa no sólo de la necesidad de mejorar la protección del inversor, sino que se refiera concretamente al servicio de asesoramiento y a los productos complejos, se percibe como toda una declaración de intenciones por parte de ésta.

Si bien la referencia al cambio sufrido en los mercados en los años de vigencia de la MiFID parece incuestionable, sí puede plantearse que las circunstancias que llevan a la Comisión a revisar la Directiva de forma tan profunda (se habla ya de MiFID II) son, en realidad consecuencia de una crisis en la que la MiFID poca influencia ha podido tener, ya que cuando entró en vigor, la crisis ya había comenzado.

Si en tiempos menos convulsos, tres años podrían considerarse insuficiente para valorar el contenido de una Directiva, mucho más lo es si esos tres años coinciden con la mayor crisis de mercados ocurrida. No es sólo cuestión de tiempo sino de la dificultad, por no decir imposibilidad, de identificar cuáles de las consecuencias ocurri-

das han sido causadas por la MiFID y por lo tanto, ésta debe adaptarse para que no vuelvan a repetirse o, si por el contrario, se deben a la situación indudablemente excepcional del sistema financiero.

4. OTRAS INICIATIVAS: LOS PRIP's

Antes de entrar en el análisis de la nueva MiFID, es necesario hacer mención de otra iniciativa regulatoria, dada la convergencia que se ha producido entre ambas.

En el ejercicio 2008, apenas un año después de la entrada en vigor de la MiFID, la CE comenzó a emitir mensajes en relación a los llamados «Packaged Retail Investment Products» más conocidos como PRIPs o Productos Combinados de Inversión Minorista en español.

La CE publicó la Comunicación al Parlamento Europeo y el Consejo sobre PRIPs en abril de 2009, en la que pone de manifiesto como los productos de inversión para minoristas pueden adoptar múltiples formas jurídicas si bien todos cumplen las mismas funciones y objetivos, siendo necesario que gocen del mismo nivel de protección tanto en el ámbito de las normas de conducta aplicables en la fase de venta como en las obligaciones de información.

La CE identifica como criterios comunes a estos productos el hecho de que están expuestos a los riesgos de los activos financieros, subyacentes, pero su «pre-empaquetado» modifica su exposición en comparación con la tenencia directa; que su principal función es la acumulación de capital, algunos pueden garantizarlo; que en general están diseñados con miras al mercado minorista a medio o largo plazo; y que se comercializan directamente entre los inversores particulares, aunque también pueden venderse a inversores con experiencia.

Establece a continuación una lista en la que se contemplan familias de productos que pueden ser considerados como PRIPs, entre los que figuran fondos de inversión, pólizas de seguro de vida, y valores y depósitos estructurados.



La Comisión propone que el «mosaico estructural» que resulta de las diferentes normas aplicables a la comercialización e información sobre estos productos, debe sustituirse por un enfoque horizontal que abarque ambos aspectos.

Para el ámbito de las prácticas de venta se propone que sea la MiFID el marco de referencia (la Directiva de mediación de seguros lo será en el caso de los seguros de vida), mientras que el modelo de información debería definirse por referencia al KII (Key Investor Information) establecido para los fondos de inversión armonizados.

Las preocupaciones principales de la industria en torno a los PRIPs pueden resumirse de la siguiente manera:

- En primer lugar, es necesario que el ámbito de aplicación quede claramente establecido sin que dé lugar a dudas sobre qué regulación es aplicable a cada producto. Debe establecerse no sólo qué productos quedan incluidos, sino también definir «cliente minorista» en los mismos términos establecidos por la MiFID.
- En segundo lugar, debe limitarse la aplicación a productos que realmente cumplan la misma función, no extendiéndose de manera engañosa a ámbitos distintos. En este sentido, los fondos de pensiones deben quedar claramente excluidos del régimen PRIP's, pues el objetivo en este caso es buscar protección.
- Por otro lado, se comparte el objetivo de la CE de establecer un marco de información sobre productos que permita una comparación sobre los mismos pero se es escéptico sobre la posibilidad real de que los diferentes productos definidos como PRIPs puedan acomodarse a un formato tan estandarizado como el KII (cuya definición, referida únicamente a los fondos de inversión armonizados ha sido bastante ardua para poder dar cabida a todos los tipos de UCITS).

Sí se recoge con satisfacción por la industria que el marco regulatorio elegido para las normas de conducta en la venta sea la MiFID y, en ese sen-

tido se pide convergencia en la regulación para no duplicar procesos.

5. PROPUESTA DE REVISIÓN

En Diciembre de 2010, la Comisión Europea publicó una consulta sobre la MiFID, tras recibir el asesoramiento técnico del CESR, para el que éste llevó a cabo una serie de consultas⁹ a las que la industria siempre ha dado amplia respuesta dada la preocupación que despierta en el sector la revisión de una Directiva que tanto esfuerzo y recursos humanos y materiales costó poner en marcha.

Tras este proceso de consulta, con fecha 20 de octubre de 2011 la Comisión Europea ha publicado su propuesta de revisión de la MiFID.

La propuesta regulatoria consta de dos partes:

Por un lado, se propone un Reglamento con los nuevos requisitos en relación a la provisión de transparencia al público, información sobre transacciones a las autoridades competentes, requisitos para autorización y funcionamiento a los proveedores de *data services*, la obligada negociación de derivados en mercados organizados y actuaciones específicas de su supervisión.

Por otro lado, se propone una Directiva que será la que modifique los requisitos para la prestación de servicios de inversión, las excepciones para no aplicar la Directiva, los requisitos organizativos y las normas de conducta para entidades que presten servicios de inversión y para mercados, las facultades de las autoridades y las normas aplicables a países terceros.

En relación a la propuesta de Directiva de la Comisión y en el ámbito al que se refiere el presente artículo, las novedades más relevantes son las siguientes:

⁹ CESR Technical Advice to the EC in the context of the MiFID review:

- Investor Protection and Intermediaries.
- Equity Markets.
- Transaction reporting.



Ámbito de aplicación

Se establece que los depósitos estructurados, definidos según la regulación de PRIPs, quedan sujetos a la MiFID. Siendo éste uno de los aspectos de la reforma que la industria ya tenía descontado como consecuencia de todas las iniciativas que han surgido en torno a los productos para minoristas, queda pendiente por parte de la Comisión la elaboración de una definición clara de estos productos, pues no va a ser fácil en todos los casos tener clara la clasificación entre los depósitos que quedan incluidos en el ámbito de aplicación de la MiFID y los que no lo están.

Clasificación de clientes

En relación a la clasificación de clientes en minoristas, profesionales y contrapartes elegibles, la Comisión había manifestado en diversas ocasiones la posibilidad de establecer una nueva categoría, que se situaría entre los clientes minoristas y los profesionales.

Finalmente, la Comisión ha optado por mantener la clasificación actual en tres categorías, introduciendo como única modificación la exclusión de las autoridades locales o municipales de la categoría de contrapartes elegibles y su consideración como clientes profesionales.

Incentivos

Tras la controversia surgida con la normativa sobre incentivos desde el año 2007, la Comisión opta en su propuesta por la prohibición total de la recepción de incentivos (definidos como comisiones o cualquier beneficio monetario procedente de un tercero), en el caso de prestación de servicio de asesoramiento «de manera independiente» y en todo caso, en la prestación del servicio de gestión de carteras.

Sin duda, esta novedad, la prohibición de percibir incentivos como consecuencia de la prestación del servicio de gestión de carteras es la novedad de mayor impacto en el ámbito de los incen-

tivos. El volumen de las carteras gestionadas en régimen de «arquitectura abierta»¹⁰ es más que considerable en el mercado financiero español. La prohibición de percibir incentivos por parte del tercero, implica, por un lado, la no operatividad de este modelo y, por tanto, la brusca reducción del universo de productos sobre los que se va prestar el servicio.

En relación a este impacto sobre el modelo de arquitectura abierta, cabe recordar aquí la positiva valoración que hacía CESR sobre la puesta a disposición de productos en el documento emitido en mayo de 2007 conteniendo recomendaciones sobre incentivos. En dicho documento CESR hacía la siguiente precisión sobre el aumento en la calidad del servicio: «en ausencia de pago por parte del proveedor del producto o emisor, este servicio probablemente no será prestado, por lo que en la distribución de instrumentos financieros los pagos deberán verse como diseñados para mejorar la calidad del servicio al cliente al permitir que el servicio de inversión se preste sobre una gama más amplia de productos».

Con respecto al impacto de la prohibición en el caso del servicio de asesoramiento, la clave está en la interpretación de lo que es «de manera independiente». Si realmente lo que quiere decir es, asesoramiento prestado por persona/entidades totalmente ajenos a la emisión de productos financieros, el impacto no sería tan amplio como en el caso del servicio de gestión de carteras, quedando pendiente de determinar la situación de las entidades que prestan el servicio de asesoramiento sobre productos emitidos por ellas y por otras entidades.

Se valora muy positivamente, el hecho de que la normativa se refiere en esta ocasión únicamente a beneficios monetarios y no como la anterior

¹⁰ Se conoce como «arquitectura abierta» la distribución por parte de un intermediario de productos, fondos de inversión, de diferentes emisores, gestoras. En España es muy común el modelo «mixto» en el que los distribuidores ponen a disposición de los clientes no sólo fondos de inversión de su grupo, sino también de otras gestoras, en su mayoría gestoras extranjeras, a las que los clientes no tendrían fácil acceso de otra manera.



que incluía los beneficios no monetarios, cuestión que ha planteado infinitas complicaciones.

Por último, es de destacar que no se imponen limitaciones a la percepción de incentivos en el caso de los restantes servicios de inversión.

Asesoramiento en materia de inversión

En relación a la prestación del servicio de asesoramiento, la propuesta de Directiva incorpora una carga considerable de nuevas obligaciones.

Entre las de mayor impacto cabe destacar, la obligación de la entidad de informar al cliente del mayor o menor análisis del mercado realizado para la prestación del servicio, o la obligación de establecer a priori si la prestación del servicio va a ser realizada de forma continuada. Se establece, por otro lado, la obligación de informar al cliente de manera periódica cómo el asesoramiento prestado sigue correspondiendo a las circunstancias específicas del cliente.

La consecuencia más directa de estas nuevas obligaciones de información es el aumento del coste de la prestación del servicio, lo que deberá ser compensado con una mayor repercusión del mismo al cliente y una consiguiente elevación de las tarifas. En el caso español este efecto se verá agravado por la interpretación extensiva que de la prestación del servicio de asesoramiento hace el supervisor.

En un contexto en el que tanto entidades como autoridades reguladoras y supervisoras han llegado al convencimiento de que los inversores reciben tal cantidad de información que en lugar de una mayor protección al cliente se podría estar consiguiendo el efecto contrario (convencimiento que ha llevado, por ejemplo, al rediseño del folleto simplificado para fondos de inversión y su sustitución por el KII), es el momento de recapacitar si un cliente minorista puede asumir este volumen de información y si va a producir un impacto real en su mejor percepción de los productos y servicios financieros.

A este respecto, conviene mencionar el trabajo llevado a cabo por IOSCO en la realización de su documento «Point of Sale Disclosure».

Como el mismo IOSCO explica en su documento, en relación a la información que los inversores minoristas dicen necesitar a la hora de decidir realizar una inversión o no, se encuentra la relativa a lo que pueden ganar, lo que pueden perder (riesgos) y cuanto les va a costar.

Parece evidente que la información que la nueva MiFID impone a las entidades en el caso de la prestación del servicio de asesoramiento, va mucho más allá que la identificación que ha hecho IOSCO como información relevante para los inversores.

Productos complejos y no complejos

En la definición de productos como complejos o no complejos, frente a la Directiva anterior, en que la definición de complejo o no complejo dependía de la existencia de tres circunstancias (ya mencionadas), ahora se opta por una lista brevísima de instrumentos. Así son productos sobre los que se puede prestar el servicio de sólo ejecución al ser considerados como no complejos:

1. Acciones admitidas a negociación en un mercado regulado, o MTF y excluidas acciones de instituciones de inversión colectiva no-UCITS.
2. Bonos u otras formas de deuda titulizada, admitidas a negociación en un mercado regulado o MTF, excluidos aquellos que conllevan un derivado o estructura que dificulte al cliente la comprensión del riesgo admitido.
3. Instrumentos de mercado monetario.
4. Acciones y participaciones en instituciones de inversión colectiva UCITS, excluidos los fondos estructurados.
5. Otros instrumentos financieros no complejos.

Además deberán cumplirse las condiciones de prestarse el servicio a iniciativa del cliente, de que no se preste en combinación con el servicio auxiliar de concesión de créditos o préstamos y de que el cliente deberá ser informado de manera contrastable de que no ha sido realizado el test de



conveniencia y, por lo tanto, de que no goza de dicha protección.

Sin perjuicio del posterior desarrollo que se dé, previsiblemente por ESMA, al desarrollo de la categoría «otros instrumentos financieros no complejos» ha quedado recogida en la propuesta de Directiva la voluntad manifestada por las autoridades en múltiples ocasiones de restringir la prestación del servicio de sólo ejecución a un número reducido de instrumentos financieros, quedando ampliada la aplicación del test de conveniencia a la prestación de la mayor parte de los servicios de inversión, salvo aquellos casos en los que haya que aplicar el test de idoneidad.

6. CONCLUSIONES

Desde el nacimiento de la MiFID en el año 2007, uno de los objetivos buscados ha sido el aumento en la protección del inversor. Esta búsqueda del aumento en la protección del inversor tuvo reflejo en una extensa regulación en áreas concretas, en especial: incentivos, asesoramiento en materia de inversión y productos complejos y no complejos.

Transcurridos tres años de la entrada en vigor de la MiFID, años protagonizados por la mayor crisis financiera internacional ocurrida, la Comisión Europea plantea la necesidad de revisar la Directiva pues considera que alguno de los objetivos buscados no se han conseguido. La revisión que la Comisión propone es de tal alcance que ya se conoce como «MIFID II».

En el área de protección del inversor las novedades se centran en dos direcciones:

Por un lado, se aumenta considerablemente la información que los clientes van a recibir en relación a la prestación de determinados servicios, en especial en relación al servicio de asesoramiento, tanto al comienzo de la prestación del mismo, como de forma continuada mientras dure la prestación del mismo.

Por otro lado, se limitan los productos sobre los que se prestan los servicios de inversión, bien de forma directa como en el caso de «sólo ejecución» o de forma indirecta, como es el caso de la prohibición de los incentivos en relación con el servicio de gestión de carteras y su impacto en el modelo de arquitectura abierta.

Es el momento de hacer una reflexión sobre si todas estas nuevas obligaciones y limitaciones van a tener un reflejo en el efectivo aumento de la protección del inversor, o si, por el contrario, se está yendo hacia un modelo en el que, dado el volumen y dificultad de la información a recibir y el aumento del coste en la prestación de los servicios, éstos van a quedar limitados para un grupo reducido de clientes, clientes con mayores patrimonios y mayores conocimientos sobre el mercado.

En este modelo, las posibilidades de inversión para los clientes que mayor protección necesitan quedarían limitadas a un grupo reducido de productos, con menores posibilidades de personalización y sin que pudieran beneficiarse de las innovaciones que surgieran en el ámbito de la prestación de servicios de inversión.



LA FRAGMENTACIÓN DE LOS MERCADOS. LA NUEVA FIGURA DE LOS ORGANISED TRADING FACILITY (OTFs) PARA PRODUCTOS DERIVADOS OTC Y OTROS ACTIVOS FINANCIEROS

Antonio Mas Sirvent
(CNMV)

INTRODUCCIÓN

La crisis financiera de 2008 reflejó una muy significativa falta de conocimiento sobre las transacciones de productos financieros derivados efectuadas fuera de las plataformas de negociación reguladas (en adelante: derivados OTC) por los participantes en los mercados y por los supervisores. La quiebra de Lehman Brothers y el rescate de la aseguradora AIG, así como de Fannie Mae y Freddie Mac pusieron de manifiesto la opacidad de los tipos de contratos derivados financieros negociados OTC, de los volúmenes ejecutados y de los riesgos soportados. Por ello la cumbre del G20 de Pittsburgh, celebrada los días 24 y 25 de septiembre de 2009, acordó que «todos los contratos derivados estandarizados OTC deberían ser negociados en mercados o plataformas electrónicas de negociación, cuando fuera apropiado, y compensados en cámaras de contrapartida central antes de fin del 2012 como máximo. Los contratos que no se compensen en cámaras deberán estar sujetos a mayores requerimientos de capital». Con esta medida el G20 persigue mejorar la transparencia en los mercados de derivados, aumentar la protección contra malas prácticas en los mercados (abuso de mercado) y disminuir el riesgo sistémico¹.

El requerimiento del G20 de septiembre 2009 está siendo concretado en bastantes jurisdicciones. Las propuestas más significativas a nuestros efectos son las efectuadas por la Comisión Europea y por los Estados Unidos. Hasta la fecha, sólo los EEUU han emitido una norma que obliga a la negociación de los derivados OTC en plataformas electrónicas si son elegibles para ser compensados por una cámara de contrapartida. La Dodd-Frank², ratificada en julio 2010 por el presidente Obama, establece el marco legal para la puesta en práctica del mandato del G20. Esta norma requiere que la negociación de derivados elegibles se realice en los mercados regulados o en los denominados Swap Execution Facilities (SEF). Sin embargo la Dodd-Frank, en este ámbito, remite a un desarrollo posterior por la Securities and Exchange Commission (SEC), el supervisor y regulador de los mercados de valores de los EEUU y por la Commodities Futures Trading Commission (CFTC), regulador y supervisor americano de los mercados de contado y derivados sobre materias primas e índices financieros. Ambas agencias tenían como límite el 20 de julio de 2011 para publicar la normativa que desarrolla los SEF, pero las observaciones recibidas y otras cargas de trabajo lo han impedido por ahora.

¹ http://www.g20.org/Documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf

² <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>



En la UE las propuestas se encuentran un poco más retrasadas. La UE publicó en diciembre 2010 una consulta para la reforma de la MiFID³ donde se incluye una figura que daría cumplimiento al mandato del G20 en lo relativo a la negociación. El 20 de octubre de 2011 la Comisión ha remitido su propuesta legislativa al Consejo y al Parlamento de la Unión Europea. Esta nueva figura son los denominados Organised Trading Facilities (OTF). Con su introducción se intentan dar respuesta tanto a la preocupación del G20 en lo relativo a la negociación de derivados OTC, como a la proliferación de otras plataformas de negociación sobre acciones y otros activos financieros, no adecuadamente incluidas en la previa clasificación de la MIFID.

A través de los OTF, la Comisión Europea intenta aumentar la transparencia de una serie de actividades de intermediación, por ahora opacas o sobre las que hay poca información, que son inherentes a los mercados, especialmente sobre productos derivados y de renta fija, pero también en los de acciones. Esta situación ocurre en todo mercado, incluso en aquellos en los que existieron unas muy exigentes reglas de concentración que obligaban a que toda transacción se hiciera en un único mercado. Desde siempre, la intermediación de transacciones de grandes volúmenes o de productos poco estandarizados se ha gestionado al margen de los mercados tradicionales con el fin de que el iniciador de la transacción logre el mejor precio. Sin embargo, el tamaño de esas operaciones denominadas de gran volumen en el mundo de renta variable está disminuyendo significativamente, así como el tamaño medio de las restantes operaciones. Ello perjudica la formación de los precios debido a que un mayor número de órdenes que habitualmente se dirigían a los mercados denominados transparentes se negocian en la actualidad en los mercados OTC.

La Comisión Europea considera que la figura de los OTF puede aumentar la transparencia de la negociación OTC. A su vez, los OTF tendrían la capacidad de incrementar la competencia entre plataformas de negociación pero como efecto

colateral podrían aumentar la fragmentación del mercado. La dicotomía fragmentación versus concentración es la misma que la dicotomía competencia versus monopolio. Durante bastante tiempo la concentración-monopolio de la negociación de productos financieros, especialmente sobre acciones, se ha sostenido por los reguladores, bajo la presunción de procurar una mejor protección de los inversores minoristas. Sin duda la competencia/ fragmentación genera una serie de problemas, exacerbados por los desarrollos tecnológicos, en la formación de precios, transparencia y protección de los inversores. Los reguladores europeos en la revisión de la MiFID proponen una serie de medidas para solucionarlos.

Los desarrollos tecnológicos y su impacto en la integridad de los mercados de valores ha sido objeto de gran preocupación entre los gobiernos de los países desarrollados y de los llamados mercados emergentes, así como entre los reguladores y supervisores de los mercados de valores. Por ello en la cumbre del G20 de Seúl, celebrada en noviembre 2010, se recoge como uno de los puntos del plan de acción de la cumbre la mejora de la integridad del mercado y su eficiencia, solicitando a «IOSCO⁴ que presente un informe al FSB⁵ con recomendaciones que promuevan la integridad de los mercados y su eficiencia para mitigar los riesgos que los últimos avances tecnológicos generan en el sistema financiero»⁶.

Antes de analizar las nuevas estructuras de negociación (SEF y OTF) propuestos en ambos lados del Atlántico, los problemas que la competencia/fragmentación generan y como son abordados por los reguladores, es necesario tener en cuenta los estándares/recomendaciones elaborados por el FSB y IOSCO con el fin de concretar los mandatos del G20 en relación a las plataformas para la negociación de derivados así como sus recomendaciones sobre el impacto de los desarrollos tecnológicos en la integridad de los mercados de valores.

⁴ Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO).

⁵ Financial Stability Board (FSB).

⁶ http://www.g20.org/Documents2010/11/seoulsummit_declaration.pdf

³ Directiva sobre Mercados de instrumentos financieros (Markets in Financial Instruments Directive).



ESTÁNDARES INTERNACIONALES SOBRE PLATAFORMAS DE NEGOCIACIÓN DE DERIVADOS OTC

El G20, en junio de 2010, volvió a reiterar su compromiso de aumentar la transparencia de los mercados de derivados OTC y disminuir sus riesgos requiriendo que los principales organismos trabajen de una manera coordinada. Fruto de estas intenciones, el FSB organizó un Grupo de Trabajo sobre Derivados OTC compuesto por IOSCO, el Comité sobre Pagos y Sistemas de Liquidación (dependiente del Comité de Bancos Centrales de Basilea) y la Comisión Europea con la finalidad de emitir recomendaciones sobre la mejor manera de llevar a la práctica el mandato del G20.

El Grupo de Trabajo sobre Derivados OTC emitió un informe con 21 recomendaciones que fue aprobado por el FSB en Octubre de 2010⁷. Las propuestas abarcan la estandarización de los derivados OTC, su liquidación a través de la interposición de las Cámaras de Contrapartida Central y, cuando no puedan ser novados y compensados centralizadamente, su comunicación a los denominados Registros de Transacciones (Trade Repositories) y, por supuesto, la recomendación sobre la negociación en plataformas electrónicas. Más específicamente, el informe requería a IOSCO a realizar un detallado análisis de las ventajas e inconvenientes de la negociación organizada de los derivados OTC y los distintos modelos de negociación en los que se podrían concretar.

IOSCO publicó su informe sobre negociación de derivados OTC en febrero de 2011⁸. Después de un detallado análisis de costes y beneficios, bondades y desventajas el informe concluye que es apropiado «negociar derivados estandarizados con un adecuado grado de liquidez en mercados o plataformas electrónicas, siempre que exista una aproximación flexible a la calificación de esas plataformas como mercados o plataformas electrónicas». En su informe IOSCO establece que no se

puede limitar el concepto «mercado o plataformas de negociación electrónica» a un único sistema de negociación o modelo sino que pueden coexistir una gran variedad de plataformas que se pueden considerar como organizadas si cumplen una serie de características. IOSCO ha identificado siete:

1. El registro de la plataforma en una autoridad supervisora competente, incluyendo requisitos relativos a los recursos financieros y su capacidad operativa;
2. Permitir el acceso a los participantes sobre la base de criterios objetivos y razonables que se apliquen de manera imparcial y no discriminatoria;
3. Ofrecer un nivel de transparencia pre y post negociación, que sean apropiados a la naturaleza y liquidez de los productos y las funcionalidades que ofrece la plataforma;
4. La eficiencia y fortaleza operativa incluyendo vínculos apropiados a las infraestructuras de post-contratación y las medidas para manejar una posible caída del sistema informático de la plataforma;
5. Constante y activa vigilancia del mercado, incluyendo la capacidad de rastrear la negociación;
6. Contar con reglas transparentes que regulen el funcionamiento de la plataforma, y
7. Que las reglas no permitan al gestor de la plataforma discriminar entre participantes comparables, en relación con la interacción de sus intereses de compra y venta dentro del sistema, ya sea éste totalmente electrónico o híbrido (telefónico e informático).

Por otra parte IOSCO ha señalado otra característica que se podría tener en cuenta, pero sobre la que sus miembros no han llegado a un acuerdo, pues para algunos su coste no compensa el posible beneficio. En concreto se trata de:

- La capacidad de los participantes de la plataforma de solicitar precios y negociar con varios proveedores de liquidez (multi dealer platform) dentro de la misma plataforma. Esta característica está asociada a modelos de plataforma que cuentan con varios proveedores de liquidez (market maker) frente a las plataformas con un único proveedor de liquidez.

⁷ Implementing OTC Derivatives Market Reform, FSB, octubre 2010: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101025.pdf

⁸ <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD345.pdf>



Los diferentes posicionamientos de los miembros de IOSCO no han permitido que esta recomendación se termine de adoptar por la organización. Algunos supervisores de valores sostienen que una plataforma que ofrezca un único market maker (single-dealer) podría ser reconocida como plataforma organizada ya que la liquidez podrá ser similar al de la clase multi proveedor y el modelo de negocio puede ser diseñado de tal manera que no conculque los principios de no discriminación, evitar los conflictos de interés y transparencia. El FSB ha solicitado a IOSCO que continúe con los trabajos para alcanzar un criterio común sobre este particular. Sin embargo, IOSCO ante la falta de acuerdo entre sus miembros, ha emitido un nuevo informe en enero 2012 donde presenta las diferentes características de plataformas multi o single dealer, así como los problemas regulatorios a los que se enfrentan ambos modelos.

ESTÁNDARES INTERNACIONALES SOBRE EL IMPACTO DE LAS NUEVAS TECNOLOGÍAS EN LA INTEGRIDAD DEL MERCADO

Las nuevas tecnologías aplicadas a los mercados de valores permiten, entre otros aspectos, la creación de nuevas plataformas y formas de negociación en los mercados. Dentro de estas nuevas formas se encuentra el acceso electrónico directo de los inversores a los mercados. A su vez una categoría significativa de esta clase de inversores son los negociadores basados en algoritmos informáticos (algotraders) y como subconjunto muy importante los llamados negociadores de alta frecuencia (High Frequency Traders-HTFs). La proliferación de nuevas formas de contratar en los mercados afecta a su integridad, es decir, plantea en qué medida estas formas de operar son adecuadas y ordenadas de tal manera que no disminuya la confianza de los demás participantes en los mercados de valores. Los nuevos sistemas usados para operar también afectan a la eficiencia del mercado al poner en duda si los precios de los valores reflejan toda la información disponible en cada momento, especialmente la relativa a la oferta y demanda de valores.

Dada la preocupación sobre el impacto de las nuevas tecnologías en los mercados de valores en su reunión de Seúl (noviembre 2010) el G20 solicitó a IOSCO que presentase al FSB un informe con recomendaciones que promuevan la integridad de los mercados y su eficiencia para mitigar los riesgos que para el sistema financiero suponen los últimos avances tecnológicos. IOSCO ha publicado su informe, del que se recogen las recomendaciones siguientes que afectan a cualquier plataforma de negociación y a sus operadores:

«Primera recomendación: los reguladores deberán requerir que los gestores de las plataformas de negociación permitan un acceso a sus mercados, productos y servicios asociados, justo, ordenado y no discriminatorio.

Segunda recomendación: los reguladores intentarán asegurar que las plataformas de negociación tengan mecanismos de control de la negociación adecuados (como: suspensiones de la negociación; interrupciones por volatilidad, controles sobre límites al alza y a la baja, etc.) para afrontar condiciones inestables de los mercados...».⁹

En su informe IOSCO no hace distinción entre plataformas de negociación, tratando igual a mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación (SMN) y cualquier otro medio de negociación que, principalmente, se base en sistemas electrónicos. La razón de ello radica en que la tecnología ha eliminado la distinción que el regulador y los inversores hacían entre las habituales categorías de plataformas (mercados regulados, SMN, y otras). Otro rasgo a destacar que se infiere de las recomendaciones de IOSCO es que los desarrollos tecnológicos permiten que todas las plataformas adopten mecanismos para promover y mantener la integridad del mercado como las denominadas «paradas por volatilidad», controles sobre límites, etc. Ello es crucial para que los inversores no pierdan la confianza en los merca-

⁹ Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency; 20 octubre 2011. No se incluyen las demás recomendaciones por dirigirse a los miembros de esas plataformas.



dos transparentes e intenten refugiarse en los opacos (dark pools).

IOSCO incluye también como rasgo la no discriminación de acceso a sus productos, mercados y servicios. Esta recomendación se incluye tanto en este informe como en el previamente comentado. El concepto «no discriminación» ha sido debatido por el European Securities Markets Expert Group (ESME)¹⁰ en su informe a la Comisión Europea sobre la MiFID. En este informe ESME considera que la regla sobre no discriminación se puede construir aplicándose sólo respecto de aquellos inversores y participantes que cumplan los requisitos de acceso y obtengan la autorización para acceder a la plataforma. En la misma línea, el informe de IOSCO resalta que en «algunas jurisdicciones el término no discriminatorio significa razonablemente discriminatorio»¹¹. Por último, en relación con el alcance del concepto «no discriminación» debe mencionarse que la característica número siete del informe de IOSCO previamente mencionado, incluye una nueva perspectiva cuando promueve la no discriminación entre inversores *comparables*, es decir, que las plataformas puedan discriminar en función de la tipología de clientes. Por tanto, el concepto «acceso no discriminatorio» podría ser interpretado de una manera flexible.

Hay que destacar la coincidencia temporal y de participantes en la elaboración de los principios de IOSCO y de la regulación americana y europea. Así, mientras IOSCO elaboraba estas recomendaciones en un grupo de trabajo que contaba con la SEC, CFTC y la Unión Europea (este último sólo en el trabajo sobre OTC derivatives), la Cámara de representantes de los EEUU

¹⁰ ESME: «European Securities Markets Expert Group» provee asesoramiento legal y económico a la Comisión Europea en la aplicación de las Directivas sobre los mercados de valores de la UE. ESMA fue creado por la Decisión de la Comisión 2006/288/EC de 30 marzo 2006 (OJ L 106, 19.4.2006, p.14). ESME: Fact finding regarding the developments of certain aspects of pre-trade transparency in equities under MiFID. 27 julio 2009.

¹¹ Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency; octubre 2011. Página 60.

y los servicios de la Comisión Europea preparaban a su vez la normativa que permita cumplir con los mandatos del G20. En efecto, el 21 de julio de 2010 el Presidente Obama firmaba la Ley Dodd-Frank que crea la figura de los SEF. Por su parte, la UE publicaba el 8 de diciembre de 2010 una consulta para la modificación de la MIFID que promueve la figura de los «Organised Trading Facilities» y la concretaba en su propuesta normativa del 21 de octubre de 2011.

En resumen, IOSCO en sus dos documentos sobre la negociación de derivados OTC en mercados y plataformas electrónicas y en el relativo al impacto de las nuevas tecnologías en los mercados, propone que las plataformas de negociación estén registradas, no sean discriminatorias (entendida de una manera flexible), tengan mecanismos adecuados de control de la negociación, que sean transparentes según las necesidades y sean capaces de afrontar las exigencias tecnológicas de los participantes.

LA REGULACIÓN SOBRE LA NEGOCIACIÓN DE LOS DERIVADOS OTC EN EEUU

LA LEY DODD-FRANK

La negociación sobre derivados OTC en los EEUU está regulada en la ley Dodd-Frank, que agrupa los derivados OTC bajo el término «swap» y que exige que en «las transacciones sobre swaps sujetos a compensación (a través de cámaras)... las contrapartidas deberán: (i) ejecutar la transacción en un mercado regulado, o (ii) ejecutar la transacción en un Swap Execution Facility»¹². Los SEF deben estar registrados en la CFTC o la SEC (en el caso de swaps cuyo subyacente sean valores). No obstante los SEF pueden estar exceptuados de registro si están sujetos a una supervisión y regulación comparable.

Posteriormente, la Dodd Frank define los Swap Execution Facility como un sistema de nego-

¹² <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>



ciación o plataforma en la que múltiples participantes tienen la capacidad de negociar swaps a través de la aceptación de ofertas de compra o venta realizadas por varios participantes en el sistema, a través de cualquier medio de comercio interestatal, incluyendo cualquier sistema de negociación, que: (A) facilite la ejecución de los swaps entre las personas; y (B) no sea un mercado regulado. Además la Dodd-Frank exige un conjunto de requisitos a las SEF similares a las propuestas por IOSCO mencionadas en los apartados anteriores.

Desarrollos reglamentarios de la SEC y la CFTC

Sin embargo, la Dodd-Frank remite a la CFTC y a la SEC la concreción de esas características. La CFTC sometió a consulta pública sus propuestas el 7 de enero de 2011 y la SEC lo hizo el 2 de febrero de 2011. De las propuestas de la SEC y de la CFTC destaca una diferencia relativa al sistema de negociación. Ambos proponen que el sistema de negociación se pueda basar en un libro informático de órdenes (como el mercado electrónico español de renta variable) o en un sistema de solicitudes de cotización. En este último caso la SEC considera suficiente que la solicitud de cotización se realice a un solo participante de la plataforma mientras que la CFTC requiere un mínimo de cinco. La propuesta de la SEC está siendo contestada en el Congreso de los EEUU como no equilibrada. Es de resaltar que ni la SEC ni la CFTC permiten que los SEF cuenten solo con un proveedor de liquidez (single dealer platform).

En relación al posible impacto o arbitraje regulatorio entre mercados regulados y los nuevos SEF y por tanto respecto a la fragmentación, hay que destacar que la CFTC ha propuesto una serie de exigencias más estrictas a los SEF que las demandadas a los mercados regulados. Así por ejemplo: 1) se limita a los SEF la posibilidad de externalizar la supervisión de la negociación; 2) aunque se permite que un tercero asista a un SEF en la función de cumplimiento normativo, cada SEF es responsable de supervisar el incumplimiento de

las normas de negociación¹³; y 3) se requiere que los SEF tengan en todo momento un volumen de recursos propios equivalentes a un año de gastos operativos. Esta última propuesta, se debe comparar con el requerimiento que la mayoría de las regulaciones exigen a los mercados organizados de mantener unos recursos suficientes respecto a sus gastos operativos pero sin concretar el plazo a cubrir (aunque habitualmente es de tres a seis meses)¹⁴.

La regulación sobre la negociación de los derivados OTC en la UE

En la consulta de la Comisión efectuada el 8 de diciembre de 2010 sobre la reforma de la MiFID se señala que el consenso bajo el G20 para hacer frente a la parte menos regulada y opaca del sistema financiero requiere una significativa ampliación de la MiFID, en áreas tales como la organización, transparencia y supervisión de varios segmentos del mercado, especialmente en aquellos donde se negocian productos derivados (OTC)¹⁵.

La MiFID ha sido ampliamente criticada por los mercados regulados ya que permitió la entrada de nuevos competidores bajo un régimen de exigencias distintas al de aquéllos. La consulta de la Comisión Europea no hace mención a esas críticas pero sí hace referencia a la necesidad de actualizar la MiFID debido a las nuevas alternativas de negociación, los rápidos desarrollos tecnológicos y la creciente importancia de la negociación OTC. Para hacer frente a los cambios tecnológicos, a la evolución de las prácticas en la negociación en los mercados y mitigar el perjudicial

¹³ Párrafo 37.203 (b) COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION 17 CFR Part 37 RIN Number 3038-AD18 Core Principles and Other Requirements for Swap Execution Facilities.

¹⁴ Core principle 13. COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION 17 CFR Part 37 RIN Number 3038-AD18 Core Principles and Other Requirements for Swap Execution Facilities.

¹⁵ Public Consultation Review of the Markets in Financial Instruments Directive 08.12.2010 section 2.



arbitraje regulatorio, la Comisión propone incluir una nueva categoría de mercado para regular adecuadamente la negociación que se está realizando fuera del actual conjunto de plataformas de negociación definidas en la MiFID¹⁶: los sistemas organizados de negociación (Organised Trading Facilities). Según la consulta de la Comisión, los OTF podrán contar con sub-segmentos a los que se les pueden exigir diferentes requisitos bajo un régimen lo suficientemente flexible como para dar rápida respuesta a los constantes cambios en el ámbito de las plataformas de negociación. El texto de reforma de la MiFID presentada por la Comisión Europea el 20 de octubre de 2011 permitiría articular esta flexibilidad.

Para cumplir el mandato del G20 de exigir la negociación electrónica de la mayoría de instrumentos derivados, la Comisión propone que su negociación se realice en:

- a) Los mercados regulados;
- b) SMN, o
- c) Un subconjunto específico de OTF

La creación de los OTF como una nueva y amplia categoría de sistemas de negociación reconfigura el mapa de plataformas de negociación en la MiFID que pasaría a contar con las siguientes figuras: Mercados Regulados; Sistemas Multilaterales de Negociación; y OTF. La propuesta de la Comisión considera que los Internalizadores sistemáticos no son plataformas de negociación ya que no casan órdenes de terceros entre esos terceros sino que la compra/venta se realiza contra la cuenta propia del Internalizador.

La Comisión Europea define los OTF como sistemas de negociación distintos de los mercados regulados o SMN, gestionados por una empresa de inversión o por una sociedad gestora de mercados, en el que pueden confluir distintas órdenes de compra y venta procedentes de múltiples contrapartes, resultando en contratos de compraventa. De acuerdo con la propuesta de modificación de la MiFID, los OTF serían sistemas de negocia-

ción de carácter multilateral, que pueden ser discrecionales o no discrecionales según tengan capacidad o no de rechazar participantes.

De esta definición de OTF se excluye a la pura negociación OTC (negociación bilateral efectuada ad-hoc fuera de cualquier plataforma de negociación) y a los sistemas que canalizan órdenes para su posterior ejecución en cualquier plataforma de negociación (denominados sistemas de routing de órdenes). En la propuesta de reglamento sobre Mercados de instrumentos financieros (MiFIR), que la Comisión acompaña a la propuesta de reforma de la MiFID, se deduce (considerando 7) que los OTF tendrían inicialmente dos sub-segmentos: los que negocian derivados OTC y los Broker Crossing Systems¹⁷.

Los requisitos exigidos a los OTF que la Comisión Europea recoge en su propuesta son:

1. La empresa de inversión u operador del mercado debe hacer una solicitud de autorización a la autoridad competente que incluya una descripción de la facilidad o del sistema de negociación, incorporando, al menos, los detalles de las operaciones que pueden ser ejecutadas en el sistema, la gama de instrumentos financieros que cubre, la metodología de negociación, y los acuerdos sobre compensación y liquidación. En su notificación deberá explicar por qué razón su servicio no se corresponde y no puede prestarse a través de los Mercados regulados, SMN o de un Internalizador sistemático;
2. La autoridad competente notificará la autorización a la Autoridad Europea de

¹⁶ Public Consultation Review of the Markets in Financial Instruments Directive 08.12.2010 section 2.2 página 9.

¹⁷ Un broker crossing system (BCS) es un sistema que facilita la ejecución de órdenes de clientes entre ellos o contra el propio gestor si lo autoriza el cliente. Si la orden del cliente no es ejecutada internamente la orden se canaliza a otra plataforma de negociación, habitualmente un Mercado Regulado o un SMN. Esta definición mas detallada contrasta con la finalmente dada en la propuesta de Directiva presentada por la Comisión que dice: los BCS pueden ser descritos como sistemas internos electrónicos de case operados por una empresa de servicios de inversión que ejecuta órdenes de clientes contra otras órdenes de clientes. Por tanto hay una cierta indefinición sobre si el Broker puede interponerse momentáneamente (por ejemplo: para así proteger la confidencialidad de las partes por motivos comerciales u otros).

Mercados (ESMA) quien a su vez mantendrá una lista completa de todos los OTFs y publicará los detalles de cada uno de ellos en su sitio web;

3. La publicación de reglas claras sobre el acceso al sistema de negociación;
4. La adopción de medidas claras y eficaces para la identificación y gestión de los conflictos de interés que pudieran derivarse de la gestión del OTF; el operador del OTF no puede actuar como contrapartida en el OTF ni puede negociar contra otros OTF;
5. La adopción de acuerdos para la adecuada gestión de las operaciones técnicas del sistema incluyendo el establecimiento de planes de contingencia eficaces para hacer frente a posibles perturbaciones de los sistemas;
6. El control de todas las operaciones que tienen lugar en el OTF con el fin de identificar las conductas de abuso de mercado;
7. El operador del OTF en su relación con los clientes usuarios de su plataforma está sujeto a los principios de protección del inversor, código de conducta y mejor ejecución;
8. El cumplimiento de las instrucciones de la autoridad competente para suspender o excluir un instrumento financiero de la negociación;
9. En el caso de que permita negociación algorítmica, deberá incluir los controles exigidos por la MiFID¹⁸.

En la consulta pública se preveían unas condiciones «extras» para el sub-segmento de los OTF en los que se negocien derivados OTC, ya que debían contar con unos estrictos requisitos de transparencia sobre la negociación. Sin embargo, en la propuesta del 20 de octubre de 2011, la Comisión abandona su idea previa y exige el mismo nivel de transparencia a cualquier clase de

OTF. Por tanto, ya no se requiere incluir un detalle de requisitos que cumpla con los estándares internacionales para este sub-segmento¹⁹. Además la Comisión Europea en su consulta proponía que si un OTF (sea sobre derivados u otros productos) alcanza un determinado volumen de negociación se deberá convertir en un SMN. Esta cláusula tampoco es ya necesaria ya que la propuesta de MIFID requiere a los OTF el mismo grado de transparencia que a los SMN.

La aprobación del Consejo y Parlamento de la Unión Europea de la propuesta de la Comisión sobre la creación del sub-segmento de OTF para derivados OTC supondría que la UE tuviera un marco legal que cumpliría con las recomendaciones de IOSCO²⁰ y el mandato del G20. No obstante si los requerimientos son finalmente los mismos que los incorporados en la propuesta, los OTF de la UE tendrían varias desviaciones respecto a los SEF. Por una parte podría ser más económico establecer un OTF para derivados que un SEF, al ser la exigencia de recursos propios mayor en estos que en aquellos, pero por otro lado a los OTF que permitan una negociación algorítmica se les exige contar con los recursos y sistemas de control suficientes para soportar alteraciones significativas de precios y gran número de operaciones/órdenes. Por tanto es probable que estos tipos de OTF deban contar finalmente con unos recursos de capital significativos. Por otra parte no es de extrañar que la SEC y la CFTC impongan esta misma exigencia a los SEF que permitan la negociación algorítmica.

Por último, en relación a la Dodd-Frank, la figura inicialmente diseñada por la Comisión

¹⁸ El artículo 51 incluye los controles que un mercado regulado debe aplicar a la negociación algorítmica; los artículos 19 y 20, sobre SMN y OTF, indican que se les aplica el artículo 51 si sus sistemas permiten ese tipo de negociación.

¹⁹ En la consulta pública del 8 de diciembre de 2010 la Comisión proponía como requisitos para los OTFs dedicados a la negociación de derivados los siguientes: 1) Proporcionar un acceso no discriminatorio multilateral a su sistema de negociación; 2) Sujetarse a los niveles de transparencia sobre órdenes y sobre negociaciones requeridos por la MiFID; 3) Suministrar todos los datos sobre las transacciones a los registros de transacciones (Trade Repositories).

²⁰ La única cuestión abierta es el concepto «acceso no discriminatorio». Este concepto puede ser interpretado, como se ha visto anteriormente, como no discriminatorio entre los inversores admitidos a la plataforma.



Europea de los OTF se diferencia de los SEF en que aquéllos pueden negociar toda clase de activos y permitirían discrecionalidad en la aceptación de clientes. El marco normativo de los OTF es lo suficientemente amplio como para abordar que mayoritariamente tanto la negociación OTC sobre acciones como sobre derivados.

Cabe la duda de si la Comisión Europea, al proponer una solución al mandato del G20 e incluir una nueva clase de mercado en la UE, va a generar una mayor fragmentación de los mercados europeos que pueda perjudicar a los inversores. Antes de analizar esta cuestión se expone brevemente un resumen de las contestaciones públicas de los principales supervisores de valores y gobiernos europeos a la consulta de la Comisión sobre la revisión de la MiFID²¹ en relación a los OTFs.

La opinión de los principales países europeos sobre los OTF

Diecisiete países europeos han publicado sus respuestas a la consulta sobre la revisión de la MiFID. En algunos casos hay una doble respuesta, la correspondiente al Ministerio de Finanzas y al supervisor de valores pero no se observan discrepancias significativas entre ambas respuestas.

El Ministerio de Finanzas Alemán y el Tesoro Inglés acogen positivamente la propuesta de una regulación más exigente sobre la negociación de derivados OTC. Sin embargo, se oponen a la creación de la figura de los OTF. En el caso de Alemania porque agravaría la actual fragmentación de los mercados. Para las autoridades inglesas no existe una causa que justifique su creación y no comparten los objetivos que se persiguen con su introducción, con excepción del establecimiento de OTF para la negociación de derivados OTC²².

²¹ La Comisión ha recibido 4.200 respuestas. De los principales mercados europeos no es pública la respuesta ni del gobierno ni del supervisor de valores italiano.

²² http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/mifid_en.htm German Ministry of Finance; Joint Response UK Treasury & FSA.

Además, las autoridades inglesas insisten en que las plataformas de negociación de derivados puedan contar con un solo proveedor de liquidez (un solo creador de mercado)²³. Por último, la FSA y el Tesoro inglés proponen que la figura del Broker Crossing System (sistemas de intermediación, gestionados por un intermediario financiero-BCS) tenga una regulación más exigente, ya que negocian un volumen significativo del total del mercado aunque sus requisitos no deberían llegar a ser comparables a los exigidos a los SMN.

Por su parte los supervisores de valores francés y español apoyan la creación de los OTF aunque con distinto alcance. Así, mientras la CNMV propone limitar la nueva figura a la negociación de valores ya admitidos en los Mercados Regulados y los Sistemas Multilaterales de Negociación para evitar dañar a los inversores minoristas, la comisión francesa (AMF) propone aumentar las exigencias sobre los SMN para diferenciarlos y evitar posibles confusiones con los OTF²⁴. Además la AMF recuerda que la figura de los Internalizadores sistemáticos no ha tenido éxito.

Por tanto parece que Alemania e Inglaterra, en el debate en el Consejo de la Unión para la tramitación normativa de la propuesta sobre la nueva MiFID, apoyarían los OTF para derivados e incluso se podría contemplar la posibilidad de que UK pudiera respaldar la figura de los OTF para dar cabida a los BCS. En el debate en el Consejo de la UE, España y Francia secundarían la creación de los OTF para toda clase de valores (en el caso español siempre que estén admitidos en otro mercado, salvo los derivados OTC).

Contando con esos respaldos es muy probable que la futura MiFID incorpore esta nueva clasifici-

²³ Hay que recordar que en IOSCO no se ha alcanzado un acuerdo sobre single vs multi dealer platform. En el papel de IOSCO no se indica qué miembros están a favor del single dealer pero la respuesta inglesa deja clara su postura. El debate entre plataformas con un único proveedor de liquidez y varios tiene otro componente ya que la SEC permite que aunque la plataforma tenga varios market makers un cliente pueda solicitar solamente cotización a un market maker. La CFTC requiere que la solicitud se dirija a al menos cinco.

²⁴ <https://circabc.europa.eu/faces/jsp/extension/wai/navigation/container.jsp> AMF y CNMV SPAIN.

cación de mercado, los OTF, donde se podrán negociar toda clase de valores y no sólo derivados. Ello plantea la cuestión de si los OTF van a fragmentar aún más los mercados de valores europeos (como las autoridades alemanas recogen en su respuesta a la Comisión). La preocupación es genuina, pues una de las mayores críticas que ha sufrido la actual MiFID es que la competencia entre plataformas de negociación ha conducido a una fragmentación del mercado, y no a una integración de los mismos. Para afrontar este problema es preciso analizar el paso de los mercados de valores centralizados, sustentado en su consideración de monopolios naturales, a la competencia entre ellos y sus efectos.

Del monopolio de los mercados regulados a la competencia entre plataformas de negociación

Históricamente las Bolsas se consideraron como los únicos centros de contratación y liquidación de las negociaciones sobre valores. Antaño los mercados de valores se basaban en mercados de viva voz por lo que requerían la confluencia física de compradores y vendedores en un único lugar²⁵. Además la liquidación de las operaciones en soporte papel requería que los valores confluyeran en los menores puntos posibles de distribución. Todo ello condujo a la creencia de que las bolsas eran monopolios naturales.

Un monopolio natural surge cuando una empresa puede producir un bien o prestar un servicio a un coste inferior al que se produciría o

prestaría en un mercado competitivo. Habitualmente, los monopolios naturales requieren unas necesidades muy elevadas de inversión inicial y de altos costes de mantenimiento, por lo que las barreras de entrada son muy altas. No hay un tamaño mínimo de la empresa que sea eficiente ya que para producir ese bien u ofertar ese servicio hay que incurrir en una inversión mínima cuantiosa, sea cual sea el tamaño del mercado. En los monopolios naturales, las economías de escala y las externalidades son muy significativas, los costes medios tienden a bajar según aumenta la producción de tal manera que el precio del bien o servicio tiende a bajar y los beneficios indirectos aumentan.

Las estructuras mutualistas de capital de la Bolsas, que han existido hasta finales del siglo pasado, estaban diseñadas para que esa reducción de costes se quedase entre sus mutualistas (los miembros de la bolsa) en vez de traspasarse a todos sus clientes. Los miembros se encargaban de devolver comisiones en función del flujo de órdenes y número de ejecuciones que los clientes efectuaban a través de ellos. Cuanto mayor número de transacciones tuviera una Bolsa menor coste por transacción y menor comisión a cobrar a los usuarios finales (efecto directo) y menor diferencial entre el precio de compra y venta –spread– (efecto indirecto). Todo ello repercutía en un efecto llamada y atraía nuevos participantes a dicha Bolsa (liquidez atrae liquidez).

Esta escuela de pensamiento impregnó a los reguladores y supervisores bursátiles que promovieron reglas de concentración de la liquidez impidiendo la negociación fuera de los mercados. En la aplicación de la teoría del monopolio natural ayudó mucho el cambio de modelo de negociación a finales de los ochenta y principios de los 90, cuando la mayoría de las bolsas del mundo pasaron de ser de viva voz a ser mercados electrónicos. El salto tecnológico requirió significativas inversiones, no solo en ordenadores y líneas de comunicación, sino también cambios en la estructura de participantes. Por ello, los gobiernos de algunos Estados Miembros de la UE, dadas las inversiones que requería la evolución a los mercados electrónicos, mantuvieron las reglas de con-

²⁵ La influencia de las reglas de los mercados de viva voz aún se deja sentir hoy en día en los mercados totalmente informatizados. Un ejemplo ha sido la argumentación usada por algunas Bolsas para inicialmente aceptar las «flash orders» que solamente eran visibles por algunos operadores y no por todos los participantes de ese mercado. Se esgrimía como argumento la similitud con la contratación de viva voz donde no todas las personas que estaban en un corro podían oír lo que gritaban los que se encontraban en el otro extremo del corro. Para esos mercados las «flash orders» eran aceptables ya que en ese sentido eran similares a las órdenes cantadas: sólo los operadores físicamente cercanos eran capaces de atenderla.



centración a pesar de la propuesta de la Comisión Europea de abolirla. En concreto, antes de la ISD (Investment Service Directive, de 1993, la antecedente de la MiFID) 6 Estados Miembros (EEMM) de la Unión Europea tenían reglas de concentración. De las negociaciones en el Consejo de la UE se llegó al acuerdo de que la ISD permitiría mantener las reglas de concentración, para aquellos EEMM que ya la tuvieran, siempre que fuera restringida a las órdenes de los inversores minoristas o profesionales residentes en ese EEMM y que la ejecución se realizase en cualquier mercado regulado donde se negociase el valor siempre que fuera dentro de la UE²⁶. Durante la primera parte de la década de los noventa la teoría de que los mercados de valores eran monopolios naturales parecía cumplirse perfectamente ya que se daban todas sus condiciones y la búsqueda de valores fuera de los mercados regulados era muy costosa.

Sin embargo, la evolución de los sistemas informáticos y de las comunicaciones han roto los pilares en los que se sustentaba la idea de que los mercados de valores tuvieran que ser monopolios naturales. Las barreras de entrada para la construcción de sistemas de negociación y de comunicaciones son mucho menores que a finales de los ochenta lo que ha permitido un aumento significativo de la oferta de plataformas de contratación en todos los países.

Las plataformas no sólo compiten en ofertar la comisión de contratación más barata sino en tener el mejor «spread» (diferencia entre el mejor precio de compra y venta de un valor). Habitualmente el mejor *spread* se conseguía a través del mayor número de ofertas y demandas realizadas por el mayor número de inversores (modelo mercado de órdenes). Pero también se ha demostrado sustitutivo el modelo de mercado por precios donde el compromiso de un número no muy alto de «market makers» (proveedores de liquidez o dealers) que, compitiendo entre sí, conducen a unos *spreads* tan pequeños como los mercados dirigidos por órde-

nes. La confluencia de ambos factores: menores necesidades de recursos financieros para la creación de plataformas de negociación y la existencia de proveedores de liquidez está cambiando la fisonomía de los mercados en el mundo.

Los mercados de órdenes han evolucionado permitiendo la negociación de operaciones fuera del sistema de contratación electrónico tanto en el horario habitual de negociación, como después del cierre de la sesión de negociación. Las Bolsas están compitiendo por el segmento mayorista de la negociación, los denominados mercados de bloques, que desde siempre se han negociado por fuera de los sistemas electrónicos de contratación²⁷. La negociación de esta clase de operaciones se ha efectuado siempre en la opacidad, por salvaguarda de los intereses del iniciador de la orden. Los inversores mayoristas buscan que no se conozcan sus intenciones por el resto de participantes pues conduciría a una evolución de los precios en contra de sus intereses²⁸. Es sobre este segmento de mercado donde se produjo, desde el 2008 la mayor competencia entre las bolsas tradicionales y las nuevas plataformas de negociación. Una vez que el mercado mayorista está canalizando gran parte de su negociación a través de las nuevas plataformas de negociación, estas plataformas han dirigido su atención a operaciones de menor tamaño²⁹. Otro rasgo de esa competencia es que se ha dirigido a los valores muy líquidos dejando de lado a los que tienen una baja contratación.

²⁷ Por ejemplo el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) y anteriormente la Sociedad de Bolsas han acomodado la comunicación de operaciones negociadas fuera de los mecanismos de contratación siempre que cumplieran un mínimo de volumen (absoluto y en porcentaje sobre el promedio de negociación diaria (desde 1,5 millones € y 20% del promedio hasta los 600.000 € y 2,5% del promedio) y variación de precio.

²⁸ ESME desarrolla adecuadamente los inconvenientes de la transparencia de estas operaciones para el generador de la orden desde un punto de vista económico en su papel Fact finding regarding the developments of certain aspects of pre-trade transparency in equities under MiFID de 27 julio 2009.

²⁹ El tamaño medio por operación de Chi-X Europa, el mayor SMN de Europa, ha caído un 38,7% usando la media de 2008 frente al periodo enero-agosto de 2011. Esta disminución del tamaño de la operación está afectada por la operativa de los HFTs. Fuente FESE y elaboración propia.

²⁶ The Investment Services Directive. C. Cruickshank. En el libro «Further perspectives in Financial Integration in Europe. Eddy Wymeersch (Ed.) 1994 Editorial DeGruyter.

Fragmentación versus formación del precio

El riesgo de la mayor competencia entre distintas plataformas de negociación es que puede conducir a una incorrecta formación del precio al distribuirse la liquidez sobre un activo financiero (las intenciones u órdenes de compra y venta) entre distintas plataformas. El precio del activo podría no ser eficiente (no reflejar su precio real) o que el proceso de formación de precios por el que nueva información es incluida en ellos (price discovery) fuera más lento. Esta situación ha sido denominada por algunos con el término «fragmentación». Por el contrario la SEC prefiere denominar el efecto de la competencia entre plataformas con el término «dispersión» ya que la palabra «fragmentación» conlleva el juicio negativo de que la integración entre los mercados es insuficiente para conseguir los objetivos de eficiencia, transparencia de los precios, mejor ejecución e interacción entre las órdenes³⁰.

En el extremo, la fragmentación de la liquidez puede conducir a que el precio del mismo activo no esté alineado en las distintas plataformas donde cotiza. Este resultado de la fragmentación podría darse en un mundo sin *arbitrajistas*. Para realizar el arbitraje se necesita que los costes de transacción (ejecución de la orden y conocimiento de la situación de diferencias de precios) sean menores que el beneficio obtenido por igualar los precios entre dos o más plataformas. Los costes del arbitraje se concentran sobre todo en los cánones de contratación y en el coste para obtener información sobre los precios de un mismo activo entre distintas plataformas. El informe Oxera³¹ muestra como los cánones bursátiles han disminuido desde la entrada en vigor de la MiFID. Por tanto, el análisis de una posible falta de arbitraje se centraría en si las medidas propuestas por la

MiFID para salvaguardar la integridad de los mercados, en un ambiente de alta competencia entre plataformas, no están consiguiendo sus efectos deseados. Para evitar el riesgo de la fragmentación la reforma de la MiFID, además de mantener la obligación a las empresas que prestan servicios de inversión de buscar el mejor precio para su cliente, pretende poner en pie de igualdad a todas las plataformas en cuanto al nivel de la transparencia de la pre y post negociación y a consolidar toda la información sobre las negociaciones (sólo ejecuciones) en centros que sean accesibles a todos los inversores.

La fragmentación de los mercados es una preocupación constante de la Comisión Europea, por ello la Dirección General del Mercado Interior encargó al Grupo Oxera un estudio sobre el impacto de la mayor competencia (fragmentación) generada por la MiFID en la integración del mercado interior de valores europeo y en los costes de transacción (costes de contratación y post-contratación: liquidación y custodia). El estudio revela que «la forma en que las transacciones sobre valores entre jurisdicciones (sic. Europeas) son negociadas, compensadas y liquidadas sugiere que los mercados se han vuelto más integrados»³². A su vez se muestra en el estudio que «los costes por transacción en las plataformas de contratación han caído en todos los centros financieros»³³. Pero la disminución del tamaño medio de la operación (del volumen efectivo) ha conducido a que en términos absolutos la comisión pagada fuese mayor sobre el mismo número de acciones³⁴. Aún con ello los resultados agregados muestran una caída media del 60% de los costes de transacción sobre operaciones «on-book»³⁵ que

³⁰ SEC. Concept Release on Equity Market Structure. 14 enero 2010.

³¹ Oxera Monitoring prices, costs and volumes of Trading and post-trading services. Report prepared for European Commission DG Internal Market and Services. May 2011. Oxera es un grupo consultor basado en Oxford, con gran tradición en realizar estudios donde se combinan regulación y su impacto en los mercados de cualquier sector económico.

³² Oxera Monitoring prices, costs and volumes of Trading and post-trading services. Report prepared for European Commission DG Internal Market and Services. May 2011. Página viii.

³³ Oxera o.c. página vi.

³⁴ Habitualmente el canon por contratación se carga por grupos de operaciones a un mismo precio; a mayor número de operaciones a distintos precios mayor canon de contratación. Los volúmenes por operación han caído por lo que se necesitan más operaciones a precios distintos que anteriormente para ejecutar un mismo número de acciones.

³⁵ Oxera o.c. página v.



no requieren más que una sola transacción. Dados los resultados de este informe la Comisión Europea manifiesta en su propuesta de reforma que el impacto de la MiFID ha sido muy beneficiosa en términos de integración y costes.

La fragmentación también podría conducir a una ampliación de los spreads. Sin embargo diversos estudios muestran que la consolidación de la información, efectuada por las propias fuerzas del mercado, ha conducido a una mejora en la formación de precios y a menores spreads (Gresse 2011). En resumen, hay bastante documentación empírica que soporta que la mayor competencia entre las plataformas de negociación no ha dañado la formación de los precios sino que ha tenido efectos muy positivos en los mercados de valores europeos³⁶.

LA TRANSPARENCIA Y SUS EXCEPCIONES EN LA PROPUESTA MIFID II

A pesar de ello, no se puede decir que el problema de la fragmentación ha sido olvidado en Europa, más al contrario, de las respuestas dadas a la consulta a la Comisión Europea y del propio preámbulo de la propuesta de reforma se observa que sigue siendo una de las principales preocupaciones. Si las diferencias de precios generadas por una mayor diversificación de plataformas no fuera resuelta por el arbitraje, teniendo en cuenta que los cánones de contratación han disminuido en Europa, se debería analizar si hay una falta de información sobre los precios de las ordenes y ejecuciones (transparencia en la pre y post negociación). En relación a la transparencia sobre la pre-negociación, la actual MiFID permite un amplio abanico de posibles excepciones al conocimiento

³⁶ Los defensores de la negociación de alta frecuencia consideran que la disminución de los spreads es un resultado directo de su actuación, aunque sus detractores indican que también son responsables de la disminución de la profundidad (número de valores que se puede comprar o vender al mejor precio). Ver documento de la AFM, High frequency trading:

The application of advanced trading technology in the European Marketplace. 18.11.2010.

público de las órdenes de compra y venta (pre transparencia) para acomodar la distinta forma de operar las transacciones de grandes volúmenes y otros tipos de formas de negociar. En concreto la actual MIFID³⁷ permite la opacidad en la pre negociación en los siguientes casos:

- 1) Excepción por uso de un precio de referencia: cuando se efectúe una propuesta de compra o venta al último precio ejecutado en otro mercado que por su liquidez se le considera de referencia. (Artículo 18.1.a) Reglamento CE 1287/2006);
- 2) Excepción por uso de un precio (el mejor de oferta, demanda, o los medios ponderados por volumen de la oferta o la demanda) que existiera en un mercado considerado de referencia. (Artículo 18.1.b) Reglamento CE 1287/2006);
- 3) Excepción de mostrar parte del volumen u otras características de una propuesta pero sólo cuando todas las características de esa orden son conocidas por el sistema. Un ejemplo son las órdenes ocultas del SIBE u órdenes «iceberg» (Artículo 18.2 Reglamento CE 1287/2006);
- 4) Excepción por gran volumen: Se considerará que una orden es de elevado volumen si es superior a unos parámetros fijados en el propio reglamento de la MiFID. Estos parámetros son distintos según la liquidez del valor medido como el volumen promedio negociado en euros en el último año natural. Para los valores ilíquidos el volumen mínimo es de 50.000 € y para los más líquidos es de 500.000 € (Artículo 20 Reglamento CE 1287/2006).

El número de excepciones utilizadas por los mercados regulados y SMN puede estar cercano a los 100. Aunque el número es significativo, no se puede decir que es resultado de la MiFID, ya que antes de ella la mayoría de los mercados regulados tenían segmentos de bloques (excepción por

³⁷ Artículo 29, apartado 2, y artículo 44, apartado 2, de la Directiva 2004/39/CE, desarrollados en el artículo 18 del reglamento 1287/2006.

gran volumen) o gestión de órdenes ocultas («iceberg orders»). Es decir no es la MiFID la causante de una posible falta de transparencia en esos tipos de órdenes sino que la MiFID articula una situación preexistente en los mercados regulados.

En este punto es relevante analizar si la evolución del volumen negociado a través de estos tipos de excepciones respecto al total negociado en los países del Espacio Económico Europeo (EEE) es significativa y creciente. Este ejercicio lo ha efectuado CESR (ahora ESMA) quien publicó a

mediados de 2010 los porcentajes alcanzados respecto al total del negociado en los países del EEE desde el primer trimestre de 2008 hasta el primero de 2010. En la Tabla 1 se observa un crecimiento significativo del volumen negociado bajo las excepciones de la MiFID pues pasó del 6,4% a principio del 2008 al 9,5% en el último trimestre de 2009 aunque mostrando una ligera caída en el primer trimestre del 2010 cuando llegó al 8,5%. CESR indica que la mayor parte del volumen negociado se realiza bajo las excepciones por gran volumen y por uso de un precio de referencia

TABLA 1.

AÑO	2008	2008	2008	2008	2009	2009	2009	2009	2010
TRIMESTRE	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Negociación en plataformas con Excepciones sobre total Negociado en EEA(*).	6.7%	6.9%	5.8%	6.3%	7.6%	9.2%	9.0%	9.8%	8.5%

CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review and Responses to the European Commission Request for Additional Information CESR 10-802 29 July 2010.

() El total negociado incluye la efectuada en los mercados regulados y en los SMNs; no se incluye la negociación OTC.*

A estas cifras, que detraen liquidez de los mercados transparentes, se debería de añadir el volumen negociado OTC. Para ello se puede citar, el European Securities Markets Expert Group (ESME)³⁸, que en su informe a la Comisión Europea sobre la MiFID recoge comentarios de respuestas recibidas que indican que el volumen de los mercados no transparentes sería cercano al 30% (es muy probable que esas cifras estén incluyendo la negociación OTC). Estas cifras son próximas a las publicadas por FIDESSA³⁹ en las últimas semanas de septiembre y primera de octubre 2011 para los valores negociados en la Bolsas Españolas (40% y 25%⁴⁰ respectivamente). Hay

que reseñar que del número de transacciones reflejadas por FIDESSA en el segmento OTC se infiere que hay bastantes operaciones incluidas en ese segmento que hubieran cumplido con los requisitos exigidos en la MiFID para la excepción por operaciones de gran volumen.

Teniendo en cuenta las cifras anteriores y que los OTFs están diseñados para aumentar la transparencia del mercado OTC es congruente que los servicios de la Comisión Europea intenten reconducir el volumen que se está negociando a través de las excepciones concedidas en la MiFID. Por ello los servicios de la Comisión consideran que hay espacio para ciertas mejoras, tanto en el alcance, como en la aplicación consistente de las excepciones a la pre negociación por los EEMM.

³⁸ Fact finding regarding the developments of certain aspects of pre-trade transparency in equities under MiFID. 27 julio 2009

³⁹ FIDESSA Group plc: <http://www.fidessa.com/>

⁴⁰ Las cifras relativas a los volúmenes negociados OTC en Europa pueden contener errores de doble contabilización ya

que algunos sistemas pueden estar reportando lo negociado en otros.



Así, en la consulta pública sobre la reforma de la MiFID de diciembre 2010 se propone que cuando una de las excepciones a la transparencia de la pre negociación vaya a ser utilizada por una plataforma de negociación, se remita a ESMA quien analizará si la propuesta se ajusta a la norma y deberá hacer un seguimiento de cómo se están aplicando las excepciones. La Comisión después de analizar las respuestas recibidas a su consulta, ha incluido en la reforma de la MIFID la provisión de que ESMA analice todas las excepciones que se aplican actualmente o que se utilicen en el futuro en la Unión, y emita una opinión dirigida al EEMM indicando si se cumple con los requisitos de la regulación europea.

En consecuencia, el previsible resultado de la nueva regulación es el endurecimiento del uso de las excepciones a la transparencia sobre la pre negociación que conducirá a que se apliquen especialmente a las operaciones de gran volumen y aquellas operaciones que no dañen la formación de precios. Este es el espíritu de la reforma de la MiFID ya que sólo recoge la excepción por tamaño de la orden en la propia propuesta de directiva (artículo 28.2), mientras que deja en la propuesta de reglamento y basado en principios no en norma de detalle las restantes excepciones. En la actual MiFID las excepciones están detalladas en la directiva y después desarrolladas en el reglamento. La regulación en base a principios permite una mayor rapidez de ajuste ya que sus desarrollos los realiza la propia Comisión, con el asesoramiento o la redacción en detalle por ESMA, a través de actos delegados o de implementación⁴¹. Por tanto, en la nueva propuesta de Directiva desaparecen los contenidos de los antiguos artículos dedicados a la transparencia de la pre y post negociación que son ahora incluidos en un reglamento. En concreto el artículo 44.2 de la MiFID (no así el 28.2 que como se ha visto anteriormente se mantiene) que detallaba las excepciones a la transparencia, pasa ahora a estar incluidas, bajo principios generales, en el artículo 4 de la propuesta de reglamento. Este artículo

⁴¹ Artículos 290 y 291 del nuevo Tratado de la Unión.

indica que las autoridades competentes deberán ser capaces de exceptuar la obligación de informar sobre la pre negociación por motivos basados en el modelo de mercado o tipo y tamaño de orden y a las órdenes cuyo volumen sea significativo comparado con el tamaño normal de las operaciones de un valor en concreto.

Con esas posibles modificaciones a la actual MiFID, la Comisión promoverá que sean accesibles al público todas las órdenes no exceptuadas de pre-transparencia, realizadas en cualquier plataforma: mercado regulado, SMN y OTFs. Los Internalizadores Sistemáticos, dada su baja cuota sobre el total⁴², podrían mantener el actual régimen de transparencia de la pre y post negociación. La transparencia de la pre negociación aplicará a los instrumentos de renta variable y, siguiendo el mandato del G20, a los derivados de cualquier subyacente. Ello requerirá que se expanda este régimen a todos los subyacentes de esos derivados con los oportunos ajustes a su idiosincrasia⁴³. El informe de CESR a la Comisión Europea sobre la reforma de la MIFID, antes mencionado, también solicitaba una ampliación de los requisitos de la transparencia de la pre y post negociación de la MiFID a los valores de renta fija y productos estructurados.

FRAGMENTACIÓN VERSUS CONSOLIDACIÓN Y DISEMINACIÓN DE LA INFORMACIÓN DE COTIZACIONES Y NEGOCIACIONES

Los problemas que puede generar la competencia (fragmentación) entre plataformas de negociación son afrontados por la antigua MIFID a través de: 1) la transparencia de las cotizaciones y ejecuciones; y 2) el cumplimiento del principio de mejor ejecución. La propuesta de reforma de la MiFID añade un nuevo instrumento: la consoli-

⁴² Hasta la fecha sólo hay 14 en Europa. Ver MIFID Database en <http://mifiddatabase.cesr.eu/>

⁴³ Consulta de la Comisión Europea sobre la MiFID 08.12.2010 página 27.

dación y diseminación de las negociaciones (el precio y volumen de las transacciones realizadas en el mercado)⁴⁴ pero no de las cotizaciones (el precio y volumen de las propuestas u órdenes de compra o venta).

La consolidación y diseminación de la negociación, es decir de los precios y volúmenes al que se han ejecutado una orden, sirven a los inversores para conocer y comprobar si su operación ha sido efectuada al mejor precio posible pero no ayuda a tomar una decisión sobre comprar o vender valores. No es necesario explicar las bondades de una consolidación de la pre negociación, es decir de las mejores cotizaciones de las órdenes de compra (demanda) y venta (oferta) sobre un valor. Tampoco hay que reiterar que su utilidad es creciente en la medida que sea mayor la iliquidez del valor. En concreto, en los valores ilíquidos conocer el precio al que se ha efectuado la última operación no informa sobre la situación actual y por tanto el inversor, especialmente el minorista, no tiene la mejor información para tomar una decisión. Incluso en los valores muy líquidos la difusión de los precios negociados con un retraso de 15 minutos⁴⁵ no facilitará la toma de decisiones a los inversores.

A pesar de las evidentes ventajas de la consolidación de las cotizaciones, los servicios de la Comisión Europea no la incluyeron en su consulta pública de diciembre de 2010. La Comisión considera que aun cuando la actual estructura de los mercados europeos haría deseable una consolidación de las cotizaciones, el nivel de armonización en los mercados europeos no hace que sea de suma importancia. La Comisión entiende que aun siendo posible la consolidación de la información relativa a la pre negociación, los costes serían muy elevados ya que los datos deberían estar disponibles casi en tiempo real.

⁴⁴ El artículo 67 de la propuesta indica que el Estado Miembro deberá requerir a al operador de un Consolidated Tape Provider (CTP) tener adecuados procedimientos y acuerdos para recolectar la información a hacer pública de acuerdo a los artículos 5 y 19 de la MIFIR». Los artículos 5 y 19 sólo se refiere a la post negociación.

⁴⁵ Se prevé en la MiFIR que la difusión de información sobre negociaciones con un retraso de 15 minutos sea gratuita.

El criterio que sigue la Comisión Europea sobre la no consolidación de las cotizaciones a nivel europeo ha sido refrendado tanto por la AMF francesa como por la FSA y Tesoro inglés en su respuesta a la consulta de la Comisión de diciembre de 2010. La AMF indica que el primer objetivo debe ser consolidar y diseminar la información sobre las compraventas. En su opinión una consolidación y diseminación a nivel europeo de las propuestas de compra y venta, genera otro conjunto de importantes desafíos, incluido los problemas de la latencia⁴⁶, que parecen ser menos relevantes para ser afrontados en esta fase.

La FSA y el Tesoro británico se expresan en términos similares pero más contundentes. Para la FSA la consolidación de la información sobre propuestas de compraventa podría no satisfacer las distintas necesidades de los participantes o no ayudaría en los requerimientos para cumplir con el principio de mejor ejecución. Por ejemplo cuando un broker y un cliente han acordado una política de mejor ejecución que no sigue los criterios de la MiFID. La FSA reitera que factores tales como el número de plataformas y la distancia física entre ellas podrían tener un impacto en la efectividad de tal modelo debido a la importancia, que todos los participantes de los mercados dan al requisito de recibir la información sin retraso (denominado en el argot sobre esta materia «baja latencia»). Para la FSA la consolidación de la pre negociación no sería más que una guía para el inversor, incluso si se solucionan los problemas técnicos. Por último hay que resaltar que CESR (ahora ESMA) en su asesoramiento a la Comisión para la reforma de la MiFID también considera que no es primordial la consolidación y difusión de las mejores propuestas de compra y venta.

Por el contrario, la SEC sostiene la bondad de la consolidación y diseminación, tanto de las negociaciones, como de los mejores precios y volúmenes de las propuestas de compra y venta. En 2009 ini-

⁴⁶ Latencia es el tiempo que tarda en llegar un mensaje desde que se lanza a donde debe llegar. El retraso se debe al tamaño de la información que lleva el mensaje, el tipo de soporte usado (fibra óptica o línea normal telefónica) y la capacidad del ordenador y de las líneas de comunicaciones.



ció un proceso de actualización del sistema de consolidación y disseminación de información. El documento de las SEC Concept Release on Equity Market Structure⁴⁷ de 14 de enero de 2010 explica, en su apartado Consolidación de los Datos de los Mercados cómo la industria americana de valores resuelve los problemas mencionados tanto por la AMF y la FSA. En concreto la CTA (Consolidate Tape Association)⁴⁸ supervisa la disseminación de la información sobre precios y cotizaciones de tres Planes⁴⁹ a los que están adscritos los valores admitidos al NYSE y al NASDAQ. En los Planes participan SMN americanos que se encuentran a su vez entre los principales SMN de Europa (p.e. Bats). La CTA publica una información trimestral donde incluye información sobre el número de cotizaciones difundidas por segundo y la latencia. En el segundo trimestre de 2011 el máximo número de cotizaciones fue de 453.226 y la latencia menor de un milisegundo⁵⁰. Las estadísticas de la CTA muestran que tiene más de 5 millones de suscriptores no profesionales, entre los 3 planes de consolidación, y más de 200 millones de personas que acceden a la información a través de la televisión. De los tres planes de consolidación y difusión que ofrece la CTA el primero es gestionado por NYSE y cubre todos los valores admitidos a negociación en ese mercado, recogiendo la información de esos valores en cualquier plataforma en donde negocien en los EEUU. A pesar de gestionar ese plan, NYSE Euronext ha respondido a la consulta sobre la MIFID que una posible consolidación de los mejores precios a la compra y a la venta es apenas útil por las razones expuestas por la propia Comisión y que sería compleja de implementar dada la dinámica de la estructura de mercados europeos⁵¹.

⁴⁷ www.sec.gov/rules/concept/2010/34-61358.pdf

⁴⁸ <http://www.nyxdata.com/CTA>

⁴⁹ Bajo cada plan hay un grupo de valores sobre los que se realiza la consolidación.

⁵⁰ Los valores admitidos a cotización en NYSE y NASDAQ a finales del 2º trimestre de 2011 era de:

⁵¹ NYSE Euronext. REVIEW OF THE MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE («MIFID»). RESPONSE TO THE PUBLIC CONSULTATION OF THE EUROPEAN COMMISSION. 2 febrero 2011. Respuesta pregunta 58.

La Bolsa de Londres (LSE) también apoya a la Comisión en su negativa a la consolidación de las cotizaciones. En su respuesta, quizás la más completa, indica que: 1) no se detecta en la industria la necesidad de una consolidación y disseminación de la prenegociación; 2) ésta sería mucho más costosa y compleja técnicamente que la consolidación de la post negociación; 3) aún superando los problemas técnicos de los retrasos, la consolidación de las cotizaciones no sería más que una guía, ya que no se asegura que cuando la orden del cliente llegue al mercado que ofrece la mejor oferta o demanda los precios no hayan cambiado; 4) afectaría a las políticas de mejor ejecución que en muchos casos son fijadas con anterioridad entre el cliente y el intermediario o que atienden a otros factores⁵²; 5) puede no ajustarse a los criterios de mejor ejecución fijados por un cliente que puede ser por ejemplo ejecutar al mejor precio pero sólo en el mercado local; 6) pueden conducir a confusión si no todos los clientes tienen acceso a esa información⁵³; 7) por último requeriría un cambio en la concepción de la mejor ejecución que priorizara el precio sobre los demás factores.

LA FRAGMENTACIÓN Y LA MEJOR EJECUCIÓN

Estos tres últimos argumentos usados por LSE son los centrales en el problema de la fragmentación en Europa. El concepto europeo de mejor ejecución permite que existan precios distintos entre mercados ya que no hay una obligación real de buscar solo el mejor precio sino que los intermediarios podrán ejecutar sus operaciones basándose en menores costes, mayor rapidez, etc. Ello puede conducir a la aparición de situaciones de arbitraje que serán aprovechadas por los inversores institucionales. Esos arbitrajes son de muy corta duración pero el diseño de la mejor ejecución

⁵² La mejor ejecución en MIFID comprende varios factores: mejor precio, liquidez, costes, probabilidad de ejecución y de liquidación.

⁵³ En el caso USA esa información es vista por más de 200 millones de personas.

Europea favorece que se produzcan y que una transacción no se ejecute siempre al mejor precio. En la mayor parte de los valores líquidos la diferencia entre la mejor oferta y demanda en las distintas plataformas es muy reducida por lo que los costes de ejecución, directos o después de *rappel* por volumen, pueden conducir a que una orden se ejecute en una plataforma en vez de en otra. En estas situaciones el inversor solo puede tomar ventaja si es capaz de conocer el coste real después del descuento por volumen que la plataforma aplica al intermediario. La Comisión Europea, en el artículo 51 de la propuesta de MiFID, requiere que los cánones sean transparentes y no discriminatorios. Esta medida podría ayudar a clarificar como se aplica la mejor ejecución en Europa.

En relación a los costes, las nuevas plataformas, tanto los SMN y los OTFs al contar con unos menores requisitos que los mercados regulados podrán ofertar unas comisiones más baratas. La propuesta de nueva MiFID tal como señala su preámbulo (apartado 3.4.1) establece unos requisitos similares para los OTF, SMN y Mercados Regulados en aspectos organizacionales y de supervisión. Los artículos 31 y 56 de la propuesta de MiFID exigen un nivel de supervisión muy similar a los OTF, SMN y Mercados Regulados. Sin embargo quedan áreas donde los Mercados Regulados soportan un mayor coste como es en el caso del proceso de admisión de valores a cotización. Esa y otras desigualdades permiten que los SMN y OTF puedan ofertar cánones más bajos que los Mercados Regulados.

El artículo 27 de la nueva propuesta de MiFID mantiene que la mejor ejecución se alcanza teniendo en cuenta: precio, costes, rapidez, probabilidad de ejecución y liquidación, tamaño, naturaleza o cualquier otra consideración relevante para la ejecución de la orden. Aunque si el cliente ha dado instrucciones específicas la empresa de servicios de inversión debe cumplir esos mandatos. Esta amalgama de criterios permitirá que para los valores líquidos puedan darse situaciones de arbitraje (no negociación al mejor precio). Para los valores ilíquidos, la posible ventaja de la concepción europea de mejor ejecución,

puede dar lugar a que el inversor no obtenga el mejor precio por una pseudo mayor seguridad de ejecución o liquidación.

Las nuevas tecnologías, los proveedores de liquidez en sistemas dirigidos por precios o los libros de órdenes de los mercados tradicionales, la intensidad y efectividad supervisora dejan sin sentido los criterios por los que se rige la mejor ejecución en cuanto a la rapidez, probabilidad de ejecución, y demás parámetros, especialmente para los valores líquidos, salvo los relativos a precios y costes. La competencia entre las plataformas está conduciendo a una reducción de cánones de contratación (Informe Oxera) por lo que la diferencia en ese concepto entre plataformas es cada vez menor. Esta situación puede permitir eliminar el factor coste como criterio para la mejor ejecución. Si así fuera y los reguladores europeos eliminasen los anteriores elementos que configuran el concepto mejor ejecución por las razones antes comentadas, los inversores europeos y americano tendrían un mismo modelo de mejor ejecución. Si la mejor ejecución se basará solo en el precio, la necesidad de una consolidación de las cotizaciones sería mucho más perentoria, y el uso de las excepciones a la transparencia de las cotizaciones estarían menos justificadas. Todo ello conduciría a una mayor integración de los mercados europeos y una mayor armonización con los EEUU. Armonización que podría ser aún más intensa si los OTF Europeos y los SEF americanos estuvieran sometidos a unos requisitos similares en materias de recursos propios, organizativos, de supervisión y de admisión a negociación.

Los desarrollos tecnológicos han difuminado las diferencias entre las plataformas de negociación ya que para los inversores es indistinto negociar en un mercado regulado que en un SMN o un OTF. Los inversores se sienten igualmente protegidos realizando transacciones en cualquiera de esas plataformas porque por encima de ellas se encuentra el supervisor encargado de la protección de los inversores y de la correcta formación de los precios. En esa situación los requerimientos regulatorios sobre cualquier tipo de plataforma deberían ser muy similares para promover una verdadera competencia no basada en el arbitraje regulatorio.



CONCLUSIÓN

Los OTF y los SMN en la propuesta de MiFID tienen similares requisitos de transparencia, supervisión y de organización que los Mercados Regulados pero aún hay áreas en donde la regulación es más exigente para estos últimos, y por tanto no se produciría un terreno de juego equilibrado (i.e. un OTF puede negociar un valor admitido en un mercado regulado pero no viceversa). Aún cuando se igualaran los requisitos regulatorios exigidos a las diferentes tipos de plataformas de negociación, los efectos no deseados de una alta competencia entre ellas seguirían existiendo (fragmentación), ya que las medidas establecidas en la MiFID y en su propuesta de modificación pueden considerarse insuficientes para remediarlos. A modo de ejemplo cabe destacar la falta de una obligación de consolidación de las cotizaciones, así como la existencia de una amalgama de factores que definen la mejor ejecución. Aunque las propuestas incluidas en la reforma de la MiFID II son un paso adelante muy significativo en el aumento de la protección de los inversores, se

puede apreciar todavía cierta falta de ambición en afrontar medidas como las mencionadas. Sin este tipo de medidas los intermediarios e inversores globales podrían estar en una situación de ventaja frente a los pequeños inversores. Los estudios de Degryse, Jongy y Kervlez de la universidad de Tilburg⁵⁴ han puesto de manifiesto que los inversores profesionales (globales) obtienen partido de la fragmentación derivada de la MiFID mientras que los inversores locales no acceden a sus ventajas

Si la tramitación legislativa entre el Consejo y Parlamento Europeo para la aprobación de la nueva MiFID concluyese en un cambio en el concepto de mejor ejecución, en la necesidad de la consolidación de las cotizaciones (prenegociación) y en la restricción de las excepciones a la transparencia sobre la pre negociación a las estrictamente necesarias, se podría conseguir que los inversores minoristas participaran más ampliamente de los beneficios que ya la actual MiFID ha generado mediante la competencia entre las plataformas de negociación.

⁵⁴ Equity market fragmentation and liquidity: the impact of MiFID, Tilburg University January 2011 and The impact of dark and visible fragmentation on market quality, European Banking Center Discussion Paper. April 2011. Hans Degryse, Frank de Jongy and Vincent van Kervelz. European Banking Center Discussion Paper.

II. REGLAMENTACIÓN EUROPEA DE LA POST-CONTRATACIÓN



ÚLTIMOS AVANCES DE LA ARMONIZACIÓN DE LA COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES EUROPEA

Miguel Moreno Cayetano
(Banco Popular Español)

EVOLUCIÓN DEL PROCESO EUROPEO DE INTEGRACIÓN

El análisis de las infraestructuras de los mercados europeos soporte de las tareas de post-contratación, ha sido el objetivo de numerosas comisiones y grupos de trabajo desde hace más de veinte años. Todos estos grupos han partido de un principio común: sin una integración de estas estructuras no será posible hablar de un verdadero mercado europeo, que ofrezca a los inversores un sistema con un alto grado de eficiencia y seguridad y con unos costes reducidos y homogéneos en todo el ámbito europeo.

Ya en el año 1988, el denominado Grupo de los 30 efectuaba nueve recomendaciones, entre ellas, que la integración se efectuara interconectando los sistemas centrales de registro y liquidación (CSD) nacionales. Este mismo grupo presentó en su informe del año 2003 veinte recomendaciones que profundizaban en sus conclusiones iniciales.

Quizá el más conocido y citado de los estudios, el realizado por el denominado Grupo Giovannini, identificaba en su informe del año 2001 quince barreras que dificultaban el proceso de integración y que se agrupaban en el informe por su origen: técnicas, fiscales y legales. Este mismo grupo presentó en su informe del año 2003 los planes que se deberían establecer para eliminarlas.

El Plan de Acción de los Servicios Financieros, definido por la Comunidad Europea para el periodo de 1999 a 2005, y su prolongación para el periodo del 2005 al 2010 mediante la publicación del Libro Blanco sobre Política de Servicios Financieros, ha tenido también como objetivo la integración de las estructuras de post-contratación, preparando los trabajos iniciales para los desarrollos legales que eliminaran las barreras identificadas y promoviendo procesos de estandarización y de integración tecnológica.

Una resolución del Parlamento europeo en el año 2003, apoyaba la preparación de una directiva europea sobre compensación, liquidación y registro de valores, que armonizara la legislación de todos los países. Aunque los criterios por los que se debería regir esta directiva se establecieron en abril de 2004, no se continuó este proyecto legislativo en los años siguientes, al considerarse que la autorregulación de la industria ofrecería soluciones integradoras. No obstante, en enero de 2011 se publica una consulta sobre aspectos a armonizar en el proceso de la liquidación en la UE, que inicia el proceso de debate para establecer una normativa común en esta materia.

Durante estos últimos años se ha avanzado en este proceso de preparación, con los trabajos de los grupos CESAME (de 2004 a 2008), CESAME-2 que continúa la labor y objetivo del primero a partir del año 2008, LCG (*Legal Certainty Group*), etc.

En el proceso de autorregulación destaca la firma de un Código de Conducta por parte de los CSD europeos. Este Código, de carácter voluntario, fue impulsado por el Comisario McCreevy en el año 2006 y compromete a los CSD que lo firmaron a desarrollar tres líneas de actuaciones: la transparencia en los precios de los servicios, la interoperabilidad entre sistemas y el diseño de tres infraestructuras diferenciadas: mercados; compensación; liquidación y registro.

Destacan también los trabajos del grupo EMIG (*European Market Implementation Group*), que están impulsando el proceso para dismantelar una de las barreras del Informe Giovannini: la falta de estandarización en los procesos. Sus trabajos actuales se orientan a la inclusión de estándares en los procesos de las operaciones financieras (*Corporate Actions*) y de las juntas de accionistas (*General Meetings*). Este grupo, que mantiene una estructura mixta, europea y nacional, es auspiciado por la industria a través del grupo denominado BSG (*Broad Stakeholder Group*), para ofrecer a la Comisión Europea propuestas y planes de implementación de estándares, aunque algunos de ellos pueden depender de requerimientos normativos que exijan adaptaciones legales nacionales.

Como impacto legal significativo destaca en este período la directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID), que estableció en 2004 las bases legales de esta integración en sus artículos 34 y 46:

Artículo 34. Acceso a los sistemas de contrapartida central, compensación y liquidación y derecho a designar un sistema de liquidación

1. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión de otros Estados miembros tengan derecho a acceder a los sistemas de contrapartida central, compensación y liquidación existentes en su territorio con el fin de liquidar o concertar la liquidación de operaciones en instrumentos financieros.

Los Estados miembros exigirán que el acceso de dichas empresas de inversión a estos sistemas esté sujeto a los mismos criterios objetivos, transparentes y no discriminatorios que se aplican a los participantes locales. Los Estados miembros no restringirán el uso de estos

mecanismos a la compensación y liquidación de las operaciones en instrumentos financieros realizadas en un mercado regulado o en un SMN de su territorio.

2. Los Estados miembros exigirán que los mercados regulados de su territorio ofrezcan a todos sus miembros o participantes el derecho a designar el sistema de liquidación de las operaciones en instrumentos financieros realizadas en ese mercado regulado, siempre que:

a) se establezcan entre el sistema designado de liquidación y cualquier otro sistema o infraestructura los vínculos y mecanismos que sean necesarios para asegurar la liquidación eficaz y económica de la operación en cuestión; y que

b) la autoridad competente responsable de la supervisión del mercado regulado reconozca que las condiciones técnicas para la liquidación de operaciones realizadas en ese mercado regulado a través de un sistema de liquidación distinto del designado por el mercado regulado permiten el funcionamiento armónico y ordenado de los mercados financieros.

Esta evaluación por parte de la autoridad competente del mercado regulado se entenderá sin perjuicio de las competencias de los bancos centrales nacionales en su calidad de supervisores de los sistemas de liquidación ni de otras autoridades supervisoras de dichos sistemas. Para evitar repeticiones innecesarias de los controles, la autoridad competente tendrá en cuenta la labor de supervisión ya ejercida por dichas entidades.»

Artículo 46. Disposiciones relativas a los acuerdos de contrapartida central y de compensación y liquidación

1. Los Estados miembros no impedirán a los mercados regulados suscriban acuerdos apropiados con una contrapartida central o cámara de compensación y un sistema de liquidación de otro Estado miembro para realizar la compensación o liquidación de alguna o de todas las operaciones concluidas por los participantes del mercado con arreglo a sus sistemas.

2. La autoridad competente de un mercado regulado no podrá oponerse a que se recurra a contrapartidas centrales, cámaras de compensación o sistemas de liquidación de otro Estado miembro, salvo que pueda demostrar que su oposición es necesaria para mantener el funcionamiento ordenado de ese mercado regulado y teniendo en cuenta las condiciones de los sistemas de liquidación previstas en el apartado 2 del artículo 34.



Para evitar repeticiones innecesarias de los controles, la autoridad competente tendrá en cuenta la labor de supervisión del sistema de compensación y liquidación ya ejercida por los bancos centrales nacionales en su calidad de supervisores de los sistemas de compensación y liquidación o por otras autoridades supervisoras con competencia sobre tales sistemas.

Esta norma «rompe» los monopolios basados en la integración vertical de los tres ámbitos de infraestructura y establece la libertad de acceso de las entidades a los distintos sistemas europeos, aunque su aplicación quede condicionada a la existencia de mecanismos que garanticen la liquidación eficaz y económica de las operaciones.

En este último año se han producido varios avances significativos en esta materia. Por una parte, la Comisión Europea presentó el 15 de septiembre de 2010 una propuesta de reglamento para regular las infraestructuras de los mercados europeos (EMIR, *European Markets Infrastructure Regulation*) y, por otra, el proyecto *Target 2 Securities* (T2S), impulsado por el Eurosistema (BCE y los bancos centrales nacionales), ha finalizado la fase de especificaciones y está estableciendo la arquitectura de comunicaciones, lo que permitirá su arranque en el año 2015.

EMIR

Aunque el objetivo principal de la regulación EMIR, es dotar de mayor seguridad y transparencia al mercado de derivados no negociados en Bolsa (OTC) por la influencia que han tenido estos instrumentos en la generación de la crisis financiera, también incluye otros aspectos relevantes del proceso de integración de las estructuras europeas de post-contratación: el establecimiento de reglas comunes para las entidades de contrapartida central (ECC) y de reglas para establecer la interoperabilidad entre cámaras.

Esta normativa soluciona, al menos parcialmente, una de las barreras que ha dificultado hasta el momento la integración europea de las estructuras de post-contratación, la existencia de ámbitos regulatorios distintos en cada país, y faci-

lita la aplicación real de la libertad de elección de los distintos sistemas europeos de liquidación establecida en la Directiva MiFID.

Como los temas que afectan a los derivados OTC quedan en el ámbito de otro de los trabajos incluidos en esta edición del Observatorio, se ofrece a continuación el esquema de regulación común de las cámaras.

En el título III se establecen las condiciones y procedimientos de autorización de las ECC y de su supervisión en el ámbito europeo. Se pueden destacar en este bloque, los mecanismos para acceder a una liquidez adecuada; la ampliación de actividades en otros estados miembros y otros servicios; los requisitos de capital; los procedimientos de autorización y revocación; la supervisión y cooperación entre autoridades; y las relaciones con terceros países.

En el título IV, se regulan los requisitos en materia de organización y las normas de conducta a las que deberán ajustar sus actuaciones y los requisitos prudenciales encaminados a la gestión de riesgos y al tratamiento de incumplimientos.

Por último, en el título V se establecen los requisitos que deben cumplir los acuerdos de interoperabilidad entre ECC para gestionar los riesgos adicionales que suponen dicha interoperabilidad y los procedimientos de autorización de estos acuerdos.

El proceso iniciado con la presentación del reglamento en septiembre de 2010, deberá culminar, tras su examen y debate en el Parlamento Europeo y en los Estados miembros de la UE, con su publicación y efecto inmediato, al ser un reglamento, a finales del año 2012.

El establecimiento de este ámbito regulatorio común tiene especial importancia en el momento actual en el que se está diseñando la reforma española de los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores, ya que uno de los elementos principales de dicha reforma es la obligatoriedad de compensar en una cámara de contrapartida central las operaciones de renta variable realizadas en los mercados (opcional para operaciones OTC y para la renta fija).

El documento sometido a consulta pública por la CNMV en febrero del 2010, propone como uno de los cambios necesarios la introducción de una entidad de contrapartida central (ECC), lo que permitirá adaptar el sistema español al esquema habitual en Europa basado en tres elementos: Mercado-ECC-CSD. En la consulta posterior de 14 de enero de 2011, se indica, además, que es conveniente que no se excluya la posibilidad de que coexistan varias ECC, lo que exigiría la regulación y el establecimiento de criterios de interoperabilidad.

Por tanto, la existencia de esta propuesta de la Comisión Europea que aborda estos dos aspectos, facilitará el proceso para establecer la normativa aplicable a las cámaras que operarán en el ámbito español.

TARGET 2 SECURITIES (T2S)

Como se ha indicado anteriormente, la integración y armonización de los procesos de post-contratación se ha ido desarrollando mediante un proceso de autorregulación, cuyos resultados estaban siendo limitados y lentos. Las diferencias en los modelos de negocio de los distintos países, con los consiguientes conflictos de interés, y las barreras legales y fiscales, han dificultado este proceso.

Ante esta situación, el Eurosistema planteó, y acordó en julio de 2008, el desarrollo de un sistema, denominado *Target 2 Securities (T2S)*, que mediante la interconexión de los sistemas nacionales del entorno euro, permitiera que las operaciones transfronterizas se procesen de una forma segura, rápida y eficiente, como ya estaba ocurriendo en el ámbito doméstico.

En este sistema se efectuará el proceso de liquidación de las operaciones que hayan sido contratadas y compensadas, en su caso, en los sistemas existentes en el entorno euro, y las funciones de registro y custodia las seguirán realizando los CSD. Aunque en el sistema T2S se mantendrán las cuentas de valores de las entidades participantes, los responsables legales de dichas cuentas continuarán siendo los CSD.

En su diseño se asumen las principales recomendaciones y criterios de los grupos de trabajo citados anteriormente, lo que dará lugar a la eliminación de gran número de las barreras Giovannini y a ofrecer una solución técnica y operativa a lo dispuesto en la Directiva MiFID sobre libertad de elección de los distintos sistemas europeos de liquidación. La interconexión de los distintos CSD a través de la estructura de T2S y la aplicación de estándares, funcionales y técnicos, permitirá a las entidades procesar las operaciones en el ámbito euro con esquemas similares y totalmente automatizados (*Straight-through processing STP*).

Las entidades participantes podrán conectarse directamente a T2S, o de forma indirecta a través del CSD en el que operen en su ámbito nacional. Con esta última solución las entidades que lo deseen, podrán operar en una única plataforma y con los mismos procedimientos tanto para liquidar las operaciones domésticas como las transfronterizas.

El Eurosistema no solo impulsó la creación del sistema, sino que asumió su diseño y desarrollo, y, en el futuro, será responsable, como propietario, de su gestión.

El proyecto se está desarrollando en las siguientes fases: preparación, de julio de 2006 a julio de 2008; especificaciones, de julio de 2008 a enero 2010; desarrollo, de febrero de 2010 a diciembre de 2013; pruebas, de enero de 2014 a septiembre de 2015; migración y arranque, de septiembre de 2014 a septiembre de 2015.

De los últimos avances del proyecto se destacan los siguientes: establecimiento de los criterios sobre la estructura de tarifas; consulta pública de la versión primera del documento de especificaciones funcionales de detalle para usuarios (UDFS); publicación del documento que describe los procesos de negocio (BPD) que afectan a los distintos participantes del sistema; establecimiento de las relaciones contractuales entre los CSD y el Eurosistema; inicio del proceso para incluir en el sistema operaciones en otras monedas; y establecimiento de los mecanismos técnicos de conectividad (líneas dedicadas y dos redes privadas virtuales, VPN).



T2S tiene gran influencia en la reforma española. Sin entrar en aspectos concretos, ya que la reforma es objeto de otro de los trabajos aportados a esta edición del Observatorio, esta influencia se manifestará, en primer lugar, en su diseño funcional, ya que debe ser compatible con el establecido en T2S y, en segundo lugar, en la definición y planificación de las fases en las que se efectuará dicha reforma.

CONCLUSIONES

En base a todo lo expuesto, se puede concluir que, después de un periodo dilatado de análisis, preparación de propuestas de actuación e intentos de desarrollar los cambios a través de un proceso de autorregulación, se han dado pasos concretos que nos permiten considerar que el proceso de integración de las estructuras de post-contratación es ya una realidad que estará operativa a finales del

2015 con un modelo que, aunque quizás necesite posteriores desarrollos y ampliaciones, responderá al objetivo que se indicaba al principio de construir un verdadero mercado europeo, que ofrezca a los inversores un sistema con un alto grado de eficiencia y seguridad.

Respecto a los aspectos de coste, está abierto en este momento el debate sobre cuándo se podrán trasladar a los inversores las reducciones de los costes operativos que se generarán al homogeneizar y automatizar totalmente los procedimientos operativos. Las inversiones necesarias para adaptar los sistemas de las entidades son importantes, especialmente en el ámbito español por la complejidad que exige nuestra reforma al estar nuestras actuales soluciones muy alejadas de los estándares europeos. La amortización de estas inversiones dificultará dicho traslado y es posible que obligue a que las entidades que no alcancen un volumen significativo de negocio se replanteen su posicionamiento en esta actividad.



DERIVADOS OTC

Emilio Díaz Ruiz / Pilar Lluesma Rodrigo
(Abogados Uría Menéndez)

I. INTRODUCCIÓN

En cumplimiento de los compromisos del G-20, anunciados en las cumbres de Pittsburgh¹ y Toronto² dirigidos a asegurar avances efectivos en materia de derivados OTC (negociación de derivados estandarizados a través de mercados o plataformas electrónicas, utilización de cámaras de contrapartida central –CCC– para su compensación y su comunicación a los Registros de Operaciones (*Trade Repositories-TR-*)), a lo largo de 2010 se llevaron a cabo diversas iniciativas legislativas en las principales jurisdicciones, destacando las llevadas a cabo en el seno de la Unión Europea (UE) y en Estados Unidos (EE.UU.). Dichas iniciativas legislativas se han plasmado en el caso de la UE en la propuestas de dos nuevos reglamentos, el primero de ellos relativo a los derivados OTC, las contrapartes centrales y los registros de operaciones³ y el segundo sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago (CDS)⁴, ambas del 15 de septiembre de 2010; en el caso de USA, a través

de la denominada Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act⁵ («**Ley Dodd-Frank**») que fue aprobada y firmada por el Presidente de USA el 21 de julio de 2010.

De forma paralela a las citadas iniciativas legislativas, y con objeto de fomentar la convergencia de los enfoques legislativos entre las distintas jurisdicciones, distintos organismos internacionales han trabajado intensamente en los años 2010 y 2011 en desarrollar directrices comunes para las infraestructuras de derivados OTC. En este sentido, cabe destacar el trabajo realizado por el Comité de Pagos y Sistemas de Liquidación (CPSS) y el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)⁶ y el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB)⁷.

⁵ <http://www.cnmv.es/Portal/~/-/verDoc.axd?t={eb53fb19-5e09-462e-b700-a89a57c0aa20}>.

⁶ El CPSS-IOSCO en mayo de 2010 sometieron a consulta pública dos documentos titulados «*Guidance on the application of the 2004 CPSS-IOSCO Recommendations for Central Counterparties*» y «*Considerations for trade repositories in OTC Derivatives markets*». Los resultados de estos trabajos se han incorporado a la revisión general del CPSS-IOSCO de los estándares internacionales para las infraestructuras de los mercados financieros que se ha publicado como documento de consulta «*Principios para las infraestructuras del mercado financiero*» en marzo de 2011. Dichos principios, una vez estén redactados en su versión definitiva a comienzos de 2012, sustituirán a los actuales estándares de CPSS y CPSS-IOSCO sobre sistemas de pago de importancia sistémica, depositarios centrales de valores, sistemas de compensación y liquidación, entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.

⁷ El FSB en octubre de 2010, publicó un informe denominado «*Implementing OTC Derivatives Market Reforms*» en el que presentaba 21 recomendaciones para aplicar, de un modo no discriminatorio y coherente a escala internacional, los compromisos del G-20 para mejorar el funcionamiento, la transparencia y la vigilancia del mercado de derivados OTC. Asimismo, el FSB ha planificado una serie de informes bianuales –elaborados a partir de una encuesta realizada a los miembros del FSB– sobre el progreso de la reforma de los mercados de derivados OTC.

¹ La cumbre de Pittsburgh tuvo lugar en septiembre de 2009.

² La cumbre de Toronto tuvo lugar en junio de 2010 donde los dirigentes del G-20 reiteraron el propósito acordado en la anterior cumbre de Pittsburgh y se comprometieron asimismo a acelerar la implementación de medidas firmes con vistas a mejorar la transparencia y la supervisión regulatoria de los derivados OTC de manera coherente y no discriminatoria a escala internacional.

³ COMISIÓN EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los derivados OTC, las contrapartes centrales y los registros de operaciones*, COM (2010) 484 2010/0250/COD. Bruselas 15 de septiembre de 2010.

⁴ COMISIÓN EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago*. COM (2010) 482 final 2010/0251 (COD). Bruselas 15 de septiembre de 2010.

En este trabajo nos centraremos en la revisión de las citadas iniciativas legislativas, especialmente, en el avance que las mismas hayan experimentado desde su publicación, y deteniéndonos en el estudio de los Registros de Operaciones y de la negociación de los derivados OTC en plataformas negociadas.

II. LEY DODD-FRANK

La Ley Dodd-Frank⁸ cuyo objetivo final es promover la estabilidad financiera y proveer de una

mayor protección a los consumidores frente a las prácticas abusivas dedica el séptimo de sus capítulos a los mercados de derivados.

Si bien es cierto que en lo concerniente a los derivados las previsiones de la Ley Dodd-Frank guardan bastante similitud con las previstas en la propuesta de reglamento comunitaria sobre los derivados OTC, las contrapartes centrales y los registros de operaciones, creemos interesante comparar, aunque sea de forma muy general, ambas disposiciones y señalar, en su caso, las diferencias existentes entre las mismas⁹:

	UNIÓN EUROPEA	ESTADOS UNIDOS
Ámbito de aplicación	Todos los derivados OTC regulados en MiFID, lo que incluye las permutas (swaps), opciones, futuros, contratos financieros por diferencias (CFD). Los contratos de divisas al contado (Spot FX) están excluidos y parece que los futuros sobre divisas (FX Forwards) también están excluidos, aunque aquí la propuesta no es tan clara ¹⁰ .	Se aplica a una amplia clase de derivados incluyendo aquellas operaciones que en el futuro sean conocidas como «swaps». Los contratos de divisas al contado (Spot FX) los futuros sobre divisas (FX Forwards) pueden quedar excluidos, a elección del Secretario del Tesoro. Parece que no resultaría de aplicación a ciertos tipos de operaciones sobre materias primas liquidadas en especie y a ciertas operaciones de futuros sobre valores liquidados por entregar. Tampoco quedan incluidas las opciones sobre valores y ETFs que continúan quedando regulados por la actual normativa que les resulta de aplicación.
Reguladores	Tanto la negociación de los derivados como las CCC ¹¹ continúan reguladas por las respectivas autoridades supervisoras nacionales, si bien AEVM tendrá un importante papel en el desarrollo de los estándares técnicos y en la vigilancia de las CCC no europeas.	Los mercados de derivados pasan a estar regulados por la CFTC, responsable de la regulación y supervisión de todos los <i>swaps</i> a excepción de los <i>swaps</i> sobre valores individuales (security-based <i>swaps</i>), que corresponde a la SEC.

⁸ Para un análisis de todos los cambios operados por la Ley Dodd Frank ver Emiliano González Mota y José Manuel Marqués Sevillano: *Dodd-Frank Wall Street Reform: un cambio profundo en el sistema financiero de Estados Unidos*. Estabilidad Financiera, núm. 19, Banco de España.

⁹ Téngase en cuenta que la comparación se establece con la Propuesta de Reglamento del 15 de septiembre de 2010.

¹⁰ En el texto final acordado por el Parlamento, el Consejo y la Comisión en febrero de 2012 se define contrato derivado como los instrumentos financieros establecidos en las secciones (4) a (10) de la Sección C del Anexo I de la Directiva MiFid.

¹¹ En el texto final acordado por el Parlamento, el Consejo y la Comisión en febrero de 2012, la autorización de las CCC queda sujeta en determinados casos a la no oposición del colegio de reguladores y a la mediación de la AEVM.



	UNIÓN EUROPEA	ESTADOS UNIDOS
Requisitos de Compensación	<ul style="list-style-type: none">– Derivados estandarizados.– Permite a las contrapartes no financieras excluir a aquellos derivados directamente vinculados a su actividad comercial de una manera objetivamente mensurable, y establece un umbral de compensación mínimo exento.– No puede rechazarse la compensación de aquellos derivados que hayan sido declarados como aptos por las autoridades correspondientes.– AEVM decide qué derivados OTC están sujetos a la obligación de compensación.– AEVM puede establecer la obligatoriedad de la compensación de determinados contratos incluso cuando no exista una CCC que proporcione dicho servicio¹².	<ul style="list-style-type: none">– Derivados estandarizados.– Excepción para las contrapartes no financieras que utilicen un swap para cubrir o mitigar su riesgo comercial.– No pueda rechazarse la compensación de aquellos derivados que hayan sido declarados como aptos por las autoridades correspondientes.– CFTC y SEC decide qué derivados OTC son los que deben ser objeto de compensación, si bien los criterios de evaluación son distintos (efecto sobre la competitividad, costes de compensación).– CFTC y SEC pueden actuar incluso si no existe una CCC que compense un determinado contrato (por ejemplo, restringiendo su negociación) y puede también establecer la aplicación de la obligación de compensación.
Requisitos de Información	<ul style="list-style-type: none">– Comunicación a los TR o, en su defecto, a la autoridad¹³.– Comunicación a más tardar el día hábil siguiente al de ejecución, compensación o modificación del contrato.– Contrapartes no financieras están sujetas a dicha obligación en la medida en que superen un determinado umbral.	<ul style="list-style-type: none">– Comunicación a los TR o, en su defecto, a la autoridad.– Comunicación en tiempo real.
Registros de Operaciones	<ul style="list-style-type: none">– Inscripción en AEVM.– Requisitos de mecanismos de gobernanza, control de riesgos, etc.– Reconocimiento de registros de operaciones extranjeros sujeto a condiciones.	<ul style="list-style-type: none">– Inscripción en la autoridad correspondiente.– Requisitos de mecanismos de gobernanza, control de riesgos, etc.– No se regula el reconocimiento de registros de operaciones extranjeros.

¹² En el texto final acordado por el Parlamento, el Consejo y la Comisión en febrero de 2012, cuando no exista una CCC para la compensación del derivado en cuestión, la AEVM solicitará la presentación de propuestas a tal efecto.

¹³ En el texto final acordado por el Parlamento, el Consejo y la Comisión en febrero de 2012, la autoridad a la que hay que comunicar es la AEVM.



	UNIÓN EUROPEA	ESTADOS UNIDOS
Regulación de las CCC	<ul style="list-style-type: none">– Capital mínimo (5 millones¹⁴) y garantías.– Comunicación y autorización para la adquisición y cambios del 10%, 20%, 30% o 50% del capital social.– Normas de conducta, organizativas y de riesgo.	<ul style="list-style-type: none">– Requisitos de capital y garantías.– Los reguladores pueden establecer límites a la tenencia accionarial.– Normas de conducta, organizativas y de riesgo.
Segregación de márgenes	<ul style="list-style-type: none">– Derivados no compensados: se puede solicitar la segregación del margen.– Derivados compensados: los miembros de las CCC puede solicitar que sus márgenes sean segregados del resto de los clientes, así como que los márgenes de sus miembros no se destinen a la cobertura de las pérdidas derivadas del incumplimiento de otros miembros.	<ul style="list-style-type: none">– Derivados no compensados: las contrapartes pueden solicitar la segregación del margen inicial.– Derivados compensados: CFTC está en proceso de consulta sobre 4 posibles alternativas en relación con este tema.
Fecha de entrada en vigor	Previsto que entre en vigor en 2012 y las normas técnicas reglamentarias deberían estar finalizadas a finales de junio de 2012.	Previsto que las disposiciones del Capítulo VII entrarán en vigor el día 16 de julio de 2011. Debido al retraso en la elaboración de las normas de desarrollo, la CFTC y SEC han emitido órdenes clarificando cuáles son las normas que entrarán en vigor en la fecha prevista y aquellas cuya aplicación queda exceptuada temporalmente (al menos hasta el 31 de diciembre de 2011) ¹⁵ .

III. PROPUESTA DE REGLAMENTO RELATIVO A LOS DERIVADOS OTC, LAS CONTRAPARTES CENTRALES Y LOS REGISTROS DE OPERACIONES

El 15 de septiembre de 2010, la Comisión Europea presentó una propuesta de reglamento relativo a los derivados OTC, las CCC y los TR¹⁶ en res-

¹⁴ En el texto final acordado por el Parlamento, el Consejo y la Comisión en febrero de 2012 el capital mínimo se establece en 7,5 millones de euros.

¹⁵ En la fecha de entrega de este artículo, una parte importante de las normas de desarrollo todavía no han sido adoptadas por la CFT y la SEC.

¹⁶ Para un análisis más detallado del contenido de la propuesta de reglamento, ver EMILIO DÍAZ RUIZ/SALVADOR

puesta a los compromisos de la Unión Europea en el G-20 y alineada con el enfoque adoptado por Estados Unidos.

El objetivo principal de la propuesta es la reducción del riesgo sistémico mediante el incremento de la seguridad y de la eficiencia en los mercados de derivados OTC, objetivo que se persigue fundamentalmente a través de cuatro líneas de actuación:

- (a) Asegurar que todos los derivados susceptibles de registro en una CCC se compensen

RUIZ BACHS. Derivados OTC. Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2010), Fundación Estudios Financieros. N° 37.

a través de una entidad convenientemente autorizada. Se espera que el futuro reglamento habilite a AEVM para establecer obligatoriamente dicha compensación cuando la considere necesaria.

- (b) Asegurar la existencia de una adecuada transparencia en el mercado mediante el establecimiento de la obligación de informar de las operaciones a un registro o base de datos (*trade repository*), regulando el acceso a la información contenida en el mismo. Se pretende así asegurar que la información contenida en estos registros sea fiable, segura y esté protegida, para lo cual se establecerán requisitos específicos sobre los mismos.
- (c) Asegurar la solidez de las CCC, con independencia del tipo de derivadas con los que trabajen. Dado que se establece la obligación de compensar riesgos a través de CCC para ciertos derivados OTC, se ha previsto que las CCC deban cumplir una serie de requisitos prudenciales que garanticen su seguridad. Entre otras medidas, se señalará la obligación de tener un comité de riesgos, tratar adecuadamente los conflictos de interés, establecer normas de segregación y transferencia de posiciones y garantías (portabilidad), garantizar el capital adecuado y los recursos financieros suficientes para soportar la quiebra de los dos participantes de mayor tamaño y efectuar una gestión de la liquidez adecuada.
- (d) Eliminar las rigideces que dificultan el establecimiento de interconexiones entre las diferentes infraestructuras, asegurando la gestión apropiada de los riesgos derivados de estos acuerdos. La interoperabilidad puede constituir un instrumento práctico de cara a una mayor integración de las actividades de postcontratación en Europa. Pese a ello, también puede exponer a las CCC participantes en estos acuerdos a riesgos de diversa índole. Por ello, las CCC deberán evaluar y gestionar los riesgos adicionales asociados a sus interconexiones y

demostrar, en un proceso de verificación por parte de las autoridades, la solidez de los sistemas y procedimientos adoptados.

Desde el 15 de septiembre de 2010 la propuesta ha sido objeto de revisión por las distintas instancias europeas.

En primer lugar, el *Comité Económico y Social Europeo* (CESE) emitió su dictamen el 8 de diciembre de 2010¹⁷. Del contenido de dicho dictamen nos gustaría reproducir algunas de las consideraciones del CESE en el que se muestra crítico con la Propuesta de Reglamento:

«5.6. El CESE también desea prevenir contra algunos riesgos en cuanto a las medidas propuestas para el mercado de derivados. De hecho, el desplome de los mercados financieros no se ha debido únicamente a los derivados, a la falta de contrapartes centrales ni a que no se hubieran prohibido las ventas en descubierto.

5.7. A partir de los años ochenta se extendieron en los mercados financieros instrumentos derivados cada vez más sofisticados que han aumentado su eficacia hasta aproximarla al ideal de unos mercados completos que se describe en la teoría económica. A consecuencia de ello aumentó también la complejidad de las actividades de regulación, supervisión y vigilancia, y todos los paquetes de reformas se orientaron a lograr un mayor control de los mercados con lo que, a menudo, se reducía su eficiencia.

5.8. Un mercado es más eficiente cuanto mejor refleja el precio (o el rendimiento) de un valor la información disponible. Por lo tanto, para que un mercado sea más eficaz debería favorecerse la circulación de la información, de forma que sea posible incorporarla lo más rápidamente posible al precio de los valores. Es importante saber hasta qué punto se perderá eficacia con ello.

5.9. Ante todo, las medidas orientadas a reducir la gama de instrumentos financieros disponibles, como la limitación de las permutas de cobertura por impa-

¹⁷ Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la «Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados OTC, las contrapartes centrales y los registros de operaciones» COM (2010) 484 final 2010/0250 (COD) (2011/C 54/14).

go «naked» o la actividad de ventas en descubierto, podrían no aumentar la eficiencia de los mercados. De hecho, limitar los instrumentos disponibles reduce la capacidad de los mercados para absorber y difundir la información de que disponen los operadores.

5.10. Ciertamente puede discutirse la utilidad de las permutas de cobertura por impago «naked», que información añadida transmiten respecto de otros instrumentos o en qué medida influyen en los costes de la financiación. Sin embargo, su prohibición no produciría grandes ganancias en cuanto a la eficiencia. Limitar la posibilidad de realizar ventas en descubierto reduce la liquidez del sistema y, en consecuencia, la capacidad de reacción inmediata ante la aparición de nueva información. Por otra parte, limitar las transacciones de valores OTC, obligando a los operadores a tratar todos los derivados en mercados regulados y recurriendo a las cámaras de compensación, puede tener un doble efecto.

5.11. Por un lado, se contribuiría a hacer el mercado más transparente (sería más fácil, por ejemplo, controlar los importes y los riesgos de los valores de los operadores) y permitiría limitar, al menos parcialmente, posibles fuentes de inestabilidad. No obstante, en situaciones de tensión financiera posiblemente no sea suficiente la transparencia. La propuesta de la Comisión otorga a los reguladores competencias claras en situaciones excepcionales para que limiten o prohíban «temporalmente» la prohibición de realizar ventas en descubierto de todo instrumento financiero en coordinación con la AEVM, que, en cualquier caso, tendrá la posibilidad de intervenir directamente siempre que se cumplan dos condiciones: que exista una amenaza para el buen funcionamiento de los mercados y su integridad, y que los reguladores nacionales no hayan tomando medidas o que éstas no hayan sido suficientes.

5.12. Por otro lado, sin embargo, el riesgo es, una vez más, limitar la gama de instrumentos disponibles y hacer que aumente el coste de las transacciones ligadas a las actividades financieras. El mercado de futuros está altamente normalizado y regulado (porque es importante que puedan observarse los precios de los valores contratados). Por su parte, el mercado de forwards (que conceptualmente es un instrumen-

to similar a los futuros) está adaptado a la necesidad de las contrapartes y permite a los operadores estructurar los arbitrajes de forma flexible. Estos valores están poco normalizados y sería difícil trasladarlos a un contexto de mercado regulado tradicional sin limitar las opciones que tienen los inversores a su disposición.

5.14. Las contrapartes centrales, de hecho, no pueden considerarse la solución para el riesgo de contraparte y podrían no ser capaces de hacer el mercado más eficiente, visto su estado actual. En el marco actual, en el que en todas las regiones existen numerosas contrapartes centrales que difieren según se trate de permutas de cobertura por impago o de swaps de tipos de interés, se pone en peligro la posibilidad de utilizar las garantías colaterales de forma eficaz y de reducir la exposición a la contraparte. La contraparte central puede compensar la exposición sobre una base multilateral, pero sólo para la región, las contrapartes o los tipos de derivados idóneos que soporta. Esto significa que no es posible exigir una compensación entre las posiciones de permutas de cobertura por impago y las posiciones de swaps de tipos de interés.

5.15. La compensación bilateral de las exposiciones a más tipos de derivados OTC con una única contraparte ajena a la contraparte central puede conducir a un uso más eficiente de las garantías colaterales. Además, hay que tener presente que los derivados serán siempre instrumentos innovadores y a medida, y que habrá un elevado número de contratos que no sean idóneos para la compensación. Será necesario reconciliar estas posiciones teniendo en cuenta el riesgo de crédito a través de un proceso adecuado para la gestión de las garantías colaterales que aún no incluye a la contraparte central.»

En segundo lugar, el Banco Central Europeo (BCE) adoptó su dictamen sobre la propuesta el 13 de enero de 2011¹⁸. En dicho dictamen el BCE pone de manifiesto su apoyo al objetivo del reglamento propuesto de establecer requisitos unifor-

¹⁸ DICTAMEN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO de 13 de enero de 2011 sobre una propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados OTC, las contrapartes centrales y los registros de operaciones (CON/2011/1) (2011/C 57/01).



mes para los contratos de derivados OTC y para las actividades de las CCC y los TR. No obstante, el BCE considera que la función de los miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) debería especificarse y detallarse en los siguientes ámbitos:

- (a) la determinación de la aplicabilidad de la obligación de compensación no debería efectuarse por AEVM en solitario sino en cooperación con los miembros del SEBC;
- (b) la adopción de normas técnicas, directrices y recomendaciones para las CCC y los TR debería tener lugar en estrecha cooperación con los miembros del SEBC;
- (c) los miembros pertinentes del SEBC deberían, desde la perspectiva de la vigilancia y como bancos centrales de emisión, según proceda, participar en todas las tareas del colegio, incluidas la autorización y el examen continuo de las CCC;
- (d) en lo que se refiere a las relaciones con terceros países, la decisión de reconocer CCC de terceros países no debería adoptarse por la AEVM sin una estrecha cooperación con los miembros pertinentes del SEBC, desde la perspectiva de la vigilancia y como bancos centrales de emisión, a fin de velar por que las preocupaciones y las medidas de los bancos centrales referidas, por ejemplo, a gestión de liquidez y riesgo, se tengan debidamente en cuenta. Asimismo, el BCE recomienda que uno de los requisitos del reconocimiento sea el trato recíproco para las CCC de la Unión en la legislación aplicable de esos terceros países;
- (e) debe existir una participación y cooperación adecuada entre todas las autoridades, organismos y bancos centrales pertinentes. En el caso de los bancos centrales, esto se aplica tanto con respecto a su participación en el colegio como en lo referido al intercambio de la información necesaria, inclusive para los fines de estabilidad financiera, vigilancia y estadística.

Finalmente, el BCE considera que los fondos de un banco comercial no elimina verdaderamen-

te los riesgos, mientras que sí lo hace los fondos del banco central, como se reconoce en las recomendaciones del CPSS-IOSCO y SEBC-CERV. Por tanto, en el reglamento propuesto no deberían presentarse la liquidez del Banco Central y la existente en los bancos comerciales como dos opciones igualmente seguras y deseables para las CCC.

En relación con las citadas peticiones del Banco Central ha de señalarse que gran parte de las mismas ya se encuentran incorporadas en las propuestas transaccionales de las presidencias húngara¹⁹ y polaca²⁰.

Por lo que respecta al *Parlamento Europeo*, la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo adoptó su informe sobre la propuesta de reglamento el 7 de junio de 2011²¹ y el 5 de julio de 2011 se adoptó en primera lectura la propuesta modificada por el Parlamento Europeo²². A continuación exponemos aquellas enmiendas más relevantes propuestas por el Parlamento Europeo y que posteriormente han sido incorporadas en las propuestas de las distintas presidencias del Consejo:

- (a) Extensión de la aplicación del reglamento a los miembros compensadores.
- (b) Exención de la obligación de compensación en el caso de operaciones de derivados intragrupo.
- (c) Posibilidad de que la AEVM determine como aptos una categoría determinada de contratos pero para los que ninguna CCC ha recibido todavía autorización.

¹⁹ CONSEJO DE LA UNIÓN EUROPEA, DOC. 11058/1/11 REV1 EF 81 ECOFIN 314 CODEC 966. Bruselas 17 de junio de 2011.

²⁰ CONSEJO DE LA UNIÓN EUROPEA, DOC. 13595/11 EF 119 ECOFIN 549 CODEC 1340. Bruselas 6 de septiembre de 2011.

²¹ Informe de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo sobre la propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados OTC, las contrapartes centrales y los registros de operaciones, de 7 de junio de 2011, A7-0223/2011.

²² Enmiendas del Parlamento a la propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados OTC, las contrapartes centrales y los registros de operaciones, de 5 de julio de 2011, P7_TA-PROV(2011)0310.

- (d) Establecimiento y gestión de un registro público por parte de la AEVM.
- (e) La extensión de la obligación de información a todos los contratos derivados y no únicamente a los contratos derivados OTC, así como la posibilidad de delegar en terceros la comunicación de la información.
- (f) Reconocimiento de mayores poderes de la AEVM en relación con la autorización y supervisión de las CCC.
- (g) Regulación del secreto profesional.
- (h) Mayores requisitos de transparencia aplicables a las CCC.
- (i) El fondo de garantía estará destinado a cubrir aquellas pérdidas que no puedan ser cubiertas por los márgenes.
- (j) Ampliación de las disposiciones transitorias.

Finalmente, la propuesta ha sido examinada por el *Consejo de Ministros* a lo largo de las Presidencias belga, húngara y polaca que se han sucedido desde el 15 de septiembre de 2010 a la fecha de hoy. Por ser las más recientes nos detendremos en el análisis de las propuestas transaccionales de las Presidencias húngara y polaca.

En relación con la *propuesta transaccional de la Presidencia húngara*, que fue objeto de discusión en la reunión del COREPER de 16 de junio de 2011, cabe destacar especialmente el cambio introducido en el ámbito de aplicación del reglamento, ya que una gran parte del mismo se extiende a todos los derivados, tanto OTC o como no OTC. Así pues, tras el debate que tuvo lugar en el COREPER, si bien existía una amplia base de acuerdo sobre gran parte de la propuesta, seguían quedando pendientes las siguientes cuestiones de importancia:

1. Poderes de supervisión y función de la AEVM

La responsabilidad última en materia de autorización y supervisión de las CCC fue el principal asunto controvertido, centrándose en gran medida en el equilibrio de poderes entre la AEVM, la autoridad nacional del Estado miembro en el que

la CCC pide una autorización y el colegio supervisor que es quien emite el dictamen previo al respecto.

Otras preocupaciones relacionadas con la AEVM se centraron en el reconocimiento de las CCC de terceros países (art. 23) y el registro y supervisión de los TR, incluidas las sanciones (art. 51 a 61quinquies), así como el reconocimiento de TR de terceros países (art. 63).

2. *Ámbito de aplicación*

En cuanto al ámbito de aplicación del futuro reglamento, es decir, si sólo debe abarcar transacciones de derivados OTC o aplicarse a todas las operaciones de derivados, se plantearon cuatro temas potencialmente conflictivos:

- i) la obligación de compensación (principalmente el artículo 3): el texto de la Presidencia incluye todos los derivados. Se trata sin duda de la cuestión más controvertida.
- ii) la obligación de informar (artículo 7): el texto de la Presidencia incluye todos los derivados. Se trata de algo menos controvertido, y aunque se opusieron tres de las delegaciones, no existe una minoría de bloqueo que pudiera dificultar una transacción.
- iii) el derecho de acceso de cualquier plataforma de ejecución (es decir, un intercambio o una plataforma de negociación multilateral) en una CCC (artículo 8): el texto de la Presidencia incluye sólo derivados OTC.
- iv) el derecho de acceso de una CCC en flujos negociados de cualquier plataforma de ejecución (artículo 8bis): el texto de la Presidencia incluye sólo derivados OTC.

Por lo que respecta a la *propuesta transaccional de la Presidencia polaca* destacan los siguientes aspectos claves:

- (a) Liquidez del Banco Central: el Considerando 19.º sugiere que la Comisión debe asegurarse que las medidas adoptadas para facilitar el acceso a la liquidez del Banco Central no fomenten la toma de un riesgo excesivo por parte de las CCC.



- (b) **Ámbito de aplicación:** el reglamento únicamente se aplicará a los derivados OTC por lo que respecta a la obligación de compensación y acceso a las CCC. La obligación de información será de aplicación a todos los derivados.
- (c) **Aplicación anticipada:** se mantiene el requisito de aplicación anticipada.
- (d) **Fases de introducción gradual:** la AEVM puede permitir la introducción gradual de la obligación de compensación para un contrato que haya de ser objeto de aplicación anticipada y decidir la categoría de las contrapartes a las que resulta de aplicación dicha obligación.
- (e) **Excepciones de compensación de las operaciones intragrupo:** las contrapartes no financieras quedan exentas de la obligación de compensación siempre que dicha contraparte esté incluida en el perímetro de consolidación de forma plena y esté sujeta a los mismos procedimientos de evaluación de riesgo, medición y control y esté establecida en la UE o en la jurisdicción de un tercer país equivalente. Para las contrapartes financieras está prevista una exención si se cumplen determinados requisitos. Dichas operaciones intragrupo quedan sujetas a requisitos de garantías bilaterales, si bien incluso puede exceptuarse de su cumplimiento para contrapartes establecidas en la UE o en la jurisdicción de un tercer país equivalente si se cumplen determinados requisitos.
- (f) **Fondos de Pensiones:** la obligación de compensación no debe aplicarse durante un periodo transitorio a los contratos de derivados que reduzcan de una manera objetivamente mensurable los riesgos de inversión, o que faciliten la gestión eficaz de carteras directamente relacionadas con la solvencia financiera de fondos de pensiones de empleo tal y como se definen en el artículo 2(23) del reglamento, si bien deben quedar sujetos a requisitos de garantías bilaterales. La nueva propuesta reduce el periodo de exención de cinco a tres años, si bien amplía la definición de lo que debe entenderse por fondo de pensión.
- (g) **Terceros Países:** el nuevo artículo 9 sugiere que la UE cooperará con jurisdicciones de terceros países para evitar posibles solapamientos legales y tendrá en cuenta el trabajo realizado en los distintos foros internacionales en la aplicación del reglamento. Por otro lado, la AEVM reconocerá a CCC situadas en terceros países, si bien el reconocimiento de las mismas supondrá un proceso en varias etapas.
- (h) **Garantía:** el Considerando 37º sugiere nuevos tipos de activos de elevada liquidez que pueden ser aceptados como garantía por las CCC como son los bonos cubiertos (*covered bonds*), garantías a primer requerimiento ofrecidas por un miembros del SEBC y las garantías bancarias comerciales. De conformidad con el artículo 43, será la Comisión quien en las normas reglamentarias técnicas especificará el tipo de garantías que puede considerarse como de elevada liquidez.
- Los citados asuntos fueron objeto de discusión y negociación en el Grupo de Trabajo del Consejo Europeo de quedando algunos de ellos pendientes de acuerdo (fundamentalmente en materia de fondos de pensiones, cooperación con terceros países y los poderes de la AEVM y las autoridades nacionales). Finalmente, el 4 de octubre 2011, el Consejo alcanzó un acuerdo sobre el texto que servirá como base para que el Parlamento Europeo y el Consejo Europeo de Ministros puedan establecer su posición común.
- El 9 de febrero de 2012 se anunció²³ el acuerdo alcanzado por el Parlamento, el Consejo de la Unión Europea y la Comisión Europea sobre el Reglamento. Este acuerdo se logra tras superar el último obstáculo que impedía alcanzar un acuer-

²³ <http://www.europarl.europa.eu/news/en/pressroom/content/20120209IPR37742/html/EP-Council-deal-on-rules-for-a-safe-and-transparent-derivatives-market>.

do, el relativo a la autorización de las CCC. En este texto, la CCC no podrá ser autorizada si todos los miembros del colegio, a excepción del Estado Miembro de establecimiento de la CCC, acuerdan de forma conjunta que la CCC no debe ser autorizada; no obstante, el Estado Miembro de establecimiento de la CCC podrá referir el asunto a la AEVM para su mediación. Asimismo, en el caso de que dos tercios de los miembros del colegio hayan expresado una opinión negativa sobre la autorización, cualquier autoridad podrá referir el tema a la AEVM para que la misma tome una decisión al respecto.

El texto final acordado el 9 de febrero por las tres instituciones comunitarias ha sido publicado por el Consejo con fecha 19 de marzo de 2012²⁴. No obstante, la votación final por el Parlamento tendrá lugar en la sesión plenaria del 29 de marzo de 2012 y en durante la primavera/verano del 2012 la votación por el Consejo.

LOS REGISTROS DE OPERACIONES (TRADE REPOSITORIES-TR-)

Uno de los aspectos más destacados de la propuesta de reglamento²⁵ es la obligación de información prevista en su artículo 7 de conformidad con la cual las contrapartes y las CCC notificarán a un TR o, en su defecto, a la AEVM, los datos²⁶ de todo contrato de derivados, ya sea OTC o no²⁷, que hayan suscrito, así como cualquier modificación al mismo o su resolución.

²⁴ <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/12/st07/st07509-re01.en12.pdf>

²⁵ En la redacción dada por la Presidencia polaca, última existente a la fecha del presente artículo.

²⁶ La Propuesta de Reglamento prevé la delegación en la Comisión de los poderes para determinar los datos y el tipo de informes (formato y frecuencia) que hayan de comunicarse y la fecha en que se notificarán los contratos derivados, con inclusión de las fases de introducción gradual para los contratos suscritos antes de que sea aplicable la obligación de información. La AEVM presentará a la Comisión las normas técnicas de ejecución.

²⁷ A diferencia de lo previsto en la redacción original de la Propuesta de Reglamento, las dos últimas propuestas de las presidencias húngara y polaca extienden la obligación de información a todo tipo de derivados.

Antes de continuar con el análisis de la regulación establecida en la propuesta sobre los TR creemos conveniente señalar cuáles son las razones que avalan y justifican la existencia y necesidad de los TR:

- (a) Los TR pueden jugar un papel importante proporcionando información que ayude en la reducción del riesgo, eficiencia operativa y ahorro de costes, tanto para las entidades individualmente consideradas como para el mercado en su conjunto.
- (b) La comunicación de los datos de los derivados a los TR permite a las autoridades comprobar información precisa sobre los contratos de derivados en un plazo breve de tiempo desde que los mismos se celebran, así como los cambios que se operan en los mismos a lo largo de su existencia, lo que contribuye favorablemente en el cumplimiento de sus respectivos mandatos y sus responsabilidades legales.
- (c) Además, dado que recopilan la información de forma centralizada, los registros de operaciones son capaces de proporcionar información sobre el mercado de derivados que puede servir para promover la estabilidad financiera, ayudar en la detección y prevención de los abusos de mercado y a mejorar la transparencia de la información a las autoridades y al público en general, así como del mercado de derivados.

En cuanto lo que en la propuesta del reglamento se contiene sobre los TR, cabe destacar lo siguiente:

1. Definición de registro de operaciones

El artículo 2 de la Propuesta de Reglamento define los TR como una entidad jurídica que recopila y conserva de forma centralizada las inscripciones de derivados.

No cabe duda que la función característica y más importante de los TR es la descrita anteriormente, si bien es cierto que en la práctica los TR ofrecen habitualmente otro tipo de servicios accesorios como, por ejemplo, puedan ser los de con-

firmación de las operaciones, casamiento de operaciones, administración de eventos de crédito, conciliación de carteras o compresión de carteras.

2. *Inscripción y supervisión de los registros de operaciones*

2.1. Inscripción

Los TR deberán inscribirse en la AEVM y es la propia AEVM quien examinará y decidirá sobre la solicitud de inscripción presentada por una persona jurídica establecida en la Unión Europea, sin perjuicio de que, tratándose de entidades autorizadas o registradas por la autoridad competente de un Estado Miembro, la AEVM consulte a dicha autoridad con anterioridad a la inscripción.

Se ha previsto la delegación de poderes en la Comisión para la adopción de normas técnicas en las que se especifiquen los pormenores de la solicitud, normas técnicas cuyos proyectos serán elaborados por la propia AEVM, en consulta con los miembros del SEBC.

2.2. Baja registral

La AEVM revocará la inscripción de un TR en cualquiera de las circunstancias siguientes:

- a) si el TR no ha utilizado la inscripción en un plazo de doce (12)²⁸ meses, renuncia expresamente a la misma o no ha prestado servicios ni realizado actividad alguna durante los seis meses anteriores;
- b) si el TR ha obtenido la inscripción valiéndose de declaraciones falsas o de cualquier otro medio irregular;
- c) si el TR ha dejado de cumplir las condiciones iniciales de inscripción.

2.3. Supervisión

La supervisión de los TR corresponde a la AEVM quien a tal efecto dispondrá de las siguientes facultades:

- (i) solicitud de información a los TR, a terceros pertinentes y a terceros con los que dichos registros hayan subcontratado funciones o actividades operativas;
- (ii) investigaciones generales (examinar registros, datos, procedimientos u otra documentación pertinente; solicitar explicaciones orales o escritas; realización de entrevistas con el fin de recabar información); e
- (iii) inspecciones in situ.

2.4. Infracciones y sanciones

El Anexo I de la propuesta de reglamento establece la lista de infracciones en las que pueden incurrir los TR. El Anexo distingue entre cuatro tipos de infracciones según estén relacionadas con (i) requisitos de organización o conflictos de interés; (ii) requisitos operativos; (iii) transparencia y disponibilidad de la información; (iv) obstáculos a la actividad supervisora.

Para el caso de que un TR cometa de forma intencionada o negligente una de las infracciones enumeradas en el Anexo I, la Junta de Supervisores de la AEVM adoptará una decisión por la que se imponga una multa que se inscribirá dentro de los siguientes límites²⁹:

- Las infracciones a que se refieren el anexo I, sección I, apartados a) y b), el anexo I, sección II, apartados c), d), e), f), g) e i) y el anexo I, sección III, apartados a) y b), se sancionarán con multas de 10.000 euros como mínimo y 20.000 euros como máximo.

²⁸ En el texto final acordado por el Parlamento, el Consejo y la Comisión en febrero de 2012, el plazo de 12 meses ha quedado reducido a seis.

²⁹ Con el fin de decidir si el importe de base de las multas debe situarse en el extremo inferior, en el tramo intermedio o en el extremo superior de las horquillas, la AEVM tendrá en cuenta el volumen de negocios anual del registro de operaciones de que se trate correspondiente al ejercicio anterior. El importe de base se situará en el extremo inferior de la horquilla para los registros de operaciones cuyo volumen de negocios anual sea inferior a 1 millón de euros; en el tramo intermedio de la horquilla para los registros de operaciones cuyo volumen de negocios esté comprendido entre 1 y 5 millones de euros, y en el extremo superior de la horquilla para los registros de operaciones cuyo volumen de negocios anual supere los 5 millones de euros.

- Las infracciones a que se refieren el anexo I, sección I, apartados c), d), e), f), g), h) e i) y el anexo I, sección II, apartados a), b) y h), se sancionarán con multas de 5.000 euros como mínimo y 10.000 euros como máximo.

La propuesta de reglamento en su artículo 55 *quarter* también incluye la posibilidad de establecer multas coercitivas en determinados supuestos.

2.5. Requisitos aplicables a los TR

El Reglamento contiene también disposiciones orientadas a garantizar el cumplimiento de una serie de normas por parte de los TR. Se persigue el objetivo de que la información que los registros de operaciones conserven con fines reglamentarios sea fiable y segura y esté protegida. En particular, los TR estarán sujetos a requisitos organizativos y operativos y deberán garantizar una adecuada salvaguardia y transparencia de los datos. En este sentido cabe destacar los siguientes requisitos:

- (a) Sólidos mecanismos de gobernanza: estructura organizativa clara y mecanismos adecuados de control interno.
- (b) Medidas para la detección y gestión de conflictos de interés.
- (c) Garantía en la continuidad y el correcto funcionamiento de sus servicios y realización de sus actividades.
- (d) Consignación rápida de la información recibida y conservación de la misma durante diez años.
- (e) Cálculo de las posiciones por categorías de derivados y entidad notificante.
- (f) Publicación periódica de las posiciones agregadas por categoría de derivados.
- (g) Acceso directo e inmediato por las autoridades competentes pertinentes a los datos.

Nuevamente se delegan poderes en la Comisión para poder adoptar normas técnicas reglamentarias en las que se especifique la frecuencia y los pormenores de la información que debe publicarse y a la que pueden acceder las autoridades competentes.

3. *Relaciones con terceros países*

Los TR deben estar radicados en la UE para poder inscribirse en la AEVM. Sin embargo, un TR establecido en un tercer país podrá obtener el reconocimiento de la AEVM si cumple una serie de requisitos destinados a acreditar que está sujeto, en ese tercer país, a normas equivalentes y a una adecuada supervisión. A fin de garantizar la ausencia de todo obstáculo legal que pueda impedir un intercambio de información eficaz y un acceso sin restricciones a los datos conservados en los TR radicados en terceros países, la propuesta prevé la necesidad de celebrar acuerdos internacionales y de cooperación al efecto; en ausencia de tales acuerdos, los TR establecidos en terceros países no obtendrán el reconocimiento de la AEVM.

4. *Régimen Transitorio*

La propuesta de reglamento prevé en sus disposiciones transitorias que en el caso de que un TR haya sido autorizado o inscrito en su Estado miembro de establecimiento, antes de la entrada en vigor del futuro reglamento, para recopilar y conservar las inscripciones de derivados con arreglo a la legislación nacional de dicho Estado miembro, o un TR establecido en un tercer país que haya sido autorizado antes de la entrada en vigor del futuro reglamento para recopilar y conservar las inscripciones de derivados con arreglo a la legislación nacional de dicho Estado miembro, podrá ser utilizado a efectos del cumplimiento del requisito de información con arreglo al artículo 7, hasta el momento en que se adopte una decisión sobre la inscripción o el reconocimiento del TR al amparo del futuro reglamento. Hasta dicho momento, seguirán siendo aplicables al TR las normas de supervisión nacional y estará sujeto a la supervisión de la autoridad competente de su Estado Miembro.

Dichos TR deberán solicitar la inscripción en la AEVM en un plazo de seis meses a partir de la fecha en que la Comisión haya adoptado las últimas de las normas técnicas reglamentarias y de ejecución establecidas en los artículos 52 y 67 de la propuesta de reglamento.



REGIS-TR

A la fecha de hoy el número existente de TR para derivados OTC³⁰ es muy reducido, por ello nos parece importante señalar la iniciativa conjunta de Bolsas y Mercados Españoles (BME) y Clearstream para la creación de un registro europeo de operaciones derivados OTC denominado REGIS-TR. Dicha iniciativa operará bajo los requerimientos y prácticas legales que están siendo definidas en la UE y otros organismos internacionales sobre esta materia.

REGIS-TR está ya operativo y da soporte a toda la gama de productos derivados OTC y cubrirá derivados de tipos de interés, renta variable, materias primas y CDS. Los primeros productos que pueden registrarse en REGIS-TR son los swaps sobre interés (IRS), Forward Rate Agreement (FRA), Caps y Floors. Además REGIS-TR cubrirá contratos tanto estándar como no estándar.

Cualquier tipo de entidad, financiera o no financiera, puede acceder a REGIS-TR. Hay tres tipos de participación en REGIS-TR:

- (a) Participantes directos en REGIS-TR: Son aquellos que, mediante la firma del Acuerdo del Participante, acceden directamente a REGIS-TR con la apertura de una cuenta en el sistema, y así obtienen el acceso a todos los servicios de registro por su cuenta y por cuenta de sus clientes, además de tener la capacidad de casar operaciones con otros participantes directos. Tanto las entidades financieras como las no financieras que deseen beneficiarse de los servicios que REGIS-TR ofrece a sus participantes pueden optar por hacerse participantes directos.
- (b) Clientes de participantes: Tienen la posibilidad de acceder indirectamente al sistema

de REGIS-TR siempre como cliente de un participante para confirmar/rechazar los contratos y operaciones que les sean adjudicados por sus participantes directos.

- (c) Clientes Premium: Un cliente que tenga cuenta abierta con varios participantes directos puede elegir la posibilidad de acceder a una visión consolidada de los contratos y transacciones que les sean adjudicados por sus participantes directos.

REGIS-TR junto a su actividad principal de registro, también ofrece otro tipo de servicios administrativos como son los de comunicación, case, confirmación, reconciliación y consolidación, así como de reporting a sus participantes (privada), a los reguladores y al mercado (estadísticas). A este respecto, los contratos acordados por algún participante con cualquier institución que no sea participante de REGIS-TR no estarán sujetos a procesos de case o confirmación, pero las posiciones se reflejarán en una subcuenta (la cuenta propia del participante que comunique el contrato).

Dependiendo de los diferentes tipos de contrapartidas implicadas en un contrato, el sistema de REGIS-TR desencadena distintos procesos de case, confirmación y registro. De este modo, las comunicaciones estandarizadas entre participantes estarán sujetas a case, mientras cualquier comunicación entre un participante y uno de sus clientes o cualquier comunicación no estandarizada estarán sujetas a procesos de confirmación o rechazo.

Las contrapartidas tendrán completo acceso a sus propios datos en REGIS-TR, asegurándose la confidencialidad de los datos según los requerimientos de la UE. Asimismo, los supervisores tendrán acceso a la información relativa a las contrapartidas que supervisen, y de acuerdo a la legislación que dicte esta supervisión. Además, REGIS-TR también contempla el escenario en el que todos los agentes puedan acceder al sistema con la intención de casar o confirmar. De este modo, los supervisores y las contrapartidas se beneficiarán de la mayor calidad de información que provee la confirmación de operaciones (el llamado «*official record*»). Además, la información agregada será de carácter público para cumplir

³⁰ Vide Anexo 10 del Informe del Financial Stability Board «*Implementing OTC Derivatives Market Reforms*» de 25 de octubre de 2010 y el Anexo I del «*Report on OTC derivatives data reporting and aggregation requirements*» publicado por CPSS-IOSCO el 24 de agosto de 2011.

con los criterios de transparencia de mercado, pero asegurando la completa confidencialidad de los datos de los participantes del mercado.

Por último, cabe destacar que aquellos contratos totalmente casados y confirmados obtendrán lo que en REGIS-TR se llama «sello registral», que es la calificación oficial del sistema. Los efectos legales del Sello Registral se definen como sigue:

- (a) Como confirmación electrónica de un contrato sobre un derivado OTC sustituyendo la firma física.
- (b) Como prueba de la existencia del contrato.
- (c) Como medio para hacer público el contrato sobre un derivado OTC para supervisores, terceros, tales como auditores, y para el público en general (sólo información agregada y datos generales).

NEGOCIACIÓN DE LOS DERIVADOS OTC EN PLATAFORMAS ORGANIZADAS

Entre los acuerdos del G-20 formulados en las cumbres de Toronto y Pittsburgh se prevé el de la negociación de los contratos normalizados OTC en mercados o plataformas de negociación electrónica.

Dicho acuerdo ha continuado siendo objeto de análisis tanto en el ámbito de la Unión Europea como en el seno de organismos internacionales. Por lo que respecta a la Unión Europea y como continuación de la consulta pública de 19 de julio de 2010³¹ sobre estandarización y negociación en plataformas negociadas de los Derivados OTC, CERV (actualmente, la AEVM), en el marco de la revisión de la Directiva MiFID, publicó en Octubre de 2010 el Technical Advice³² y el 21 de diciembre de 2010 el Feedback Statement³³ sobre estos temas.

³¹ COMITÉ EUROPEO DE REGULADORES DE VALORES. *Consultation paper on standardisation and exchange trading of OTC derivatives*. CESR/10-610, 10 de Julio de 2010.

³² COMITÉ EUROPEO DE REGULADORES DE VALORES. Technical Advice to the European Commission in the Context of the Mifid Review-Standardisation and Organised Platform Trading of OTC derivatives. CESR/10-1096, octubre de 2010.

³³ COMITÉ EUROPEO DE REGULADORES DE VALORES. Technical Advice to the European Commission in the Context of the Mifid Review-Standardisation and Organised Platform Trading of OTC derivatives. CESR/10-1210, 21 de diciembre de 2010.

Las conclusiones que se deducen de los citados documentos entorno a la negociación de los derivados en mercados organizados son las siguientes:

1. *La negociación en plataformas organizadas*

- (a) El CERV pone de manifiesto que la situación actual no es satisfactoria y cree que la negociación de productos derivados estandarizados en plataformas organizadas debe ser incentivado por los reguladores, si bien no debe tener carácter obligatorio en este momento.
- (b) Teniendo en cuenta los comentarios recibido al documento de consulta y las necesidades regulatorias, el CERV considera que es necesario establecer un conjunto de criterios precisos para definir las plataformas organizadas. En este sentido lo que se propone es la determinación por AEVM de unos objetivos que deben ser cumplidos por la industria y en el caso de que dichos objetivos no se cumplieran, entonces podría considerarse la adopción de medidas regulatorias obligatorias apropiadas para tal propósito

2. *Características mínimas que debe cumplir una plataforma organizada de derivados OTC*

- (a) CERV considera que todavía es necesario un mayor análisis para determinar el conjunto de características que debe reunir una plataforma de negociación para poder ser considerada como una plataforma organizada de negociación de derivados y cumplir con los objetivos del G-20, si bien considera que dicho análisis debe iniciarse lo antes posible.
- (b) El CERV considera que el término plataforma organizada de negociación (*organised trading venue*) debe ser definido por referencia a un conjunto de características funcionales que colectivamente aseguren el cumplimiento de los objetivos establecidos por el G-20.



(c) En la opinión del CERV, es necesario, al menos, que una plataforma tenga unos altos estándares de transparencia del mercado y de eficiencia operativa. Los actuales estándares de pre y post transparencia establecidos en la MiFID para las acciones deben utilizarse como base a tales efectos. Dicho trabajo debe sustentarse en las actuales recomendaciones de CERV sobre transparencia para productos derivados y tener en cuenta las necesidades específicas de los participantes en los mercados de derivados. No obstante, CERV considera que puede ser necesario incorporar características funcionales en la definición de plataforma organizada de negociación como podrían ser las siguientes:

- acceso al mercado fácil y no discriminatorio;
- normas transparentes y no discrecionales;
- criterios objetivos para una eficiente ejecución de las órdenes;
- multilateralidad;
- autorización/regulación y supervisión por las autoridades competentes;
- resistencia operativa; y
- vigilancia del cumplimiento de las normas de administración de la plataforma.

Como conclusión inicial, es claro que los mercados organizados y los sistemas multilaterales de negociación cumplen con las características mencionadas y por tanto cumplen con los objetivos del G-20.

(d) El objetivo clave del CERV en términos legislativos es determinar si, además de mercados organizados y los sistemas multilaterales de negociación, existen otras plataformas de negociación que cumplan todos o parte de las características anteriores y puedan ser calificadas como plataformas organizadas de negociación de derivados.

En el ámbito de los organismos internacionales hay que señalar el informe emitido en febrero

de 2011 por la Task Force de OTC Derivatives de IOSCO (*Report on Trading of OTC Derivatives*)³⁴. Las conclusiones del informe se pueden resumir de la siguiente forma:

- (a) Resulta apropiado la negociación de contratos derivados estandarizados con un adecuado grado de liquidez en plataformas organizadas y que un enfoque flexible de la definición de lo que deben ser las plataformas organizadas para derivados debería maximizar el número de productos derivados estandarizados que podrían ser objeto de negociación en las mismas.
- (b) Las características que debe reunir una plataforma de negociación para considerarse apta la negociación de derivados serían las siguientes:
 - (i) registro en una autoridad competente que incluiría el cumplimiento de requisitos sobre su capacidad financiera y operativa;
 - (ii) acceso a los partícipes basado en criterios objetivos y justos, aplicados de una forma imparcial y no discriminatoria;
 - (iii) pre y post transparencia adecuada a la naturaleza y liquidez del producto y a las funcionalidades proporcionadas por la plataforma;
 - (iv) eficiencia operativa y resistencia, incluyendo vínculos apropiados con la infraestructura post-transparencia y medidas para gestionar situaciones de contingencia de la plataforma;
 - (v) capacidad para supervisar el mercado;
 - (vi) reglas transparentes que regulen la administración de la plataforma;
 - (vii) reglas que no permitan al operador discriminar entre participantes en condiciones equivalentes.

³⁴ TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION. *Report on trading of OTC Derivatives*. FR03/11, febrero de 2011.



- (c) A estas siete características se añade una octava, si bien ésta generaría costes adicionales y sobre la que no todos los miembros de la Task Force están de acuerdo si debe necesariamente cumplirse: la posibilidad de que los participantes de la plataforma busquen la liquidez y negociación con múltiples proveedores de liquidez en un sistema centralizado. A este respecto, la Task Force señala que si algunas jurisdicciones eligen exigir las ocho características mientras que otras no, ello podría conducir a diferencias regulatorias que podrían influir potencialmente en la elección de los participantes sobre la elección de la plataforma de negociación en la que llevar a cabo su actividad.
- (d) Asumiendo que la estandarización de productos se ha incrementado, que la compensación a través de cámaras de contrapartida central es utilizada para los derivados OTC y que una parte significativa de los datos sobre derivados OTC se comunica a los registros de operaciones, el informe identifica las siguientes ventajas de la negociación en las plataformas organizadas y a su vez afianzar los objetivos del G-20 de mejorar la transparencia, mitigar el riesgo sistémico y de protección frente a los abusos de los mercados de derivados:
- Mayor pre y post transparencia;
 - Incremento de la competencia en el mercado;
 - Pools de liquidez más profundos y resistentes;
 - Mejora de las capacidades de vigilancia del mercado; y
 - Reducción del riesgo sistémico.

CREDIT DEFAULT SWAPS

Otra de las iniciativas legislativas en el ámbito de la UE en materia de derivados es la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impa-

go (CDS) de 15 de septiembre de 2010³⁵. Los objetivos que se persiguen con dicha propuesta son los siguientes:

- (i) incrementar la transparencia sobre la posiciones cortas de los inversores en determinados instrumentos financieros (acciones y derivados sobre acciones, deuda soberana de la UE y CDS relativos a emisores soberanos de la UE);
- (ii) asegurar que los Estados Miembros tienen poderes claros para intervenir en situaciones excepcionales para reducir el riesgo sistémico, los riesgos a la estabilidad financiera y la confianza del mercado;
- (iii) asegurar la coordinación entre los Estados Miembros y la AEVM en situaciones excepcionales; y
- (iv) reducir el riesgo de liquidación y otros riesgos vinculados a las ventas cortas no cubiertas.

Por lo que respecta a los CDS la propuesta de reglamento³⁶ prevé lo siguiente:

1. Definiciones de CDS, CDS soberano y de posición descubierta en un CDS

La propuesta define los CDS como un contrato derivado por el cual una parte paga a otra una prima a cambio de recibir una indemnización o un pago en caso de incumplimiento por parte de una entidad de referencia o de que se produzca un evento de crédito que afecte a la entidad de referencia, o cualquier otro incumplimiento en relación con dicho contrato derivado que tenga un efecto económico similar; el CDS soberano³⁷

³⁵ COMISIÓN EUROPEA. Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago. COM (2010) 482 final 2010/0251 (COD). Bruselas 15 de septiembre de 2010.

³⁶ La propuesta del 15 de septiembre de 2010 ha sufrido diversas modificaciones como resultado de los trabajos de la Presidencia belga y húngara. En la actualidad existe una propuesta transaccional (DOC. 6823/3/11 EF 18 ECOFIN 82 CODEC 272 REV 3, de 6 de mayo de 2005) sobre la que existe un amplio consenso por parte de los miembros del Consejo y que servirá de base para el inicio de las negociaciones con el Parlamento Europeo.

³⁷ Esta es una definición introducida a posteriori con ocasión de las sucesivas reformas de la propuesta.

sería un CDS en virtud del cual se procederá a un pago o a otra prestación en caso de que se produzca un evento de crédito o un incumplimiento que afecte a un emisor soberano.

De igual forma, la propuesta de reglamento considera que una persona mantiene una posición descubierta en un CDS si el CDS no sirve:

- (a) para cubrir el riesgo de incumplimiento del emisor cuando la persona física o jurídica mantiene una posición larga en la deuda soberana del emisor al que se refiere el CDS;
- (b) para cubrir posiciones largas en instrumentos de deuda de un emisor cuyo precio tiene una elevada correlación con el precio de los instrumentos de deuda del emisor soberano al que se refiere el CDS.

No obstante, debe tenerse en cuenta que queda pendiente de desarrollo por parte de la Comisión los supuestos en que un CDS sirve para cubrir un riesgo de incumplimiento, así como el método de cálculo de las posiciones descubiertas cuando diferentes entidades de un grupo mantengan posiciones largas o cortas o cuando se trate de actividades de gestión de fondos relativas a distintos fondos.

2. Transparencia

El artículo 8 de la propuesta establece la obligación de notificación a la autoridad competente cuando la posición descubierta en un CDS relativa a una obligación de un Estado miembro o de la Unión alcance el umbral de notificación pertinente para el Estado miembro afectado o la Unión o descienda por debajo de dicho umbral.

Los umbrales de notificación pertinentes consistirán en un importe inicial y tramos incrementales adicionales en relación con cada uno de los Estados miembros y la Unión, con arreglo a lo especificado en las disposiciones que adopte la Comisión.

3. Restricciones en situaciones excepcionales por las autoridades de los Estados Miembros

La propuesta de reglamento prevé la posibilidad de que la autoridad competente en un Estado

Miembro pueda limitar la posibilidad de realizar operaciones o limitar el valor de las posiciones en CDS relativa a una obligación de un Estado miembro o de la Unión cuando concurren las dos condiciones siguientes:

- (a) Que se hayan producido hechos o circunstancias adversas que constituyan una seria amenaza para la estabilidad financiera o la confianza del mercado en el Estado miembro o en uno o varios otros Estados miembros.
- (b) Que la medida sea necesaria para hacer frente a la amenaza.

Dicha medidas podrán aplicarse a las operaciones con CDS de una determinada clase o a operaciones con CDS específicas y tendrán un periodo inicial de vigencia no superior a tres meses, pudiéndose prorrogar por otros tres meses si continúan permaneciendo las circunstancias que originaron la adopción de la medida en cuestión.

Las medidas que pretenda adoptar un Estado Miembro deberán ser notificadas con anterioridad a la AEVM (con 24 horas de antelación, salvo en circunstancias excepciones en las que la notificación podrá realizarse en un plazo más reducido) quien emitirá un dictamen en 24 horas en el que manifieste si considera que la medida es necesaria para hacer frente a la situación excepcional. No obstante, si se adoptaran medidas restrictivas contrariamente a lo dictaminado por la AEVM, la autoridad competente publicará en su página web un aviso en el que expondrá plenamente las razones de su actuación.

Asimismo, la propuesta prevé además que las autoridades de los Estado Miembros puedan, en particular, establecerse excepciones aplicables a las actividades de creación de mercado y a las actividades del mercado primario.

4. Poderes de intervención de la AEVM en situaciones excepcionales

La AEVM pueda limitar la posibilidad de realizar operaciones o limitar el valor de las posiciones en CDS cuando concurren las dos condiciones siguientes:

- (a) Que dicha medida esté encaminada a hacer frente a una amenaza, que tenga implicaciones transfronterizas, para el correcto funcionamiento y la integridad de los mercados financieros o para la estabilidad del conjunto o de una parte del sistema financiero de la UE.
- (b) Que una o varias autoridades competentes no hayan tomado medidas para hacer frente a la amenaza o que las medidas adoptadas no constituyan una respuesta adecuada frente a la misma.

En cualquier caso, la AEVM deberá tomar en consideración al adoptar dicha medida hasta qué punto ésta:

- (a) atajará de forma significativa la amenaza que pesa sobre el correcto funcionamiento y la integridad de los mercados financieros o la estabilidad del conjunto o de una parte del sistema financiero de la Unión, o mejorará de forma significativa la capacidad de las autoridades competentes de controlar la amenaza;
- (b) no creará un riesgo de arbitraje regulador;
- (c) no tendrá un efecto perjudicial sobre la eficiencia de los mercados financieros, como el de reducir su liquidez o crear incertidumbre entre los participantes en el mercado, que resulte desproporcionado con respecto a las ventajas de la medida.

La AEVM deberá notificar las condiciones de la medida a las autoridades de los Estados Miembros con 24 horas de antelación, salvo en circunstancias excepciones en las que la notificación podrá realizarse en un plazo más reducido.

CONCLUSIONES

Como se ha podido comprobar, se han producido avances, si bien discretos, en lo que se refiere a la regulación de los derivados OTC, y ello no sólo en la UE, sino incluso en EE.UU., donde los trabajos legislativos comenzaron mucho antes. Tras el transcurso de un año desde la publicación de las propuestas de ambos reglamentos comuni-

tarios se ha alcanzado muy recientemente un acuerdo entre las tres instituciones comunitarias, pero queda por delante, todo el trabajo a realizar por la AEVM y la Comisión relativo a la elaboración de las numerosas normas técnicas previstas en las propuestas. La preparación de estas normas técnicas no es una tarea sencilla, no sólo por su número sino también por la complejidad de los asuntos que deben regular. Prueba palpable de ello está siendo el desarrollo reglamentario de la Ley Dodd-Frank, algunos de los preceptos tocantes a los derivados aún no han entrado en vigor, ya que la CFTC y la SEC se han visto obligadas a decidir el retraso en su aplicación porque el plazo de un año previsto para la adopción de normas de desarrollo no ha sido en modo alguno suficiente (de hecho, los representantes de ambas instituciones han venido a reconocer que será muy difícil que esto pueda ocurrir en 2011).

Dada la naturaleza global de los mercados de derivados OTC es evidente la necesidad de cooperación de la UE con las jurisdicciones de terceros países, especialmente con EE.UU., con el fin de asegurar una coordinación legislativa que genere unos ciertos estándares internacionales (parece razonable que se siguieran los fijados por el CPSS-IOSCO, así como con las recomendaciones realizadas por el FSB), en particular por lo que concierne a los requisitos que han de reunir las CCC y los TR; de esta forma, se podrán evitar solapamientos legales y eliminar cualquier posibilidad de arbitraje regulador. Pero, a la vez, no parece razonable seguir las extremadamente restrictivas reglas norteamericanas sobre contratación de derivados OTC, que parecen más bien responder a un cierto pánico derivado de la situación financiera vivida durante la presente crisis, más que a un análisis racional del papel de los derivados como útil instrumento de cobertura de riesgos.

No cabe duda alguna de los efectos positivos que sobre el papel los TR pueden aportar al mercado de los derivados OTC y a sus participantes, incluidas las autoridades competentes, si bien es cierto que a día de hoy todavía resulta incierto si los mismos podrán ser conseguidos en la práctica. En este sentido, creemos que el éxito de los TR



depende en gran medida de la calidad de los datos que les sean proporcionados (uniformes, exhaustivos con un nivel de detalle suficiente), de que su suministro se realice puntualmente y de que el acceso a los mismos, tanto por las CCC, como por los potenciales inversores y las autoridades, se haga de forma fácil y rápida. En cualquier caso, hay que valorar positivamente las nuevas iniciativas que se están desarrollando en Europa, como la de Regis-TR, anticipándose a lo que será la regulación definitiva de los TR.

Si, como ya hemos indicado anteriormente, la negociación de los derivados OTC en plataformas de negociación organizadas puede aportar ventajas al mercado de derivados, es necesario plantearse hasta qué punto es realista pensar que ello pueda tener lugar en un corto/medio plazo de tiempo y la conveniencia de establecer su carácter obligatorio. Respecto al primero de estos asuntos, entendemos que son requisitos previos imprescindibles para que pueda tener lugar la negociación de los derivados OTC en plataformas organizadas el que éstos alcancen un amplio nivel de estandarización, así como que la definición de cuáles son las características que deben reunir dichas plataformas se finalice con un consenso generalizado de los participantes en los mercados (la aquiescencia de los reguladores y supervisores no es ni mucho menos bastante, si las herramientas que se acaban poniendo a disposición de los inversores no les son útiles, porque entonces no funcionarían), extremos ambos que en la actualidad son bastantes improbables dada la naturaleza intrínseca de los derivados OTC y el estado de los trabajos que se están llevando a cabo en los foros internacionales sobre la segunda cuestión. Por lo que respecta a la obligatoriedad de la negociación, entendemos, como así lo ha puesto de manifiesto la AEVM, que no es el momento adecuado para establecer su obligatoriedad, sin perjuicio de que la negociación deba incentivarse tanto por las autoridades competentes como por la propia industria de los derivados OTC.

Por lo que respecta al establecimiento de restricciones a la operativa con derivados y, en particular con los CDS, entendemos que las mismas deberían ser adoptadas por las autoridades competentes, nacionales o europeas, con carácter excepcional en aquellos supuestos en que pueda estar en juego la estabilidad del sistema financiero y teniendo en cuenta en el momento de su adopción sus repercusiones en toda la Unión Europea, por lo que resulta de gran importancia asegurar un alto grado de información y de coordinación sobre dichas medidas entre todas las autoridades europeas.

Por último, existen aún cuestiones cuya respuesta requieren un análisis muy meditado, que no parece que podamos dar por concluido aún:

1. ¿Hasta qué punto los beneficios que pretenden aportar las medidas –en muchas ocasiones, enormemente restrictivas– previstas en las propuestas legislativas justifican la reducción o incluso la posible eliminación de los propios beneficios que aportan los derivados OTC al sistema financiero (liquidez, innovación en respuesta a las necesidades de la industria,...)? ¿Dichas medidas serán realmente eficientes cuando nos encontremos ante una situación de tensión financiera como la que estamos atravesando en estos momentos?
2. ¿Cuáles serán las consecuencias desde el punto de vista de la competencia en el mercado financiero si finalmente dichas medidas conllevan un aumento del coste de las transacciones ligadas a las actividades financieras y existen jurisdicciones en que esas medidas no existen (por ejemplo, en los países hoy llamados emergentes pero que, como ha sucedido con algunos en estos últimos años, alcancen una alta significación económica)?
3. Dada la naturaleza de los derivados OTC, ¿serán capaces de sobrevivir en un entorno tan regulado como el que puede resultar de dichas iniciativas legislativas?



LA REFORMA DE LA COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN EN ESPAÑA

Ignacio Santillán Fraile

Director General de la Gestora del Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN)

1. INTRODUCCIÓN

En diciembre de 2007, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España publicaron un documento conjunto titulado «Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones». En este documento, ambos organismos hacían una revisión del panorama de las actividades de post trading en Europa, identificando las diferentes actividades que componen estos procesos (compensación, liquidación y registro) y analizando los procesos puestos en marcha hasta ese momento para conseguir en el ámbito de estas actividades, mayores cotas de integración, competencia y reducción de costes.

Dicho documento, incluía un análisis del sistema español de compensación y liquidación y registro para renta variable, proponiendo líneas de actuación que permitiesen adecuar mejor dicho sistema con los estándares que se iban y ya definiendo a nivel europeo en esta materia.

Con posterioridad, el 12 de febrero de 2010, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) publicó una «Consulta pública del proyecto de reforma en compensación, liquidación y registro en el mercado español de renta variable». Este documento constituyó el inicio de un proceso de reforma del sistema español de compensación, liquidación y registro que, tras diversos trabajos llevados a cabo por grupos constituidos *ad hoc*, dio lugar a otro documento sometido a consulta pública el 14 de enero del 2011, denomina-

do «Propuestas de reforma en el sistema español de compensación, liquidación y registro. Documento para consulta pública». A este documento y las contestaciones recibidas en el proceso de consulta pública correspondiente, le siguen en la actualidad, una serie de trabajos que se orientan hacia una reforma del sistema español de post-trading de renta variable.

Se encuentra, por tanto en la actualidad en marcha, un proceso de reforma cuyos fundamentos y estado de situación vamos a repasar brevemente. En todo caso, sí se debe adelantar que este proceso se encuentra incardinado en un más amplio proceso de unificación y coordinación de la regulación y el funcionamiento de los sistemas de post trading que se está produciendo a nivel europeo, y tiene como una de sus principales finalidades, precisamente, su mejor acoplamiento a dicho proceso.

2. LAS CAUSAS DE LA REFORMA

Las actividades de post trading abarcan los siguientes pasos conceptuales:

Primero, una vez contratadas las operaciones, se debe determinar qué entidad será responsable de liquidar –esto es, de entregar los valores o el efectivo– respecto de cada operación contratada.

Segundo, es preciso calcular y determinar la forma en que cada entidad debe cumplir con tales obligaciones de transferencia. Para ello, hay diferentes mecanismos, como son que las órdenes se

ejecuten una por una (gross settlement) o se ejecuten acudiendo a la compensación bilateral entre entidades (bilateral netting) o a la compensación multilateral (multilateral netting) que implica que todas las obligaciones de entrega y recepción de valores o efectivo que incumban a una entidad para un día de contratación, se compensan, de forma que el resultado es que cada entidad participante en el sistema debe entregar una sola cantidad de efectivo y una sola cantidad de valores a nivel de código valor, para un día dado.

Tercero, es preciso efectuar las transferencias de valores y efectivo que resulten del anterior proceso. Las transferencias de efectivo se efectúan a través del sistema de pagos gestionado por el correspondiente banco central (dinero de banco central) o bien a través de cuentas mantenidas en un banco comercial (dinero comercial). Las transferencias de valores se realizan a través del correspondiente Depositario Central de Valores donde éstos están registrados.

Cuarto y último, por lo que respecta a los valores asentados en las cuentas de sus adquirentes, debe quedar claramente acreditada la titularidad y derechos de los mismos como titulares sobre dichos valores. Esta cuestión la determina el sistema de registro de valores que, con una adecuada regulación jurídica, debe garantizar la posición jurídica de los titulares –adquirentes– de valores.

Los pasos primero y segundo que se orientan a asignar la responsabilidad de la liquidación de las operaciones y a la forma de determinar cuantitativamente las obligaciones de entrega de valores y efectivo a cada entidad participante en el sistema, constituyen la fase denominada de clearing o compensación. La tercera fase, el intercambio de valores y efectivo entre participantes, constituye la liquidación o settlement y la cuarta, el régimen de titularidad y su contenido, así como las circunstancias que puedan afectar a aquella, el registro.

Una adecuada regulación de las actividades de post trading a nivel europeo –compensación, liquidación y registro– ha sido una de las áreas de atención de la Comisión Europea ya desde hace tiempo.

Las actividades de post trading son lógicas y cronológicamente posteriores a la actividad de negociación de los valores e instrumentos financieros, ya sea ésta realizada en centros organizados de contratación o mediante operaciones bilaterales OTC.

Las diferentes actividades de post trading, vienen inicialmente a atender una necesidad evidente de los propios centros de negociación de valores e instrumentos financieros: la ejecución efectiva de las operaciones que en ellos se contratan. Consecuentemente, los diferentes sistemas de liquidación de operaciones y de registro de valores han surgido inicialmente como una extensión de los diferentes centros de negociación de valores y, tradicionalmente, de los mercados secundarios organizados. Esto implica que el diseño, operativa, medios y regulación de estos sistemas de post trading han sido, en origen, específicos para cada sistema y para cada Estado, que organizaba su regulación y supervisión.

Dentro del proceso de integración de los mercados financieros europeos, la Comisión Europea dirigió ya hace tiempo, su atención sobre el efecto que esta fragmentación de los sistemas de post trading tenía sobre tal proceso.

La Comisión evidenció que la estructura nacional y separada de la operativa e infraestructuras de post trading en Europa, limitaban la integración de los mercados financieros europeos, haciendo las transacciones transnacionales no solo más caras, sino también más inseguras, al carecer de un marco legal y regulatorio claro que cubriese estas operaciones y sus efectos jurídicos.

Si bien no es objeto del presente trabajo el analizar este proceso europeo de regulación en el ámbito del post trading –que se analiza con detalle en otro trabajo de este mismo Observatorio– entender someramente los elementos esenciales que lo han definido, nos dará una clara idea de las razones que han llevado al proceso de reforma del sistema español de compensación, liquidación y registro de renta variable actualmente en marcha.

A nivel europeo, la preocupación se ha centrado entre otros aspectos, en el elevado coste de la ejecución de las transacciones transfronterizas en



comparación con el coste de las nacionales. Este extracoste viene originado por la necesaria intervención de entidades pertenecientes a diferentes sistemas para la liquidación y registro de una operación intracomunitaria con elementos transnacionales, por un lado, y por la necesaria adaptación de las entidades con vocación de actuación a nivel europeo al funcionamiento de diferentes sistemas, lo que implica un incremento de coste en materia de personal y medios técnicos y operativos, por otro.

Otro centro de preocupación a nivel europeo lo constituye el conseguir un escenario adecuado de competencia en la prestación de servicios de post trading (ya sea de compensación, de liquidación o de registro) en el convencimiento de que mayores niveles de competencia permitirán también, una rebaja de costes.

Otro aspecto relevante, lo constituye la consecución de niveles adecuados de seguridad jurídica en la ejecución de las transacciones que incorporan elementos transnacionales. La consecución de estándares de seguridad jurídica en materias tales como la liquidación transnacional –o entre sistemas– de operaciones, o la regulación adecuada de la posición jurídica de los titulares de valores cuando dichos elementos transnacionales concurren, son cuestiones que preocupan a nivel europeo.

Por último, a medida que se avanza en la idea de una regulación europea en la materia como marco para las regulaciones nacionales concretas, deben identificarse los estándares mínimos que los gestores que exploten los correspondientes sistemas deben reunir. Esto abarca requisitos regulatorios, de solvencia, de organización, de seguridad tecnológica, operativa y jurídica, de buen gobierno y de gestión de conflictos de interés, entre otros.

Estos cuatro elementos, por tanto, (i) eficiencia operativa y reducción de costes en la ejecución de operaciones intracomunitarias con elementos transnacionales, (ii) apertura de los sistemas de post trading a una efectiva competencia, (iii) obtención de niveles de seguridad jurídica adecuados para todas las transacciones y titularida-

des de valores intracomunitarias –incluidas las que incorporen elementos transnacionales– y (iv) el establecimiento de mínimos regulatorios para quienes gestionen sistemas de compensación, liquidación o registro en Europa; son los elementos esenciales que dirigen la actividad operativa y regulatoria de la Comisión Europea y de las instancias europeas en general –entre las que tiene un papel destacado el Banco Central Europeo, a través del proyecto Target 2 Securities (T2S)– en esta materia.

Dentro de este proceso de actuación a nivel europeo, la identificación de las principales barreras que conducían a una integración de los mercados financieros europeos en materia de post trading fueron puestas de manifiesto en el denominado «Informe Giovannini», emitido en el año 2001, seguido de otro en el año 2003 que proponía líneas de actuación para superar tales barreras.

Posteriormente, en lo que toca a las cuestiones más puramente jurídicas, la Comisión creó el Legal Certainty Group que elaboró un primer informe en 2006 y un segundo informe en 2008.

Junto a tales actuaciones fundamentalmente analíticas, se desarrollaron otras entre las que es especialmente relevante la asunción por parte de los operadores de sistemas de negociación y post negociación –con el impulso de las autoridades europeas y en particular del Comisario McCreevy– de ciertos compromisos en materia de transparencia e interconectividad entre sistemas, a través de un Código de Conducta redactado en 2006.

La Comisión consideró este Código como muy positivo en el proceso de integración a nivel europeo de estas actividades, si bien lo consideró insuficiente. Un análisis de la situación, realizado tres años después de la firma del referido convenio, en noviembre de 2009 –«The Code of Conduct on clearing and settlement: three years of experience»– así lo atestigua.

Por otro lado, el Informe Giovannini había identificado los mecanismos para tratar de superar las barreras existentes. A tal informe siguieron efectivamente, determinadas medidas.



Entre las medidas adoptadas por la industria cabe resaltar el Convenio mencionado. Entre las medidas regulatorias a nivel europeo cabe señalar que la MIFID exige que en los Estados miembros se reconozca el derecho de todas las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito europeas acceder a los sistemas de contrapartida central, compensación y liquidación de cada Estado, así como que los mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación permitan a sus miembros liquidar operaciones en el sistema por ellos elegido, si bien este último mandato se somete a que sea posible técnicamente y no ocasione inconvenientes para el funcionamiento armónico y ordenado del mercado o sistema de negociación correspondiente, a juicio de la autoridad supervisora competente.

Asimismo, en el ámbito de las medidas regulatorias a nivel europeo, cabe resaltar –promovida inicialmente por la necesidad sentida tras la crisis, de regular los derivados OTC y sus registros y liquidación centralizados– el proyecto de reglamento comunitario denominado «European Market Infrastructure Regulation». También se deben referir en este sentido, la Directiva 2009/44, de 6 de mayo de 2009, que regula la conectividad entre sistemas, la reciente iniciativa para la regulación de los Depositarios Centrales de Valores así como la dirigida al establecimiento de normas comunes mínimas en la regulación del registro de valores desmaterializados, denominada *Directive on legal certainty of securities holding and transaction o Securities Law Directive*.

En el ámbito de la intervención operativa directa por parte de las autoridades, hay que situar el proyecto Target 2 Securities (T2S) impulsado y gestionado por el Banco Central Europeo.

El proyecto T2S culminará con la puesta en marcha de una plataforma única para la liquidación de operaciones sobre valores europeos, tanto de renta fija como de renta variable, a la que se adscribirán los diferentes sistemas europeos de liquidación respecto de los que formalmente se constituirá en un prestador de servicios. El acceso y utilización de T2S requiere la unificación de procesos y mensajería entre sistemas. Asimismo

requiere, o al menos aconseja, que los mecanismos de funcionamiento de los sistemas nacionales que se adhieran, sean compatibles de la manera más sencilla y eficiente con esta nueva plataforma.

En este escenario general europeo que hemos repasado brevemente, el sistema español de compensación, liquidación y registro, debe adaptarse en lo que sea necesario para cumplir con los estándares operativos que se deriven del proyecto T2S por un lado, y con las líneas de regulación europea ya existentes o potencialmente existentes en el futuro, por otro. Así lo señalaba ya el documento publicado conjuntamente por la CNMV y el Banco de España en diciembre de 2007, y lo especifican también los sucesivos documentos publicados por la CNMV dentro del proceso de reforma en marcha.

Es esta necesidad de adaptación la que está en el origen de la reforma del sistema español. Por tanto, uno de los elementos relevantes en este proceso de reforma lo constituye –sin que ello suponga que no pudiesen existir otros motivos que aconsejasen, en ausencia de los referidos regulación y proyectos europeos, algunas modificaciones al sistema– el que no es una reforma originada por el propio sistema por específicas necesidades operativas o comerciales, sino impulsado por los poderes públicos a través de la regulación y de la necesaria adaptación operativa al proyecto T2S.

Por último, nos centraremos en este momento en el análisis de la reforma del sistema de post trading español en renta variable, que es el que en la actualidad se encuentra en marcha, y ello sin perjuicio de que, como se señala en el propio proyecto, la idea final puede ser la de que los sistemas de renta fija y renta variable se sometan a similares procedimientos y estándares en esta materia.

3. LAS LÍNEAS FUNDAMENTALES DE LA REFORMA

La reforma, se está centrando en el actual proceso, en las siguientes líneas generales:



3.1. FIRMEZA DE LAS OPERACIONES

Una de las preocupaciones de naturaleza legal que se proyecta sobre los sistemas de liquidación de valores –sistemas con potencial influencia sistémica en un mercado financiero– es la protección de las expectativas que sus participantes tienen en materia de recepción de valores o efectivo, derivadas de la participación en tales sistemas. Entre estas expectativas se incluye la de que la validez jurídica de las órdenes de transferencia de valores o efectivo dadas por otros participantes en el sistema a su favor, no se vea alterada si, con posterioridad, respecto de alguno de tales participantes se origina un procedimiento de insolvencia.

Tener esta seguridad requiere la existencia de una previsión legal que determine qué órdenes de transferencia de valores o efectivo no podrán verse alteradas en su validez por una posterior declaración de insolvencia. Una previsión legal de esta naturaleza se requirió a los Estados, miembros por la *Directiva 98/26/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de mayo, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores*, concretamente en su artículo 3.

Esta regulación se introdujo en España a través del art. 11 de la *Ley 41/1999 de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores* que remite a las normas de cada sistema para determinar en sus propias normas de funcionamiento «el momento de irrevocabilidad y firmeza de las órdenes de transferencia (...)».

El sistema de compensación y liquidación bursátil español es uno de los sistemas reconocidos por la referida Ley y tiene, por tanto, su propia norma reguladora de la firmeza. Así, el Reglamento de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores fija la firmeza de las operaciones (el momento a partir del cual la validez de las operaciones no puede ser afectada por una posterior declaración de insolvencia) en el momento en que las operaciones son comunicadas de la Bolsa al sistema de liquidación gestionado por Iberclear. Este momento es inmediatamente posterior a la

contratación, según establece el artículo 31 del referido Reglamento.

Esta norma es coherente con el principio de aseguramiento de la entrega a que responde el sistema de liquidación bursátil español (Cfr. Arts. 56 y ss del RD 116/1992, de 14 de febrero). Este principio, tal y como se encuentra delimitado, implica que se garantiza que quien cumple su prestación –entrega de efectivo o valores– recibirá con seguridad la contraprestación que le es debida. Esto implica en términos coloquiales que el sistema descansa sobre el principio de que lo que se contrata necesariamente se liquida. Si bien este principio ha sido matizado por el RD 363/2007 de 16 de marzo, que modificó el artículo 59 del RD 116/92 en el sentido de prever que respecto de algunos valores se pueda no producir la liquidación de las operaciones en caso de incumplimiento, esta previsión reglamentaria no ha sido aplicada.

Uno de los elementos que se pretenden reformar ahora, es el momento de fijación de la firmeza de las operaciones, de forma que las operaciones contratadas no constriñan de una manera determinante, la posibilidad de aceptar la liquidación de operaciones.

En este sentido, los documentos publicados por la CNMV hasta la fecha dejan claro que es intención de la reforma trasladar el momento de la firmeza a un momento más cercano a la efectiva liquidación de la operación que a la contratación de la misma. Este traslado del momento de la firmeza resulta más coherente con la identificación de la entidad respecto de la que se puede predicar tal firmeza por un lado, y por otro, permite estudiar cuál es el momento más adecuado dentro del nuevo sistema de liquidación que –si bien establecerá sistemas que traten de garantizar en lo posible, la liquidación efectiva de las operaciones– no va a funcionar con un sistema de aseguramiento de la entrega en los términos en que existe en la actualidad.

En relación con esta cuestión, en el momento actual, están aún pendientes de definir de un modo claro, dos aspectos relevantes:

El primero de ellos es determinar en qué momento concreto del proceso de compensación,

liquidación y registro se debe establecer esta firmeza de las órdenes. En este sentido se debe señalar que la determinación del momento de firmeza no es neutro desde la perspectiva de los intereses implicados, puesto que la posibilidad de anular operaciones hasta un momento u otro, puede permitir una mayor o menor flexibilidad a la hora de tratar potenciales incumplimientos por parte de los clientes de las entidades liquidadoras.

El otro de los aspectos abiertos, es determinar si dado que –como veremos más adelante– se prevé la creación e interposición de una Cámara de Contrapartida Central en el proceso de compensación, debe fijarse un momento de firmeza solo en el ámbito de la CCP o también en el ámbito del Depositario Central de Valores (DCV) gestionado por Iberclear, que será quien previsiblemente ejecute la liquidación de las operaciones.

En todo caso, éstas son cuestiones que a la luz de la previsión legal en vigor (art. 11 de la Ley 41/99) se deberán determinar normativamente en el Reglamento de los correspondientes sistemas (el CCP y el DCV). Por tanto, aun cuando se avance –lógicamente– en la determinación de este aspecto en el transcurso del diseño, desarrollo e implantación del nuevo sistema, formalmente esta cuestión se regulará por el correspondiente Reglamento de cada sistema, que deberá ser aprobado por el Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la CNMV, del Banco de España y de las Comunidades Autónomas cuyos Estatutos de autonomía les reconozcan competencias en materia de regulación de centros de negociación de valores.

3.2. LIQUIDACIÓN POR SALDOS

El sistema de liquidación bursátil español tiene alguna especificidad derivada del actual sistema de control del registro de valores, en el que se utilizan las denominadas Referencias de Registro, cuya existencia y funcionamiento operativo interfieren en el proceso de liquidación de operaciones de venta de valores e impide una liquidación de la pata de valores mediante compensación, esto es, por saldos.

El sistema de control actual se basa en que las entidades deben tener constancia no solo del saldo de valores de sus clientes, sino de las operaciones de las que dicho saldo deriva. Cada operación –de compra, venta, u otro título jurídico, que incremente o disminuya el saldo de valores de un cliente– se identifica con un código denominado Referencia de Registro.

Una característica de este sistema consiste en que Iberclear mantiene un fichero con todas las Referencias de Registro emitidas que amparan los saldos de los clientes y de la cuenta propia de las entidades. Por tanto, el fichero de Referencias de Registro de las entidades se replica a nivel centralizado en Iberclear, si bien sin identificación del titular de los valores salvo cuando sean titularidad por cuenta propia de las entidades participantes en Iberclear.

El sistema se organiza de forma que en todo momento, deben mantenerse cuadrados ambos ficheros de Referencia de Registro. Por tanto, si una entidad –dentro del proceso de liquidación de una operación de venta– debe entregar valores de un titular registrados en sus cuentas, debe dar de baja la correspondiente Referencia de Registro en su totalidad o parcialmente en el saldo que corresponda. Y debe dar esta información a Iberclear para que Iberclear proceda a dar de baja la correspondiente Referencia de Registro del mismo modo. Esta comunicación de Referencias de Registro de las entidades liquidadoras a Iberclear, se denomina proceso de «justificación» dentro del proceso de liquidación de operaciones de venta.

Este proceso impide en la actualidad, desde un punto de vista operativo, que el sistema pueda liquidar las operaciones neteando posiciones y liquidando, por tanto, por netos en la pata de valores. Así, si una entidad liquidadora debe entregar 100 valores y recibir 100 valores del mismo código valor para una fecha, una liquidación por saldos permitiría que ni entregue ni reciba nada, al o del sistema, en tanto el actual sistema exige que para los 100 que se deben entregar se proceda a la justificación e identificación de las Referencias de Registro correspondientes y respecto de las que se recibe se registre la nueva Referencia de Registro que le facilitará Iberclear.



Por tanto, el actual sistema de liquidación, impide una liquidación de las operaciones por saldos –neteando posiciones de entrega y recepción de valores frente al sistema– lo cual se considera algo a cambiar en el proceso de reforma.

Ello implica que uno de los elementos de la reforma consista en sustituir el actual sistema de funcionamiento del control de registro, de forma que –sin renunciar a un sistema eficiente de control sobre el sistema– éste no interfiera en el sistema de liquidación permitiendo una liquidación por saldos con neteo de los mismos frente al sistema.

Esta es, por otro lado, una exigencia indirecta de la incorporación del sistema español al proyecto T2S antes mencionado, ya que de no procederse como se propone en el proceso de reforma, los procesos de liquidación una vez adherido Iberclear a T2S, se podrían complicar significativamente.

Después de analizar diversas opciones posibles –utilización de las Referencias de Registro pero sin incluir sus bajas dentro del proceso de liquidación, o eliminación y sustitución de este por otro sistema de control en el registro de valores– la reforma ha optado por la eliminación del sistema de Referencias de Registro.

Ello implicará el diseño de un sistema de registro normalizado para las entidades participantes, que permita un control adecuado de la actividad de registro de valores por estas entidades, evitando en lo posible incidencias, y siempre teniendo en cuenta que es éste un asunto muy relevante en cuanto es fundamento operativo de la acreditación de la titularidad de los valores por parte de los inversores. Este nuevo sistema nos lleva al siguiente elemento de la reforma.

3.3. NUEVO SISTEMA DE CONTROL DEL REGISTRO DE VALORES.

El régimen jurídico básico de los valores representados mediante anotaciones en cuenta se encuentra establecido en los artículos 5 a 12 bis de la LMV y desarrollado por el RD 116/92. El proceso de reforma no pretende modificar las líneas generales de este sistema que se ha revelado, en general, útil y una adecuada referencia jurídica.

Respecto del régimen de registro de valores, la reforma pretende modificar fundamentalmente el sistema de control de saldos de valores que en la actualidad se basa en la utilización del código denominado Referencia de Registro, cuyos ficheros se mantienen, como hemos señalado, replicados en cada entidad y en el registro central a cargo de Iberclear.

Asimismo se está analizando la posibilidad de la apertura de cuentas directas o indirectas de clientes en Iberclear.

Como sustitución del sistema actual y para hacer posible un sistema de liquidación por saldos, coordinado con un sistema robusto y seguro de registro de valores, la reforma prevé que se normalicen los sistemas y contenidos de la llevanza de cuentas de valores por las entidades adheridas a Iberclear, al tiempo que se establezcan mecanismos de control y conciliación frecuentes entre Iberclear y sus entidades adheridas.

Por otro lado, se ha aprovechado la reforma para tratar de introducir más claridad en el método de actuación en caso de que una entidad registradora o custodia de valores entre en un estado de insolvencia y no tenga suficiente saldo de valores para atender a la devolución de la totalidad de los valores de sus clientes. La reforma opta, con carácter general en estos casos, por la aplicación del principio de prorrata, de forma que los valores disponibles se repartan a nivel de código valor entre los clientes y por el resto, sean acreedores de la entidad con derecho a indemnización con cargo al correspondiente Fondo de Garantía de Inversiones, en su caso. Esta regla de prorrata ha sido reflejada en el nuevo artículo 12 bis de la Ley del Mercado de Valores, introducido por la Ley 34/2011, de 4 de octubre.

3.4. INCORPORACIÓN DE UNA CÁMARA DE CONTRAPARTIDA CENTRAL

La utilización de Cámaras de Contrapartida Central es cada vez más frecuente en el ámbito europeo para operaciones de contado. Se trata de un

instrumento fundamentalmente orientado a la gestión de los riesgos derivados de la contratación de valores e implica la interposición jurídica por efecto de la Ley, de una entidad entre las dos partes, como contrapartida vendedora y compradora respecto de cada una de ellas, una vez se ha ejecutado la operación de compraventa.

Por tanto, esta Cámara de Contrapartida Central o CCP (*Central Counterparty* en inglés) se constituye en contrapartida de todas las obligaciones de entrega de valores y efectivo y asimismo asume la obligación de entrega de valores y efectivo a las contrapartidas correspondientes.

Esta concentración de riesgos y obligaciones se debe ver adecuadamente complementada con una sólida gestión de riesgos que garantice, en lo posible, que efectivamente se liquiden las operaciones comprometidas, para lo que debe contar con un sistema adecuado de garantías, incluyendo una gestión de las potenciales situaciones de insolvencia de sus participantes.

La introducción de una CCP para las operaciones sobre renta variable, y más concretamente para las operaciones ejecutadas en la bolsa española, viene a sustituir al actual sistema en el que se produce una compensación multilateral de las obligaciones de pago de las entidades adheridas a Iberclear, si bien esta compensación se produce hoy solo en el ámbito de los pagos, y no responde a una previa subrogación legal de contrapartidas.

El sistema actual descansa sobre el principio de aseguramiento de la entrega mencionado anteriormente, que hace irrelevante la calidad crediticia de la contrapartida. La eliminación de este principio tal y como está concebido en la actualidad, aconseja tomar medidas que reduzcan el riesgo de contrapartida y liquidación, al tiempo que permitan una adecuada gestión de riesgos.

Por otro lado, en el sistema actual, las operaciones de compraventa se disocian en el sistema de compensación y liquidación en una obligación de entrega de valores y una de entrega de efectivo que se asignan a las entidades liquidadoras correspondientes, pero sin que se identifique quién es la contrapartida defraudada en caso de incumplimiento de una de tales obligaciones. El

principio de aseguramiento de la entrega, una vez más, hace en la actualidad esta vinculación innecesaria.

Con la utilización de una CCP, se mantienen relacionadas permanentemente las obligaciones de pago o entrega con la obligación contraria correspondiente a la operación de que se trate. Así, si hubiese un incumplimiento, se podría identificar a quién debe perjudicar dicho incumplimiento. Un elemento relevante, en este sentido, lo constituye el régimen de gestión de incumplimientos que finalmente se fije, sobre la base de intentar el cumplimiento por diversos mecanismos, teniendo como última opción el incumplimiento definitivo y un adecuado sistema de indemnizaciones en tales casos.

La posibilidad de introducir una CCP para la negociación bursátil en España no es nueva. La Ley del Mercado de Valores ya preveía esta posibilidad en su artículo 44 ter según redacción dada por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre. Sin embargo, la actual reforma propone que esta utilización sea obligatoria respecto de la negociación realizada en los sistemas multilaterales de negociación y así se ha reflejado en el art. 31,bis, apartado 7 de la Ley del Mercado de Valores en redacción dada por la Ley 32/2011, de 4 de octubre y define detalladamente algunos de los elementos esenciales que deben concurrir en la o las CCP en el artículo 44 ter de la Ley del Mercado de Valores en redacción dada por la misma Ley.

3.5. DIFERENCIACIÓN DE FUNCIONES

En el momento actual, y a la vista de los documentos publicados, se puede afirmar que la reforma propuesta opta por una diferenciación funcional dentro de las actividades tanto de contratación como de post contratación, que permita a las entidades ajustar sus modelos de negocio a los ámbitos en que quieran desarrollar el mismo, dentro de la cadena de valor que supone la contratación, compensación, liquidación y registro.

Así, se prevé que haya entidades negociadoras, entidades compensadoras, entidades liquidado-



ras y entidades registradoras, pudiendo recaer más de una o incluso todas las condiciones en una misma entidad si así lo decide ella, y siempre que cumpla con los requisitos operativos y de solvencia que se establezcan para cada actividad.

La forma en que esta diferenciación efectiva-mente se termine plasmando es algo aún pendiente de determinar en detalle, así como los requisitos tanto organizativos como de solvencia que se exigirán para la realización de las diferentes funciones.

Aún a falta de tales determinaciones, el modelo permite afirmar que la actual situación en la que las entidades contratadoras –miembros del mercado– deben ser necesariamente entidades adheridas a Iberclear y aportar determinadas garantías –para cubrir riesgos de liquidación que con frecuencia no asumen ellas, puesto que su negocio puede limitarse a la intermediación y puede no extenderse a la liquidación ni al registro de valores– se va a modificar significativamente.

Por otro lado, está aún pendiente de determinación el nivel de flexibilidad que el sistema permitirá a las entidades en cuanto a la combinación de funciones con alcance limitado en ocasiones para entidades de más reducido tamaño.

Si bien no es claro cuál será el efecto concreto de esta nueva regulación en las entidades financieras operantes en España, parece lo cierto, a la vista de los documentos publicados por la CNMV, que es previsible un limitado número de entidades compensadoras, al tiempo que al estar aún pendiente de conocer exactamente los requisitos y mecanismos para ser entidad liquidadora no compensadora, la determinación del nivel de recursos exigidos para la actividad de registro de valores, así como de qué forma se va a articular la prestación del servicio de custodia de valores por aquellas entidades que no sean miembros del sistema de registro de valores gestionado por Iberclear, una estimación ajustada de las implicaciones del nuevo sistema en cuanto a la realización de las funciones por las diversas entidades, no es posible a día de hoy.

Por tanto, de cara a las entidades, el nuevo sistema va a suponer una alteración del marco para

el desarrollo de las cuatro funciones señaladas, si bien el modo en que ello puede afectar a unas y otras es algo que deberá concretarse y evaluarse por cada una a lo largo del proceso de reforma.

3.6. CARACTERÍSTICAS ESENCIALES DEL NUEVO SISTEMA

De acuerdo con todo lo anterior y en el momento en que se encuentra el proceso de reforma, se puede en este momento describir el modelo de compensación, liquidación y registro que propone dicha reforma para el sistema español para renta variable, de la siguiente manera:

- Se tratará de un sistema de liquidación por saldos, con interposición de una CCP que gestionará los riesgos y un sistema de garantías para la gestión de los incumplimientos.
- El momento de la firmeza de las instrucciones introducidas en el sistema, se acercará más al momento de la liquidación respecto del actual, si bien está aún por determinar el momento exacto, que podrá ser específico para cada sistema.
- Habrá una diferenciación entre las funciones de contratación, compensación, liquidación y registro, de forma que las entidades puedan ajustar su plan de negocio a aquel o aquellos elementos de la cadena de valor que consideren adecuados.
- El sistema de registro de valores seguirá teniendo dos niveles, donde corresponde a Iberclear el control del total de saldos y el registro de la titularidad de los que sean propiedad de sus entidades adheridas, y corresponde a las entidades adheridas a Iberclear el registro de titularidades de los valores propiedad de terceros. Este sistema de registro se coordinará entre Iberclear y sus entidades adheridas mediante un sistema normalizado de llevanza de cuentas de valores y un proceso de comprobaciones y conciliaciones frecuentes.
- El sistema se va a diseñar de forma que sea compatible con el sistema tecnológico, operativo y de mensajería de T2S.

4. ESTADO ACTUAL DEL PROCESO

El proceso de reforma emprendido es, sin duda, un proyecto de muy amplia envergadura. Un proyecto de este tipo requiere una determinación inicial de las líneas generales de la reforma, esto es, cómo se quiere que sea el sistema y a qué principios responda. Esta labor principal se puede decir que ha sido desarrollada, ya que los diferentes elementos que definen las líneas de la reforma y que se han expuesto más arriba de modo somero, son resultado de opciones de política regulatoria cuya conclusión requiere reflexión y opción frente a otros sistemas o diseños posibles.

Los pasos siguientes dentro del proceso de reforma incluyen tanto medidas de tipo regulatorio como de diseño, programación, pruebas y explotación.

Por lo que se refiere a las medidas regulatorias, las modificaciones normativas necesarias incluyen tanto normas de rango legal como normas de rango reglamentario. Por lo que se refiere a las primeras, ya se ha aprobado y publicado la Ley 32/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que incorpora las modificaciones necesarias o pertinentes para la puesta en marcha de la reforma, incluyendo la obligatoriedad de la utilización de una CCP y la determinación de las características esenciales que ésta debe reunir.

Adicionalmente, se deberán promover las correspondientes modificaciones del Real Decreto 116/92 que regula la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y la compensación y liquidación bursátil, y el Real Decreto 505/1987 de 3 de abril, que regula el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones en Cuenta, en este último caso cuando se decida unificar los sistemas de compensación, liquidación y registro de renta fija y renta variable. Por otro lado, será necesaria la correspondiente modificación del Reglamento de Iberclear.

A todo ello debe añadirse el necesario proceso de creación y/o autorización de una o más CCP que puedan operar en el mercado de renta variable español.

Por lo que respecta a los procesos de diseño, desarrollo, pruebas y puesta en explotación –de alta complejidad técnica– éstos corresponden desarrollarlos, en principio, a Iberclear y a sus entidades adheridas. El proceso se está desarrollando, por tanto, en el ámbito de Iberclear que coordina el mismo con sus entidades adheridas por medio de un comité técnico y manteniendo la información relevante al alcance de sus entidades adheridas, todo ello con un seguimiento a cargo de un Comité creado *ad hoc* por la CNMV.

La CNMV, desde el principio, ha dado un alto grado de transparencia y participación al sector y la industria respecto de las líneas esenciales de la reforma. Así, puso a consulta estas líneas generales mediante un documento de fecha 12 febrero de 2010, y posteriormente fue publicando periódicamente los avances del proceso hasta la publicación el 14 de enero de 2011 de un documento denominado «Propuestas de reforma en el sistema español de compensación, liquidación y registro. Documento para consulta pública».

Un proceso de esta naturaleza es necesariamente complejo y costoso. Por lo que refiere a su complejidad, los trabajos técnicos avanzan a un considerable ritmo para poder cumplir con los calendarios previstos que pretenden –en términos generales– tener el nuevo sistema en funcionamiento de cara a la conexión del mismo a T2S. T2S está previsto que empiece a funcionar operativamente a finales del 2014 con una incorporación consecutiva de los diferentes DCV hasta finales del 2015.

Este proyecto implicará previsiblemente costes relevantes –aún no cuantificados– para las entidades, si bien conforme señala en los documentos hechos públicos la CNMV, el sistema resultante permitirá una reducción de los costes de liquidación de las operaciones.

Por último, como se ha ido señalando a lo largo del presente trabajo, hay aún aspectos por determinar que pueden ser relevantes para algunas entidades, fundamentalmente los requisitos que se deben cumplir para operar en el nuevo sistema en sus diversas funciones.



En conclusión, estamos ante un proceso de modificación del sistema español de compensación, liquidación y registro de renta variable que camina a buen ritmo, con un muy relevante traba-

jo por delante y unos exigentes plazos de ejecución, orientado hacia la convergencia regulatoria y operativa con las exigencias dimanantes de las autoridades europeas en materia de post trading.

III. DIRECTIVA DE ABUSO DE MERCADO



REVISIÓN DE LA DIRECTIVA DE ABUSO DE MERCADO, MARK II

Gonzalo Jiménez-Blanco
(Socio Ashurst LLP)

1. INTRODUCCIÓN

En materia de abuso de mercado, como es sabido, la normativa comunitaria está constituida por:

- (i) la Directiva 2003/6/EC, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado);
- (ii) tres Directivas de la Comisión (Directiva 2003/124/EC, de 22 de diciembre de 2003 sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación de mercado; Directiva 2003/125/EC, de 22 de diciembre de 2003 sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de interés; y Directiva 2004/72/EC, de 29 de abril de 2004, de prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de las operaciones sospechosas) y
- (iii) el Reglamento 2273/2003, de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros.

A todas esas normas nos referiremos en general como la «Directiva de Abuso de Mercado» (MAD).

La aprobación de la Directiva 2003/6/CE representó un importante avance en cuanto supuso, por primera vez, un régimen unitario completo, a nivel europeo, del abuso de mercado, regulando no sólo la utilización de información privilegiada sino también la manipulación de cotizaciones. Es, además, una Directiva marco o de principios que fue desarrollada mediante la aprobación de los restantes instrumentos normativos comunitarios que se han mencionado más arriba.

En España, el legislador se anticipó a introducir la reforma necesaria en esta materia en la Ley del Mercado de Valores mediante la reforma de sus artículos 81 a 83 ter por virtud de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, completando la transposición de la que hemos llamado genéricamente como «Directiva de abuso de mercado» mediante el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado.

La Directiva de Abuso de Mercado introdujo un marco regulatorio de armonización de conceptos básicos y reglas sobre abuso de mercado y fortaleció la cooperación entre los reguladores nacionales. Sin embargo, siete años más tarde de la aprobación de las primeras normas citadas, se hizo ya patente la necesidad de una reforma de

las mismas y ello, fundamentalmente, por dos motivos: uno, la existencia de nuevos productos y mercados que no existían al tiempo de su aprobación y dos, la excesiva carga de algunas de las normas sobre ciertos emisores de valores y, singularmente, sobre las pequeñas y medianas empresas.

2. CONSULTA PÚBLICA DE LA COMISIÓN EN JUNIO DE 2010

Por todo ello, la Comisión lanzó en junio de 2010 una Consulta pública sobre la revisión de la Directiva de Abuso de Mercado, cuyo plazo de recepción de comentarios y opiniones expiró el 23 de julio de 2010. Conforme al texto de dicha consulta, la Comisión persigue diversos objetivos en la revisión de la citada Directiva:

- aumentar la integridad del mercado y la protección de los inversores;
- reforzar la efectiva aplicación del régimen de abuso de mercado;
- incrementar la eficacia de la regulación, reduciendo la discrecionalidad de los reguladores nacionales e introduciendo estándares armonizados, todo ello en dirección a unas reglas unificadas y a la reducción de cargas burocráticas innecesarias, especialmente para las pequeñas y medianas empresas;
- contribuir a mejorar la transparencia, la supervisión, seguridad e integridad de los mercados de derivados; y
- incrementar la coordinación de la actuación de los reguladores nacionales, reduciendo el riesgo de «arbitraje regulatorio», para lo cual la *European Securities Market Authority* (ESMA) debe jugar un papel importante.

La idea declarada de la consulta era la obtención de respuestas por los agentes de mercado de forma que antes de fin de año de 2010 la Comisión pudiera presentar su propuesta de reforma de la Directiva de Abuso de Mercado, lo que no ha ocurrido hasta octubre de 2011 (vid. apartado 5 de este artículo).

La Consulta estaba dividida en tres grupos de cuestiones:

a) Extensión del ámbito de aplicación de la Directiva

La Comisión considera que la integridad del mercado y la protección del inversor se fortalecerían notablemente:

- extendiendo el ámbito de aplicación de MAD para cubrir instrumentos admitidos o negociados en SMN (Sistemas Multilaterales de Negociación) pero que no lo están en mercados regulados;
- extendiendo el ámbito de aplicación de MAD para cubrir la manipulación de mercado mediante el uso de instrumentos OTC que pueden influir en los precios de un instrumento financiero negociado en un mercado regulado o en un SMN;
- adaptando el régimen general para las pequeñas y medianas empresas que negocian en SMN o en mercados regulados;
- prohibiendo la tentativa de manipulación de mercado;
- adaptando la definición de información privilegiada para derivados de materias primas.

La Consulta justifica la necesidad de esta extensión por el hecho de que MiFID es posterior a la Directiva de Abuso de Mercado.

Sin embargo, consideran también necesario los servicios de la Comisión que el régimen de abuso de mercado se adapte en su aplicación a las pequeñas y medianas empresas, para compatibilizar la promoción de su acceso a los mercados de valores, con la protección de los inversores pero también sin imponerles cargas burocráticas que puedan resultar excesivas.

b) Refuerzo de las facultades de supervisión y sanción

El aumento de la efectividad de los poderes de las autoridades competentes podría lograrse a través de las propuestas siguientes:

- nuevos requisitos en el reporte de transacciones: se obtendrá información sobre transacciones en instrumentos negociados exclu-



sivamente en SMN y de derivados OTC que pueden influir en los precios de instrumentos negociados en mercados regulados o en SMN. Además, se ampliaría la obligación de comunicar operaciones sospechosas a las órdenes y a transacciones OTC;

- refuerzo significativo de los poderes que las autoridades competentes tienen para investigar el abuso de mercado: se aclara que las autoridades competentes podrán acceder a datos de tráfico telefónico y de datos; y se establece que podrán solicitar de la autoridad judicial que les autorice a entrar en domicilios privados y/o a confiscar documentos;
- introducción de sanciones efectivas y disuasorias: si bien la capacidad sancionadora se establece a nivel nacional, la MAD requerirá a los Estados miembros que aseguren que se imponen sanciones y medidas administrativas que sean efectivas, proporcionadas y disuasorias, sin perjuicio del derecho de los Estados miembros a imponer sanciones penales. La propuesta establece lo que se entiende por sanciones y medidas administrativas adecuadas;
- cooperación entre autoridades competentes y su coordinación a través de ESMA: se refuerza la obligación de cooperar entre autoridades competentes y de estas con ESMA con el fin de cumplir con sus funciones, especialmente en los casos de investigación. Se otorga a ESMA el papel de mediador para la resolución de conflictos entre las autoridades competentes, siendo sus decisiones vinculantes para las partes;
- cooperación con terceros países: la ESMA podrá ejercer el papel de coordinador para el desarrollo de acuerdos de cooperación.

c) Refuerzo de la armonización y coordinación de los reguladores mediante un «Libro único» de normas

El aumento del nivel de armonización y coordinación entre reguladores en la Unión Europea con el objetivo de crear un único libro de normas se lograría reduciendo las discrecionalidades de

los Estados miembros a través, entre otros, de los planteamientos siguientes:

- armonización del régimen de retraso en la difusión de información privilegiada: el emisor deberá informar a la autoridad competente de este retraso inmediatamente después de haber hecho pública la información; se dota a las autoridades competentes de la facultad de decidir el retraso en la difusión de la información en el caso de que una institución financiera esté en una situación grave que tenga implicaciones sobre el riesgo sistémico nacional;
- prácticas aceptadas de mercado serán aquellas prácticas que puedan esperarse razonablemente en uno o más mercados financieros (regulados y MSN) y que sean aceptadas como legítimas por la autoridad competente de acuerdo con estándares técnicos vinculantes;
- subida del umbral (hasta 20.000 euros), cuando sea aplicable, a partir del cual las personas que ejerzan funciones de dirección de un emisor tendrán obligación de comunicar al público una adquisición de instrumentos financieros emitidos por ese emisor o vinculados con los mismos;
- clarificación de las obligaciones de los operadores de mercado para prevenir y detectar el abuso de mercado: dotación de medios técnicos y materiales. La autoridad competente podrá requerir a la persona responsable la difusión de información o publicar ella misma la información. La obligación de comunicar operaciones sospechosas se amplía tanto a transacciones como a órdenes y operaciones OTC e incluye también la tentativa de manipulación.

3. LAS RAZONES DE LA REFORMA DE LA DIRECTIVA DE ABUSO DE MERCADO

Detrás de la iniciativa de reforma de la normativa de abuso de mercado, se encuentran, a mi juicio, varios motivos fundamentales:



a) falta de armonización en la normativa de los diferentes Estados en materia de abuso de mercado y en la aplicación de la misma

Cuando han transcurrido ya más de ocho años de la aprobación de la primera Directiva en materia de abuso de mercado (Directiva 2003/6/EC), es muy sorprendente el grado de diversidad existente en materia de abuso de mercado, en los distintos Estados miembros, tanto a nivel de normativa como a nivel de su efectiva aplicación.

De acuerdo con el estudio de CESR¹, y a la fecha del estudio, por ejemplo, en materia de información privilegiada había legislaciones que no contemplaban medidas administrativas, otras que no contemplaban medidas económicas (multas) e incluso una que no contemplaba medidas de carácter penal. Lo mismo podía decirse en materia de manipulación de cotizaciones, siendo aquí cuatro las legislaciones que no prevenían sanción penal en esa materia. También la cuantía de las posibles multas era muy divergente entre unos países y otros: desde un máximo de 1.200 € a personas físicas a cuantías ilimitadas, según el país en cuestión.

En otro orden, según señala TAVARES² en julio de 2010, por ejemplo, la aplicación de MAD a los SMN presentaba en los distintos países de la Unión hasta cinco modalidades distintas:

- países en los que se aplicaba MAD en toda su extensión a los SMN;
- países en los que se aplicaba parcialmente MAD a todos los SMN;
- países en los que se aplicaba plenamente MAD a algunos SMN;
- países en los que se aplicaba parcialmente MAD a algunos SMN; y
- países en los que los SMN no estaban cubiertos por la regulación.

¹ CESR: «Report on Administrative Measures and Sanctions available in Member States under the MAD». 22 de noviembre de 2007.

² TAVARES, C.: «Opportunities for the Market Abuse Directive Revision».

b) el incremento de ciertos instrumentos financieros (o de su impacto) en la actual crisis económica y financiera

No se trata aquí de identificar culpables de la crisis económica y financiera que actualmente sufren las economías mundiales en general y europeas en particular, pero no puede desconocerse el papel que los CDS (sobre deuda soberana) y las ventas a corto sobre acciones de entidades financieras (short sellings) han venido desempeñando, al menos desde el punto de vista de la percepción de los mercados.

La necesidad de establecer ciertas cautelas en relación a estos instrumentos, fortalecer las obligaciones de transparencia en cuanto a los mismos, dotar de facultades suficientes a los reguladores respecto de tales instrumentos y clarificar su régimen jurídico son también razones que pueden verse detrás de la pretendida reforma de la normativa sobre abuso de mercado.

c) Acompasar la normativa de abuso de mercado a la normativa MiFID

La definición de instrumentos financieros de la normativa MAD debe alinearse con la definición contenida en la posterior MiFID. En particular, debe explicitarse que los derivados, como se definen en MiFID, están asimismo comprendidos en el ámbito de MAD.

4. ANÁLISIS DE ALGUNAS DE LAS CONCRETAS REFORMAS APUNTADAS POR LA CONSULTA

Como hemos apuntado, el ámbito de reformas de la Directiva de Abuso de Mercado que se contempla en la Consulta Pública es muy amplio y abarca muy diferentes contenidos. Enseguida analizaremos algunos de los más significativos:

a) Régimen especial para las Pymes

La Consulta considera que, para impulsar el acceso a los mercados de capitales de las pequeñas y medianas empresas, para reducir la carga administrativa correspondiente y para tener en cuenta sus especiales circunstancias, se hace preciso establecer unas bases armonizadas de la



regulación en esta materia adaptadas a las mismas.

Los servicios de la Comisión consideran que es necesario crear un sistema armonizado y transparente en el que, aplicándose la Directiva de Abuso de Mercado a los mercados regulados y SMNs, exista un régimen especial para las PYMES. Este régimen especial habría de mantener un alto nivel de protección de los inversores pero al mismo tiempo debería tener en cuenta las características y necesidades de las citadas empresas.

Asimismo, los mencionados servicios consideran que la Propuesta de Directiva de la Comisión que modifique la actual Directiva de Abuso de Mercado debería definir y especificar los criterios de adaptación de la misma a las pymes.

b) Definición de información privilegiada para derivados de materias primas

La definición general de «información privilegiada» es la de «toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización» (vid. artículo 81.1 LMV y 1.1. del Real Decreto 1333/2005).

Sin embargo, para los derivados sobre materias primas existe una definición específica, que en lugar de referirse al efecto sobre la cotización, se refiere a la información «que los usuarios de los mercados en que negocien esos productos esperarían recibir con arreglo a las prácticas de mercado aceptadas en dichos mercados» (vid. artículo 1.2. del Real Decreto 1333/2005).

La Comisión, después de consultar con los reguladores energéticos y de mercados de valores, considera que los mercados de electricidad y gas deben mejorar en su transparencia y para ello cree que debería alinearse la definición de información privilegiada en el caso de derivados de materias primas con la definición general, orientándose más bien a información que pueda

tener un efecto en el precio del correspondiente instrumento o del subyacente.

c) Grado de tentativa en materia de manipulación de mercado

Los servicios de la Comisión consideran que la definición de «manipulación de mercado» contenida en la Directiva de Abuso de Mercado es satisfactoria. Sin embargo, consideran también que las manipulaciones a través de órdenes u operaciones pueden no ser siempre asociadas con un impacto identificable en el mercado. Consideran por ello la conveniencia de que las actuales normas se amplíen para abarcar asimismo la tentativa de manipulación de mercado, como entiende que es el caso de la tentativa de información privilegiada, ya prohibida por la citada Directiva.

Esta inclusión del grado de tentativa en la infracción de manipulación de mercado facilitaría la aplicación de la misma, pues los reguladores no habrían de probar que la conducta que pretende manipular el mercado hubiera materialmente conseguido tal efecto.

Por ello, la consulta aboga por la inclusión, junto a la definición de «manipulación de mercado» de la definición de «tentativa de manipulación de mercado».

d) Abuso de Mercado cometido por medio de derivados en SMN

Los instrumentos financieros no admitidos a negociación en mercados regulados pero admitidos o negociados en SMN, no están comprendidos en el actual ámbito de aplicación de MAD. Pero los SMN, que han captado en los últimos años una importante cuota de mercado, en detrimento de los mercados regulados, han negociado paquetes de grandes compañías que también se negocian en mercados regulados.

Además, otros instrumentos financieros, que se han negociado hasta la fecha solo en mercados OTC (como los CDS) pueden pasar a ser negociados en SMN.

Todos estos nuevos ámbitos de actuación en los mercados (como los SMNs y CDS) deben someterse a la normativa de abuso de mercado, y eso es lo que se pretende hacer con la reforma,

alineándose así con la regulación norteamericana, donde los «sistemas alternativos de negociación» están sujetos a las normas federales sobre abuso de mercado.

e) Refuerzo del régimen sancionador en materia de abuso de mercado

Como ya se ha dicho, la capacidad sancionadora se establece a nivel nacional, pero la MAD requiere a los Estados miembros que aseguren que se imponen sanciones y medidas administrativas que sean efectivas, proporcionadas y disuasorias, sin perjuicio del derecho de los Estados miembros a imponer sanciones penales.

En esta materia, conforme a la información disponible por CESR, hay notables diferencias en los países de la Unión Europea en cuanto a la normativa sobre régimen sancionador frente al abuso de mercado y en cuanto a su efectiva aplicación. Incluso se considera que las sanciones en algunos países son demasiado débiles, con el consiguiente riesgo de arbitraje regulatorio.

La propuesta establece lo que se entiende por sanciones y medidas administrativas adecuadas, considerando que lo son las que:

- tienen al menos el efecto de poner fin al incumplimiento y/o de eliminar sus efectos. Las medidas deben incluir, el menos: medidas cautelares que pongan fin a la infracción, prohibición temporal de desarrollar una actividad, corrección de información falsa o engañosa y la posibilidad de incluir avisos en la página web del regulador;
- tienen efecto disuasorio, como multas o multas coercitivas periódicas;
- superan una cuantía mínima establecida con ese fin disuasorio. Cuando la infracción de una norma de MAD genera un beneficio cuantificable, directo o indirecto, la cantidad de la multa debe ser al menos del doble del beneficio obtenido, ya sea ganancia o menor pérdida.

La Comisión considera que los Estados Miembros deben establecer que la autoridad competente haga públicas, al menos en su página web, toda medida o sanción que se imponga por infracción de las normas en materia de abuso de

mercado, a menos que esa publicidad dañe seriamente a los mercados o cause un daño desproporcionado a las partes involucradas.

5. LAS PROPUESTAS DE REGLAMENTO Y DIRECTIVA DE 20 DE OCTUBRE DE 2011

Con casi un año de retraso sobre la fecha prevista, la Comisión presentó el 20 de octubre de 2011 su Propuesta de Reglamento de reforma de la normativa de abuso de mercado, estando ya este artículo en imprenta. Simultáneamente se publicó también una propuesta de Directiva sobre sanciones penales en la materia.

La Propuesta de Reglamento sobre operaciones con información privilegiada y la manipulación de mercado (abuso de mercado) es un texto amplio que pretende sustituir a la Directiva 2003/6/EC, previendo su entrada en vigor a los 24 meses de su aprobación y publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea. Hasta llegar a ello, el texto debe pasar por el Parlamento Europeo y por el Consejo, para su negociación y adopción.

Lo primero que hemos de destacar es, desde un punto de vista formal, que la pretendida nueva regulación (salvo lo dicho en materia de sanciones penales) adoptará la forma de Reglamento, y no la de Directiva, como hasta ahora. La Comisión considera que la aplicabilidad directa del Reglamento reducirá la complejidad regulatoria y ofrecerá mayor seguridad jurídica a quienes resulten sometidos al mismo, introduciendo unas reglas marco armonizadas y contribuyendo así al funcionamiento del Mercado Único.

Como destaca la Propuesta, la misma se enmarca en el entorno económico de crisis actual, en el que se hace necesario reforzar la integridad de los mercados fortaleciendo el marco regulatorio y la supervisión financiera.

Precisamente la Propuesta, en línea con lo señalado en la Consulta de 2010, hace referencia a los nuevos desarrollos tecnológicos, regulatorios y de mercado (SMNs, derivados OTCs, etc.),



a la falta de competencias suficientes de ciertos reguladores nacionales, a la falta del suficiente carácter disuasorio del régimen sancionador en algunos países y a la existencia de notable discrecionalidad en la aplicación de la Directiva MAD, como razones que justifican una reforma como la que se emprende con el fin de fortalecer la integridad de los mercados y la protección de los inversores.

La Comisión espera que las reformas propuestas, una vez entren en vigor, aumenten en efecto la integridad de los mercados y que ello tenga un impacto positivo sobre la confianza del inversor, contribuyendo también a una mayor estabilidad de los mercados financieros.

Las líneas más importantes de la Propuesta de Reglamento son las siguientes:

a) Regulación de nuevos mercados, plataformas de negociación e instrumentos OTC

La vigente Directiva 2003/6/EC está basada en la prohibición del uso de información privilegiada o de la manipulación de mercado respecto de instrumentos financieros admitidos en mercados regulados. Desde la aprobación de MiFID, sin embargo, los instrumentos financieros se vienen negociando de manera creciente en SMN o en otros sistemas de negociación organizados o simplemente *over the counter* (OTC). Estos sistemas han venido creciendo, atrayendo inversores y actividad, pero han hecho más difícil el seguimiento de un posible abuso de mercado en los mismos.

Por ello, el Reglamento extiende el ámbito de aplicación en materia de abuso de mercado, para comprender a cualquier instrumento financiero admitido a negociación en SMNs o en otros sistemas de negociación organizados, así como a cualesquiera otros instrumentos financieros que se negocien sólo OTC que puedan tener un efecto en el mercado subyacente.

La Comisión reconoce en este punto su voluntad de asegurar que la manipulación de mercado en CDS, como instrumentos OTC, se encuentre claramente prohibida.

b) Regulación de derivados sobre commodities y su relación con los contratos de contado

Los mercados de contado y los mercados de derivados están fuertemente interconectados y el abuso de mercado puede tener lugar en ambos.

El Reglamento propuesto no pretende regular los mercados de contado de esos productos no financieros (como la energía), pero entiende que debe regular las operaciones y comportamientos en esos mercados de contado que puedan tener un efecto sobre esos mercados financieros relacionados que sí están dentro de su ámbito de aplicación.

Por ello, la Propuesta de Reglamento redefine el concepto de información privilegiada en esos mercados derivados sobre commodities, para alinearlo con el concepto general de información privilegiada, extendiéndolo a la información que pueda producir efecto sobre el correspondiente precio (*price sensitive information*). Asimismo, se considera necesario extender el concepto de manipulación de mercado a operaciones en el mercado de contado que puedan producir un efecto en el correspondiente mercado de derivados y viceversa (*cross-market manipulation*).

c) Manipulación de mercado mediante operaciones automatizadas (operativa mediante algoritmos y alta frecuencia)

Los mercados financieros están experimentando un notable crecimiento de los sistemas automáticos de operación, como sistemas algorítmicos o de alta frecuencia (*algorithmic trading* o *high frequency trading*). En estos sistemas, mediante determinadas funciones algorítmicas, se decide automáticamente por ordenadores la realización de una orden sobre instrumentos financieros o determinados aspectos de la ejecución de la misma). Estos sistemas emplean sofisticadas tecnologías para implementar estrategias muchas veces tradicionales, como el arbitraje o la creación de mercado.

Sin perjuicio de que la mayoría de estos sistemas son perfectamente legítimos, los reguladores han identificado algunas estrategias automáticas como constitutivas de posible abuso de mercado³. Aunque en principio tales prácticas podían quedar comprendidas en la actual definición de abuso de mercado, se considera conveniente clarificar cuáles de esas prácticas podrían ser consideradas abusivas.

d) Grado de tentativa en la manipulación de mercado

La Directiva MAD no tipificaba la manipulación de mercado en grado de tentativa, sino que requería que la orden fuera introducida o la operación ejecutada. La Propuesta de Reglamento prohíbe expresamente la tentativa de manipulación de mercado.

Respecto de la información privilegiada, la actual normativa MAD contenía elementos relativos a la tentativa en materia de información privilegiada, reformando la propuesta esa regulación para configurar una infracción específica para esa tentativa.

e) Consideración de los derechos de emisión como instrumentos financieros

Los derechos de emisión de CO₂ serán reclasificados como instrumentos financieros como parte de la revisión de MiFID. Como consecuencia de ello, deben quedar comprendidos en el ámbito de aplicación de la normativa de abuso de mercado, con las necesarias adaptaciones. A estos efectos, se introduce una definición especial de información privilegiada en este ámbito.

f) Obligaciones de disclosure de información relevante e *insider's lists*

La Propuesta de Reglamento regula los tiempos y condiciones de publicación de la información relevante. En particular, contempla la obligación de los emisores de

informar al regulador de las razones por las que una información relevante no ha sido hecha pública antes (cuando se admite ese retraso) y esa explicación al regulador debe facilitarse inmediatamente después de que la información se haya hecho pública.

Se regulan en detalle las «listas de iniciados» (*insider's lists*), como herramienta importante para las investigaciones sobre un posible abuso de mercado. El Reglamento pretende evitar en este punto la existencia de diferencias en la materia en los diferentes países, delegando en la Comisión la delimitación del contenido de tales listas. A su vez, ESMA desarrollará los estándares técnicos necesarios para determinar el formato preciso de las *insider's lists*.

g) Obligaciones de *disclosure* en mercados especiales para PYMEs

Sin perjuicio de la necesaria integridad y transparencia de los mercados, se entiende preciso adecuar esta materia a las especiales circunstancias de los emisores que sean PYMEs y cuyos instrumentos financieros negocien en mercados especiales para las mismas, reduciendo en tales casos sus obligaciones de información a los mercados. De la misma manera, se rebajan sus obligaciones en materia de *insider's lists* y de comunicación de información sobre operaciones de sus administradores.

h) Obligaciones de *disclosure* de operaciones de administradores

La Propuesta de Reglamento clarifica el régimen de comunicación de operaciones de los administradores de las sociedades con valores admitidos a negociación. Al mismo tiempo, introduce un umbral, con carácter uniforme para todos los países de la Unión Europea, de 20.000 €, como cifra de referencia para comunicar las operaciones.

i) Competencias de supervisión

Se refuerzan las competencias de supervisión en la materia de los reguladores nacionales (con ciertas obligaciones de cooperación con ESMA), reconociéndose su posi-

³ Como las prácticas de *quote stuffing*, que envían órdenes sin la intención de operar, sólo para perturbar un sistema de intercambios.



ble requerimiento de información a cualquier persona y la posibilidad de los mismos de acceder a las dependencias de la persona investigada (con autorización judicial, en su caso) y de obtener documentos, lo que no venía reconocido a todos los reguladores hasta la fecha en sus respectivas legislaciones nacionales.

También se regula el acceso a registros correspondientes a llamadas telefónicas y de tráfico de datos, estableciendo al efecto la correspondiente obligación de información por parte de las compañías telefónicas y de las empresas de servicios de inversión. Esa obligación, no obstante, no alcanza al contenido de la correspondiente comunicación.

j) Sanciones

En el régimen vigente en materia de MAD, las sanciones aplicables varían notablemente de un país a otro, dentro de la propia Unión Europea, siendo en algunos países muy reducidas las sanciones que pueden llegar a imponerse.

Por ello, la Propuesta de Reglamento establece unas sanciones mínimas aplicables (que habrán de no ser inferiores a los beneficios obtenidos), sin perjuicio de la posibi-

lidad de los Estados Miembros de prever sanciones superiores.

Por su parte, la Propuesta de Directiva exige que los Estados contemplen sanciones penales al menos para las infracciones más graves en materia de abuso de mercado.

k) Protección e incentivos para los denunciantes

Por último, el Reglamento contempla un sistema de protección (que podría ser incluso de incentivo económico) para quienes pongan en conocimiento de los reguladores casos de sospecha de abuso de mercado.

BIBLIOGRAFÍA

BOWLES, S.: «Market Abuse. Discurso de S. Bowles, MEP, Presidente del Comité de Asuntos Económicos y Monetarios, 2 de julio de 2010.

CESR: «Report on Administrative Measures and Sanctions available in Member States under the MAD». 22 de noviembre de 2007.

TAVARES, C.: «Opportunities for the Market Abuse Directive Revision».

IV. UCIT's IV



LA TRANSPOSICIÓN AL ORDENAMIENTO ESPAÑOL DE LA DIRECTIVA UCITS Y SUS EFECTOS SOBRE LA INDUSTRIA EUROPEA DE LA INVERSIÓN COLECTIVA

Francisco Uría Fernández

(Socio Sector Financiero-Legal. KPMG-Abogados. Abogado del Estado-excedente)

1. LA DIRECTIVA UCITS IV

La denominación completa de la Directiva UCITS IV, como es conocida en el sector de las instituciones de inversión colectiva es «Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)».

Las instituciones de inversión colectiva armonizadas (conocidas por sus siglas en inglés como UCITS) han tenido un gran éxito como destino de la inversión mundial. La existencia de un vehículo para la inversión colectiva con un régimen jurídico a nivel de la Unión Europea («UE») y que garantiza de forma efectiva los derechos de los inversores, ha proporcionado una seguridad jurídica que ha sido bien valorada por aquéllos.

No obstante, la evolución reciente de los mercados financieros evidenciaba la necesidad de dar un paso más allá, tratando de reforzar la competitividad de la industria europea a través de una reducción de los costes asociados al desarrollo de su actividad y, en particular, de la gestión.

Entre otras medidas, la Directiva introduce el pasaporte –ya existente con anterioridad para la comercialización transfronteriza de las acciones y participaciones de las IICs– en cuanto a la gestión transfronteriza de fondos, simplifica el régimen de comercialización transfronteriza, facilita las

fusiones entre sociedades gestoras de fondos y regula figuras de gran atractivo como las de las estructuras «*master-feeder*», que se conocerán en nuestro ordenamiento como estructuras de fondos «principal-subordinado», una vez que se transponga a nuestro derecho, a través de normas reglamentarias, el contenido de la Directiva en lo referente a estas estructuras.

En definitiva, las reformas introducidas tratan de facilitar que una sola sociedad gestora, domiciliada en un Estado de la UE, pueda desarrollar su actividad en régimen de pasaporte en distintos Estados, realizando sus funciones de gestión en relación con diversos fondos situados en esos Estados.

Como necesario contrapeso a las novedades que implica la Directiva, se introducen medidas encaminadas a garantizar la adecuada protección de los inversores en las IICs en aquellos casos en que la sociedad gestora se encuentra domiciliada en un Estado distinto. La Directiva trata también de compaginar la adecuada protección al inversor y su derecho a recibir información adecuada y suficiente sobre la gestión de su inversión con una simplificación del formato de la información que debe proporcionársele.

La Directiva no constituye sino un primer paso en la regulación de las UCITS, puesto que habrán de seguirle otras cuatro Directivas de Nivel 2, en la terminología del procedimiento normativo de la Unión Europea en el ámbito financiero, en las

que tendrá un gran protagonismo la Autoridad Europea de Valores y Mercados, y que previsiblemente se transpondrán a nuestro ordenamiento jurídico a través de diversas normas de rango reglamentario.

Los cuatro ámbitos de regulación de esas cuatro Directivas son los siguientes:

- a) Requisitos de organización, conflictos de interés, ejercicio de la actividad y gestión de riesgos en las gestoras.
- b) Información para el inversor, incluido el nuevo concepto de la «información fundamental para el inversor» recogida en una documentación simplificada y armonizada con es el KIID (*Key Investor Information Document*).
- c) Procedimientos de fusión de fondos, nuevas estructuras de fondo principal y subordinado (master-feeder) y los procedimientos de notificación, que también se simplifica y normaliza.
- d) Desarrollo de los mecanismos de comunicación telemática entre los supervisores una vez efectuada la notificación, y procedimientos de verificación, investigación e intercambio de información entre aquéllos.

La nueva normativa europea tendrá, sin duda, un efecto positivo para el fortalecimiento de la industria europea de la inversión colectiva, permitiendo ganancias apreciables de competitividad y eficiencia, si bien padece una limitación fundamental, como es la ausencia de disposiciones fiscales que pudieran contribuir a lograr ese efecto. Dicha ausencia resulta particularmente importante cuando se trata de realizar operaciones de fusión o constitución de estructuras transfronterizas.

La Directiva, que tendrá continuidad a estos efectos en las normas de Nivel 2, implicará la profundización en el principio del pasaporte, de modo que cada gestora pasará a relacionarse de forma prácticamente exclusiva, con su supervisor local (*home supervisor*), de modo que el supervisor de destino (*host supervisor*) recibirá la información y la documentación necesaria del supervisor de origen y no de la gestora, lo que implicará una

simplificación muy importante en la tramitación de los procedimientos de autorización administrativa, a los que se unen la reducción de los plazos y la armonización y simplificación de los documentos.

2. LA TRANSPOSICIÓN AL ORDENAMIENTO ESPAÑOL A TRAVÉS DE LA LEY 31/2011, DE 4 DE OCTUBRE, POR LA QUE SE MODIFICA LA LEY DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

2.1. EL PROCESO DE REFORMA LEGISLATIVA Y LA TRAMITACIÓN PARLAMENTARIA DE LA LEY 31/2011

El ordenamiento español tiene, por las características de nuestro sistema de fuentes, y nuestro proceso legislativo, una considerable dificultad para efectuar la transposición en plazo de las normas europeas lo que, en el ámbito específicamente financiero, caracterizado por la posibilidad de libre prestación de servicios sin establecimiento a través del sistema de pasaporte, genera riesgos legales y potenciales problemas competitivos para la industria española.

En este caso, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera elaboró un Anteproyecto de modificación de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva que, previos los trámites administrativos correspondientes, incluyendo el preceptivo dictamen del Consejo de Estado, fue aprobado por el Consejo de Ministros el 24 de junio de 2011, publicándose en el Boletín Oficial de las Cortes, ya en forma de Proyecto de Ley, el día 29 de junio de 2011.

En la reseña del Consejo de Ministros en la que se daba cuenta de la aprobación del Proyecto de Ley y de su remisión a las Cortes Generales, se hacía constar que «la Ley incorpora modificaciones relevantes para aumentar la competitividad de nuestro sector de inversión, adaptándolo a un entorno europeo y mundial cada vez más exigente». Se destacaba como novedad más importante del Proyecto de Ley «la posibilidad de utilizar



cuentas globales para la comercialización en España de fondos domiciliados en nuestro país».

A partir de la aprobación del Proyecto de Ley por parte el Gobierno, y de su remisión a las Cortes Generales, se inició su tramitación parlamentaria, produciéndose sucesivas ampliaciones del plazo de enmiendas a su paso por el Congreso de los Diputados, que suscitaron dudas sobre si la Ley podría o no ser finalmente aprobada en esta legislatura, especialmente tras la convocatoria de elecciones generales por parte del Presidente del Gobierno para el 20 de Noviembre, y la consiguiente finalización anticipada de la legislatura.

Lo cierto es que la reforma legislativa fue finalmente aprobada a través de la Ley 31/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y se publicó en el Boletín Oficial del Estado del día 5 de octubre de 2011, entrando en vigor el día 6 de octubre

Puesto que el plazo de transposición se agotó el 30 de junio de 2011, encontrándose los Estados miembros de la UE obligados a la aplicación de la mayor parte de las disposiciones de la Directiva a partir del 1 de julio de 2011, lo cierto es que la aprobación se ha producido en todo caso con un cierto retraso, al que se añadirá la previsible demora en la aprobación de las normas de desarrollo reglamentario en distintos niveles (Real Decreto, Orden Ministerial, Circulares de la CNMV) que, como se ha anticipado, habrán de efectuar la transposición de las futuras Directivas de Nivel 2.

No obstante, y aunque se produjera un cierto retraso en la aprobación de esas normas, hemos de felicitarnos por la aprobación de la Ley de referencia, puesto que introduce modificaciones muy positivas para la industria de la inversión colectiva.

En este sentido, vale la pena destacar que la tramitación parlamentaria de la Ley ha permitido introducir mejoras muy significativas en la redacción final de la misma, de modo que, más allá de la transposición de la Directiva de la que trae causa esta iniciativa legislativa, podrá contribuir de forma notable a que la industria española de la

inversión colectiva gane competitividad frente a otras industrias europeas. El mérito de estas mejoras que serán atribuibles, por supuesto, a los diputados y senadores que las han hecho posibles, y al Gobierno que no se opuso a su aceptación, corresponde en buena medida a INVERCO, que ha visto aceptadas muchas de las iniciativas de modificación legislativa por las que venía porfiando desde hacía años.

Entre las mejoras más significativas que se introdujeron en la Ley durante su tramitación parlamentaria, podrían destacarse los siguientes:

- Se produce la armonización de los requisitos que se exigen a los consejeros de las Sociedades de Inversión (art. 11.2 LIIC).
- Se establece la posibilidad de que las comunicaciones individualizadas a los partícipes y accionistas puedan realizarse por medios telemáticos, cuando así lo exija expresamente el inversor (nuevo artículo 22 bis LIIC).
- Se simplifica de forma relevante el procedimiento para la autorización de fusiones de Fondos y Sociedades de Inversión (art. 26 LIIC).
- Se modifica el régimen jurídico de los traspasos para adecuarlo a las singularidades que presentan los traspasos entre IICs y en aquellos casos en los que la solicitud es recibida por un comercializador (art. 28.2 LIIC).
- Se armonizan los requisitos exigibles a los consejeros de las Sociedades Gestoras de IICs (art. 43.1 LIIC).
- Se admite la emisión por la Sociedad Gestora de un certificado con la posición del comercializador registrada a nombre de terceros (nuevo apartado e) del artículo 46.1. LIIC).

El mantenimiento de estas relevantes normas, que posibilitarán un avance de la competitividad de las instituciones de inversión colectiva españolas y de la industria gestora, es una de las razones por las que la reciente aprobación de la Ley resulta de la mayor importancia.

2.2. EL CONTENIDO DE LA LEY POR LA QUE SE MODIFICA LA LIIC

Al margen de las mejoras comentadas, sobre las que profundizaremos en el presente apartado, el contenido fundamental de la Ley 31/2011, de Modificación de la LIIC ha sido, lógicamente, efectuar la transposición de la Directiva de UCITS IV.

Siguiendo la propia estructura de la Ley, explicada en su Exposición de Motivos, pueden diferenciarse los siguientes bloques de normas:

- a) Disposiciones necesarias para el correcto funcionamiento del pasaporte de la sociedad gestora para la gestión de fondos.
- b) Disposiciones que modifican, para reforzarlo, el régimen de protección del inversor.
- c) Normas destinadas al aumento de la competitividad del sector. En este bloque confluyen tanto algunas de las novedades procedentes de la Directiva como algunas de las adiciones realizadas durante la tramitación de la Ley (a su paso por el Congreso de los Diputados) que no tienen origen directo en aquélla.
- d) Otras normas complementarias diversas, entre las que se incluyen las disposiciones referidas al desarrollo del Derecho de la Unión Europea, la habilitación al desarrollo reglamentario y la determinación de la fecha de entrada en vigor de esta reforma legislativa.

No respetaremos completamente esta sistemática, sin perjuicio de mantener esos mismos bloques de normas puesto que, en algunos casos, cambiaremos el bloque normativo al que la Exposición de Motivos atribuye cada una de las modificaciones introducidas por entender que estos cambios responden mejor a los fines perseguidos con esos cambios normativos.

2.2.a) Disposiciones relacionadas con el adecuado funcionamiento del pasaporte europeo de la sociedad gestora para la gestión de fondos

Las modificaciones que se introducen en el artículo 2.1 LIIC tienen por objeto incluir en el ámbito de aplicación de la norma a las UCITS reguladas por la Directiva que se transpone al ordenamiento español, sustituyendo la referencia que se realizaba en la redacción original del precepto a la Directiva 85/611/del Consejo, de 2 de diciembre de 1985. Aunque la Ley de reforma no introduce ninguna modificación con respecto al fondo del contenido del apartado 2 de este artículo 2º, los cambios introducidos en el régimen jurídico de las sociedades gestoras implican una considerable extensión del ámbito de aplicación del pasaporte europeo.

En cuanto al régimen de las participaciones en los fondos de inversión (artículo 7), la redacción que introduce la Ley de reforma, amplía las posibilidades de diferenciación entre el tratamiento de las participaciones en el seno de los fondos o compartimentos que, además de la mención ya prevista respecto de las comisiones aplicables, pasan a ampliarse a la divisa de denominación y la política de distribución de resultados.

Respecto de las comisiones de gestión y de depósito (artículo 8), la obligación de transparencia e información al inversor derivada de su obligatoria expresión en el folleto se extiende al documento con los datos fundamentales, indicándose que habrán de expresarse «la forma de cálculo y el límite máximo de las comisiones, las comisiones efectivamente cobradas y la entidad beneficiaria de su cobro».

El régimen jurídico de las sociedades de inversión se modifica levemente, en la nueva redacción del artículo 9 de la Ley, para recoger la referencia a la nueva Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio) y la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre Modificaciones Estructurales de las sociedades mercantiles. Además, se recoge la posibilidad de diverso tratamiento a los titulares de distintas clases de accio-



nes, en los mismos términos ya analizados para las participaciones de los fondos de inversión.

Las modificaciones introducidas respecto de las disposiciones comunes para los fondos y sociedades de inversión colectiva, se abren con un pequeño retoque en el artículo 10.2º para incluir la referencia al documento con los datos fundamentales para el inversor –además de la ya tradicional al folleto– como uno de los documentos que deben incorporarse a la solicitud de autorización para el inicio de la actividad de las IICs y respecto del que, en uso de la habilitación a la CNMV que se incluye en el propio precepto, se establecerá un modelo normalizado.

El procedimiento de autorización se agiliza al fijar un plazo para la autorización de dos meses desde la recepción de la solicitud en lugar de los tres hasta ahora vigente. Se mantienen los tres meses anteriores para el caso de que la sociedad de inversión no hubiera designado una sociedad gestora. También se mantiene el régimen tradicional de silencio positivo a los cinco meses desde la presentación de la solicitud de autorización sin haberse dictado resolución expresa.

Una de las modificaciones más importantes que se introducen en la LIIC se refiere a los supuestos para la denegación de la autorización en el caso de que la sociedad gestora esté autorizada en otro Estado miembro de la Unión Europea. Aquí se activa el reforzamiento de la institución del pasaporte europeo, que deriva de la Directiva, de modo que se objetivaran las causas de esa denegación y se exige que, con carácter previo a la notificación de la resolución denegatoria, se consulte a las autoridades supervisoras de origen, informando anualmente a la Autoridad Europea de Valores y Mercados acerca del número y naturaleza de esas denegaciones.

En cuanto a los requisitos de acceso y ejercicio de la actividad de las IICs (artículo 11 LIIC), las modificaciones introducidas hacen referencia a la admisión de la sociedad gestora que esté autorizada en otro Estado miembro de la Unión Europea en virtud de la Directiva que se transpone. En este caso, los nuevos apartados 4 y 5 que se añaden al artículo 11, exigen que se faciliten a la

CNMV el acuerdo escrito con el depositario e información sobre las modalidades de delegación en relación con las funciones de la gestión de activos y de la administración de las IICs. Esta documentación no será necesaria en aquellos casos en que la sociedad gestora ya gestione otra IIC del mismo tipo en España.

En todo caso, la novedad más importante, y la que ilustra la importancia del cambio que implica la nueva Directiva, se recoge en el nuevo apartado 4 del artículo 11 al afirmar que «en ningún caso la autorización de la IIC estará supeditada a que ésta esté gestionada por una sociedad gestora cuyo domicilio social se encuentre en España ni a que la sociedad gestora ejerza por sí o delegue el ejercicio de algunas actividades en España». Esta disposición se complementa en el apartado 5 incorporado a este mismo artículo, con el reforzamiento de los poderes de la CNMV a la hora de solicitar al supervisor de origen de la sociedad de gestión «precisiones e información acerca de la documentación» necesaria y, «sobre la base del certificado que la autoridad competente del Estado miembro de origen de la sociedad gestora debe haberle remitido, acerca de si el tipo de IIC para el que solicita autorización entra dentro del ámbito de la autorización otorgada a la sociedad de gestión».

También se producen modificaciones asociadas a la profundización en la institución del pasaporte en el nuevo artículo 13 bis LIIC, dedicado a la comunicación de la revocación a otras autoridades competentes.

El nuevo artículo 13 bis LIIC establece que cuando una IIC lleve a cabo las actividades de comercialización transfronteriza en otro Estado miembro, o sea gestionada por una sociedad gestora con domicilio social en un Estado miembro de la Unión Europea distinto de España, y se produzca la revocación de la autorización, esta resolución de la CNMV deberá comunicarse al supervisor de origen.

También ligada con el reforzamiento del funcionamiento del pasaporte indirecto, se encuentra la reforma que se introduce en el artículo 15, relativo a la comercialización en España de las

acciones y participaciones de IICs autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea de acuerdo con la Directiva UCITS IV.

En este precepto, se reconoce –como hacía su redacción original– la libre comercialización en España de las acciones y participaciones de las IICs armonizadas. Para ello, la autoridad supervisora de origen debe comunicar a la IIC de que se trate que ha remitido a la CNMV el escrito de notificación con la información que establece el propio artículo 15. La documentación necesaria podrá remitirse entre los supervisores a través de medios electrónicos.

Previsiones similares –idénticas, en realidad– se contienen en el artículo 16 para el caso de la comercialización de acciones y participaciones de IICs españolas en el ámbito de la Unión Europea.

Sin embargo, el pasaporte tiene su límite en la UE, como se evidencia, en las modificaciones que se introducen en la LIIC, entre las que se encuentra la nueva redacción del artículo 41, relativo a las condiciones de acceso a la actividad de las sociedades gestoras de las IICs. La reforma consiste en la adición de un nuevo apartado quinto relativo a las SGIICs controladas, de forma directa o indirecta, por una o varias empresas autorizadas o domiciliadas en un Estado no miembro de la UE. En estos casos, deberá suspenderse la concesión de la autorización pedida, denegarse o limitarse sus efectos cuando se hubiera notificado a España una decisión de la UE al respecto de que las SGIIC europeas no se benefician en ese Estado tercero de un trato que ofrezca las mismas condiciones de competencia que a sus entidades nacionales, y que no se cumplen las condiciones de acceso efectivo al mercado.

En la línea marcada por la Directiva de simplificar los procedimientos administrativos ligados a las modificaciones estructurales de las sociedades gestoras, la modificación que se introduce en la letra d) del apartado 2 del artículo 44 pasa a hacer innecesaria la autorización administrativa en todos los casos de ampliaciones y reducciones del capital y no sólo, como hasta ahora, en las que fueran realizadas «por imperativo legal».

La simplificación se hace también evidente en la nueva letra e) del apartado 1 del artículo 46 LIIC, introducida durante la tramitación parlamentaria de la Ley, que incluye entre las obligaciones de las sociedades gestoras la de «emitir los certificados de las participaciones en los fondos de inversión que estén representadas a través de dichos títulos», del mismo modo que pueden solicitar su emisión, por cuenta y en nombre de los partícipes, a las entidades encargadas de los registros contables.

Retornando al reforzamiento de la cooperación entre supervisores en el marco de la institución del pasaporte, en los casos de la revocación de la autorización de la sociedad gestora deberá realizarse una comunicación entre las autoridades supervisoras competentes. Esta previsión, contenida en la nueva redacción del artículo 49.2 LIIC, y que se complementa con los nuevos apartados 6 y 7 del artículo 50 LIIC, relativa a los efectos de la revocación de la autorización concedida a una sociedad gestora con domicilio en un Estado miembro de la UE, supondrá la adopción inmediata por parte de la CNMV de las medidas pertinentes para que la entidad no inicie nuevas actividades en España y se protejan los intereses de los inversores, todo ello en colaboración con el supervisor de origen.

El régimen de las actividades transfronterizas, contenido en el capítulo IV de la LIIC, constituye uno de los ámbitos más afectados por la reforma derivada de la obligada transposición de la Directiva. La nueva redacción del artículo 54 LIIC contempla expresamente la posibilidad de que una sociedad gestora autorizada en España pueda desarrollar su actividad en libre prestación de servicios en otro Estado miembro de la Unión europea, y, al igual que en el supuesto de la apertura de una sucursal, concreta la información que la CNMV habrá de remitir al supervisor correspondiente al Estado de acogida. La información habrá de ser más completa cuando la gestora pretenda también desarrollar la actividad de administración, representación, gestión de las inversiones y gestión de las inversiones y gestión de las suscripciones y reembolsos de los fondos y sociedades de inversión, incluyendo un certificado de



la autorización administrativa que le hubiera sido concedida.

De manera simétrica, el artículo 55 LIIC establece los requisitos para el desarrollo de sus actividades en España por parte de las sociedades gestoras autorizadas en otro Estado miembro de la UE al amparo de la Directiva UCITS IV, ya fuese en libre prestación de servicios o mediante el establecimiento de una sucursal.

En este último caso, es relevante mencionar el contenido del apartado 2 bis del artículo 55, que concreta qué partes de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva deben ser respetadas por las sociedades gestoras cuando desarrollen en España la actividad de administración, representación, gestión de las inversiones y gestión de las suscripciones y reembolsos de los fondos y sociedades de inversión incluidos en el ámbito de aplicación de la Directiva.

Los nuevos apartados 8 y 9 del artículo 55 ilustran la importancia de la cooperación entre los supervisores de los mercados de valores, imponiendo obligaciones en este ámbito a la CNMV respecto de las IICs autorizadas tanto en España como en otros Estados.

El régimen es obviamente distinto en el caso de las sociedades gestoras no comunitarias que pretendan abrir una sucursal en España, así como en el de las comunitarias no sometidas a la Directiva objeto de transposición. En estos casos, será necesaria la autorización previa.

La modificación legal refuerza también en algunos ámbitos las potestades de la CNMV, como se produce con el nuevo artículo 70 bis que habilita a la CNMV para exigir, en interés de los partícipes o accionistas, o en el interés público, la suspensión temporal de la emisión, el reembolso o la recompra de las participaciones o acciones de las IICs autorizadas en España, cuando no sea posible la determinación de su precio o concurra otra causa de fuerza mayor. La CNMV deberá comunicar esta decisión cuando se trate de IICs autorizadas en España que lleven a cabo operaciones de comercialización transfronteriza en otros Estados miembros de la UE o sean gestionadas por una sociedad gestora con domicilio social en ellos.

En cuanto a dichas potestades, en este caso en relación con las entidades europeas que actúen en régimen de libre prestación de servicios al amparo de lo dispuesto en el artículo 55 LIIC, la nueva redacción del artículo 71 LIIC establece el procedimiento que habrá de seguir la CNMV respecto de aquellas gestoras que no cumplieren con las obligaciones de información previstas en la Ley, y que necesariamente incluirá la comunicación al supervisor de origen.

También se introduce un nuevo artículo 71 bis, relativo a la supervisión de IICs que comercializan transfronterizamente, que delimita la actuación de la CNMV respecto de la autoridad europea competente en materia supervisora, en aquellos casos en que se hubiera observado un incumplimiento de las obligaciones derivadas de la Directiva y que básicamente consiste en un deber de comunicación a la autoridad supervisora competente, a fin de que sea ésta quien adopte las medidas que procedan. De no actuar ésta, o en el caso de que su actuación no consiga provocar el retorno a la situación de cumplimiento, la CNMV dispone de algunas posibilidades de actuación, que incluyen la prohibición de la comercialización de acciones o participaciones de las IICs extranjeras en España o el sometimiento de la cuestión a la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

Un procedimiento equivalente se establece en aquellos casos en que la CNMV ostente la condición de autoridad supervisora competente.

Para que el pasaporte europeo funcione adecuadamente es necesaria, en todo caso, la máxima colaboración transfronteriza entre los supervisores competentes. A ello se dedica el nuevo artículo 71 ter LIIC que impone a la CNMV un deber de cooperación no sólo con las demás autoridades supervisoras competentes de la UE, sino también con la recientemente creada Autoridad Europea de Valores y Mercados.

Es llamativo que este deber de colaboración se proyecte sobre entidades no sujetas a su supervisión que estén realizando o hayan realizado en el territorio de otro Estado miembro de la UE actividades contrarias a la Directiva.

Lógicamente, estos deberes de cooperación, que tienen su origen en las Directivas europeas, y, en particular, en la Directiva UCITS IV, afectan también a las demás autoridades supervisoras europeas, a las que la CNMV podrá recurrir para el mejor ejercicio de sus funciones.

El precepto regula también los supuestos –excepcionales– en que las solicitudes de cooperación entre autoridades supervisoras podrían ser denegados.

Los preceptos siguientes, y en particular, los nuevos artículos 71 quáter y 71 quinquies, añaden matices relevantes al régimen jurídico aplicable a la divulgación y el intercambio de información entre los supervisores, sentando las bases para dicho intercambio respecto de otros supervisores financieros en España, como el Banco de España y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, entre otros.

2.2.b) Disposiciones que modifican, para reformarlo, el régimen de protección del inversor

Entre las disposiciones que tratan de dispensar una mayor protección al inversor podemos citar la modificación que se introduce en el apartado 2 del artículo 12, de modo que aumentan los supuestos en que la sociedad gestora debe informar a los partícipes respecto de modificaciones en el reglamento de gestión de un fondo de inversión, una vez autorizadas por la CNMV. Las comunicaciones a los partícipes deben realizarse con anterioridad a la entrada en vigor de estas modificaciones.

Respecto del derecho de separación que se reconoce en dicho precepto para el caso de que exista comisión de reembolso o gastos o descuentos asociados al mismo, se introduce un nuevo párrafo en cuya virtud, y en el supuesto de fondos de inversión cotizados, el derecho de separación debe ejercerse en el mercado habilitado en el folleto para la clase de partícipe que ejerce el derecho. Los partícipes soportarán los gastos ordinarios derivados de la operativa bursátil correspondiente al ejercicio de dicho derecho.

Otro ejemplo de la mejora en la protección de los derechos de los inversores se encuentra en los nuevos apartados 1 bis y 1 ter del artículo 15 LIIC, que garantizan que se proporcione a los inversores, en el caso de comercialización en España de IICs radicadas en otros Estados europeos, la misma información y documentación que hubieran de entregarles en su Estado de origen. Esta información y documentación habrá de entregarse en castellano o en cualquier otra lengua admitida por la CNMV, en el caso del documento con los datos fundamentales para el inversor, o también en una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales, en el caso del folleto y los informes anual y semestral, comunicando cualquier cambio posterior que pudiera introducirse.

Al igual que ocurre con las cuestiones estrictamente administrativas, en relación con las obligaciones de información a los inversores en otros Estados, se contienen idénticas previsiones en el artículo 16 para el caso de la comercialización de acciones y participaciones de IICs españolas en el ámbito de la UE.

Concretando los deberes de información a los accionistas, partícipes y público en general, la nueva redacción del artículo 17 LIIC incluye una referencia al documento con los datos fundamentales para el inversor. El apartado 3 de este artículo establece el contenido de ese documento (el *Key Investor Information Document* «KIID» de la Directiva que se transpone), que deberá estar permanentemente actualizado, tanto en el caso de las sociedades gestoras españolas, como también en el de las sociedades gestoras autorizadas en otro Estado miembro de la UE al amparo de la Directiva objeto de transposición. Se habilita a la CNMV, en la línea ya indicada, para publicar un modelo normalizado del KIID.

Este documento con los datos fundamentales para el inversor, así como el último informe semestral, debe entregarse gratuitamente a los inversores o suscriptores. Previa solicitud por parte de éstos, también deben entregarse el folleto y los últimos informes anual y trimestral publicados.



Como alternativa a los medios tradicionales, el folleto y el nuevo documento con los datos fundamentales para el inversor pueden facilitarse en un soporte duradero o a través de la página web de la sociedad inversión o de la sociedad de gestión, entregándose en papel previa solicitud por el inversor.

El documento con los datos fundamentales para el inversor habrá de proporcionarse también por las IICs a los intermediarios que vendan o asesoren a los inversores sobre posibles inversiones en esas IICs o –y ello es importante– en productos que conlleven riesgo frente a esas IICs cuando aquéllos lo soliciten.

Otro de los ámbitos en que se refuerza la protección de los inversores, en este caso respecto de los conflictos de interés entre los cargos, responsabilidades o funciones ostentados por los miembros de los consejos de administración de las SGIIC, se refiere a su consideración como posible causa de denegación de la autorización para la constitución de la gestora.

Este anhelo de protección se proyecta también sobre las actividades subcontratadas o externalizadas, de modo que la reforma añade una nueva letra k) al artículo 43.1, en virtud de la cual la sociedad gestora debe presentar documentación adecuada sobre las condiciones y los servicios, funciones o actividades que vayan a ser subcontratadas o externalizadas, de forma que pueda verificarse que este hecho no desnaturaliza o deja sin contenido la autorización solicitada.

Otra muestra de la preocupación de la reforma que se introduce respecto de la protección del inversor en los supuestos de una actuación transfronteriza de la sociedad gestora, se incluyen en el nuevo apartado 3 del artículo 48 LIIC, que se refiere a las sociedades gestoras que gestionan fondos y sociedades establecidos en otro Estado de la UE. Esas sociedades gestoras «estarán obligadas a atender y resolver las quejas o reclamaciones en la lengua o en una de las lenguas oficiales del Estado miembro de origen del fondo o sociedad».

Creo que también pueden considerarse como normas de protección de los inversores las nuevas causas de revocación de las autorizaciones a las

sociedades gestoras que se contienen en las letras k), l) y m) del artículo 49.1 LIIC, y que se refieren al incumplimiento grave y sistemático de las obligaciones en relación con los registros, el incumplimiento por más de tres meses de las obligaciones con el Fondo de Garantía de Inversores y cuando el informe de auditoría de las cuentas anuales se haya emitido con opinión denegada.

No cabe duda, sin embargo, de la finalidad de una efectiva protección del inversor perseguida por el régimen que, para el desarrollo de las actividades de gestión de IICs que realicen sociedades gestoras autorizadas en España, se establece en el artículo 55. En este caso, y aún tratándose de sociedades gestoras originarias de otros Estados de la UE, deberán atender y resolver las quejas y reclamaciones de los accionistas y partícipes de las IICs gestionadas en castellano.

También deberán dotarse de procedimientos y disposiciones adecuadas para poner información a disposición del público o de la CNMV, cuando así lo necesiten, la información necesaria, así como para garantizar el ejercicio de los derechos por parte de los accionistas o partícipes en el país de origen de la IIC.

Uno de los instrumentos más efectivos para la protección de los derechos e intereses de los inversores se encuentra en el reforzamiento de las obligaciones de los depositarios que se contiene en la nueva redacción del artículo 60 LIIC.

Tanto ese precepto, como el resto de los que se refieren a los deberes del depositario serán objeto de desarrollo y análisis en otro capítulo de esta obra colectiva, al que nos remitimos. No obstante, no podemos dejar de mencionar el relevante nuevo artículo 60 bis LIIC, que establece obligaciones adicionales para el depositario cuando sus funciones se refieran a sociedades gestoras autorizadas en otro Estado miembro de la UE.

Junto con el reforzamiento de la cooperación entre los supervisores, estas nuevas obligaciones de los depositarios, constituyen la garantía de los derechos de los inversores en el caso de actuación transfronteriza de las sociedades gestoras, de acuerdo con el nuevo régimen establecido en la Directiva que ahora se transpone.

Consideramos que también forman parte de las disposiciones que se establecen para la mejor protección de los derechos de los inversores las normas de conducta incluidas en el Título VI LIIC, que se aplicarán también a la actividad de comercialización de acciones y participaciones de las IICs. No obstante, al margen de alguna mejora técnica, las novedades en este ámbito son escasas.

2.2.c) Normas que mejoran la competitividad del sector

Sin duda, uno de los avances más relevantes de la nueva regulación para mejorar la competitividad global de la industria europea se refiere a la simplificación de los procedimientos administrativos y a la ya comentada reducción de los plazos para la obtención de las correspondientes autorizaciones. En este sentido, cabe destacar la reducción del plazo de dos meses a diez días para el inicio de la comercialización de una IIC autorizada en otro Estado.

Otro de los ámbitos afectados por la reforma que tiene su origen en la Directiva objeto de transposición, se refiere a la simplificación de las modificaciones estructurales de las IICs, es decir, a la disolución, la liquidación, la transformación, la fusión, la escisión y el traspaso de participaciones y acciones.

En este ámbito, buena parte de las modificaciones que se introducen derivan de la necesidad de adecuar el régimen jurídico anteriormente vigente a los cambios operados como consecuencia de la transformación de nuestro derecho societario, de la mano de la Ley sobre Sociedades de Capital y la Ley sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles.

En general, el nuevo régimen que se introduce para las modificaciones estructurales de las IIC nacionales, especialmente en el caso de fusión, trata de paliar alguna de las dificultades prácticas y rigideces que se producían en el proceso jurídico de reforma estructural. La propia complejidad de los trámites, y la rigidez de los plazos hacia

difícil en la práctica que la CNMV pudiera solicitar modificaciones en el proyecto de fusión pues, de hacerlo, obligaría a las partes a incurrir en costes muy importantes derivados de la necesaria repetición de algunos trámites (cuentas, informe de experto...) y de la propia demora en la realización de la fusión y su efectividad.

En el caso específico de las SICAVs, el artículo 32 LIIC matiza el régimen general de la Ley de Sociedades de Capital para indicar que la adquisición por la sociedad de sus acciones propias, entre el capital inicial y el capital estatutario máximo, no estará sujeto a las limitaciones establecidas en dicha Ley en materia de adquisición derivativa de acciones propias. También se establece un régimen distinto al común en relación con el precio al que pueden ponerse en circulación sus acciones, el derecho de suscripción preferente (inexistente) en la emisión o puesta en circulación de las acciones y las remuneraciones o ventajas de los fundadores o promotores, que se prohíben.

Respecto de las sociedades gestoras, se introduce un nuevo artículo 53 bis LIIC, relativo a las operaciones societarias, en cuya virtud quedan sujetas a la autorización de la CNMV las operaciones de transformación, fusión, escisión y segregación de una rama de actividad, así como las demás operaciones de modificación social que se realicen por una sociedad gestora o que conduzcan a la creación de una nueva sociedad gestora de IICs.

Otra de las mejoras importantes en la regulación de las IICs se refiere a la posibilidad de utilizar sus activos como garantía para operar con derivados para mercados OTC.

Por último, merece una mención destacada la disposición final primera de la Ley, referida al procedimiento de comercialización de fondos de inversión regulados por la LIIC a través de cuentas globales, que contiene una de las novedades de mayor calado de la reforma, largamente esperada por parte de la industria española, y que implicará un claro paso adelante en su competitividad frente a las IICs y las sociedades gestoras domiciliadas en otros Estados de la UE.

Como señala acertadamente la Exposición de Motivos de la Ley: «la introducción en nuestra



legislación de estas cuentas globales resulta imprescindible para eliminar la discriminación que tienen las sociedades gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, SGIC) españolas para la comercialización de fondos españoles en nuestro país a través de cuentas globales, frente a las IIC extranjeras que vienen utilizando este mecanismo de comercialización».

Esta importante reforma se introduce tratando de paliar los riesgos potenciales respecto de diversos bienes jurídicos que habían impedido su aprobación hasta el momento: los relacionados con la protección de los derechos de los inversores y, sobre todo, con la garantía de cumplimiento de las obligaciones fiscales.

La preocupación fiscal que late en la disposición es evidente, de modo que se regula un régimen de retención a cuenta del partícipe con ocasión de cada uno de los reembolsos de participaciones que se realicen.

El régimen de identificación de los partícipes, a través del número de identificación fiscal, constituye la clave para garantizar, en última instancia, el cumplimiento de sus obligaciones fiscales, por lo que la disposición configura, como obligación formal de la entidad comercializadora el cumplimiento de su obligación legal de proporcionar a la entidad gestora del número de identificación fiscal de cada partícipe canalizado a través de dicha comercializadora, a efectos del cumplimiento de las obligaciones materiales y formales de carácter tributario que correspondan a la entidad gestora.

Esta obligación legal debe hacerse efectiva a través de la inclusión de la misma en las cláusulas del contrato entre la sociedad gestora y la comercializadora. En dichos contratos debe establecerse también que sea la comercializadora la que remita a la CNMV toda la información en relación con los partícipes de la IIC canalizados a través de aquella, que, conforme a la normativa vigente, deba remitir la sociedad gestora a dicha autoridad, siempre y cuando ésta no disponga de dicha información.

También la disposición final segunda de la Ley se refiere a esta cuestión al referirse al cumpli-

miento de obligaciones fiscales en caso de comercialización de las IIC autorizadas en otro Estado miembro de la UE de acuerdo con la Directiva objeto de transposición. En este caso, el régimen establecido replica el contenido en la disposición final primera de la Ley, si bien su contenido queda pendiente de un futuro desarrollo reglamentario que establezca que, cuando una IIC vaya a comercializarse en España a través de más de un comercializador, se designe a una entidad encargada del registro centralizado de los partícipes o accionistas canalizados a través de los comercializadores en España.

En estos casos, la sociedad comercializadora deberá comunicar las operaciones de suscripción, adquisición y reembolso o transmisión de las acciones o participaciones, previamente a su realización, a la entidad encargada del registro centralizado que, a su vez, comunicará el resultado de la operación de que se trate a la entidad comercializadora. En última instancia, la garantía del cumplimiento de las obligaciones tributarias descansa sobre las obligaciones materiales y formales que se establecen para las entidades designadas para la llevanza del registro centralizado de partícipes y accionistas, que incluyen el deber de practicar una retención o ingreso a cuenta, así como el de informar a la Administración tributaria en relación con las operaciones que tengan por objeto acciones o participaciones de las IICs.

En este nuevo régimen surge la figura del agente centralizador, obligatoria para las sociedades gestoras extranjeras que utilicen a varios comercializadores para efectuar la actividad de distribución/comercialización.

2.2.d) Otras disposiciones

Como anticipábamos, la reforma incluye los necesarios retoques en el régimen sancionador de la LIIC, que lógicamente se hace eco de las nuevas obligaciones legales incorporadas a la normativa española y para garantizar su eficacia.

Estas disposiciones sancionadoras tienen una gran importancia para dotar de eficacia a las nor-



mas que garantizan la adecuada protección de los derechos de los inversores de modo que su incumplimiento se configura, según los casos, como una infracción muy grave o grave.

La enumeración de las modificaciones introducidas sería tan larga como, seguramente, innecesaria. No obstante, estos cambios, sumados a los introducidos como consecuencia de la Ley de Economía Sostenible hace escasos meses, determinarán una modificación de gran alcance en el régimen sancionador aplicable a las instituciones de inversión colectiva y otros sujetos obligados por la LIIC.

Como garantía de la debida coordinación con otros supervisores europeos, el nuevo artículo 86 bis introduce el deber por parte de la CNMV de comunicar al supervisor del Estado competente la imposición de sanciones a IICs que lleven a cabo actividades de comercialización transfronteriza en otro Estado o que sean gestionada por una sociedad gestora con domicilio social en un Estado miembro de la Unión europea distinto de España.

Por último, y como hemos anticipado, las disposiciones finales tercera y séptima contienen, respectivamente, la alusión a que la Ley incorpora a nuestro derecho la Directiva de continuada referencia, así como las Directivas que establecen el nuevo régimen jurídico de las nuevas Autoridades Europeas de Supervisión financiera, y la habilitación al Gobierno para dictar las normas de desarrollo que fueran necesarias y la entrada en vigor, prevista para el día siguiente a su publicación en el Boletín Oficial del Estado, no produnda al tiempo de terminar el presente trabajo.

3. EL IMPACTO PREVISIBLE DE LA NUEVA REGULACIÓN SOBRE LA INDUSTRIA EUROPEA DE LA INVERSIÓN COLECTIVA

No quedaría completo este trabajo sin aludir a la importancia de la reforma que se ha introducido en la LIIC y en el impacto que la misma para la industria europea de la inversión colectiva.

En un momento en que la economía europea necesita captar del modo más eficiente posible la inversión procedente del ahorro interior y exterior, dar continuidad al éxito que han supuesto las UCITS armonizadas desde el año 1985 resultaba fundamental, apostando por la consolidación, el reforzamiento de la actividad transfronteriza, la simplificación de los procedimientos administrativos y, en definitiva, por un funcionamiento más eficiente que pueda conducir a los necesarios ahorros de costes que permitan una mejor retribución al inversor.

Al mismo tiempo, la evolución de las normas europeas más recientes en el ámbito financiero y, singularmente, de los mercados de valores (con especial referencia a MIFID y MIFID2), obligaba a reforzar la protección de los inversores, especialmente en aquellos casos en que se produce una comercialización transfronteriza de las acciones y participaciones de las IICs o una actuación igualmente transfronteriza de las sociedades gestoras.

En su faceta de transposición de la Directiva europea, la Ley de modificación de la LIIC sitúa a la industria española frente al mismo reto de transformación ante el que se encuentra la industria europea.

Las nuevas posibilidades de comercialización transfronteriza, así como las posibilidades de actuación transfronteriza de las sociedades gestoras, abocarán, previsiblemente, a un proceso de concentración europea que trate de lograr ventajas competitivas relacionadas con una mayor eficiencia y ahorro de costes.

El proceso de concentración, que pretende facilitarse en el nuevo régimen aplicable a las fusiones transfronterizas entre sociedades gestoras, se verá, no obstante, dificultado por la ausencia de disposiciones fiscales en la Directiva. Las dudas sobre las consecuencias fiscales derivadas de tales operaciones afectarán, sin duda, a las decisiones de las sociedades gestoras.

En ese proceso de concentración compiten, lógicamente, las capacidades de las instituciones de inversión colectiva y de sus sociedades gestoras pero también, y no en menor medida, la regula-



ción financiera, las prácticas de los supervisores y, como se ha anticipado, las disposiciones fiscales.

Sabedor de lo anterior, igualmente predicable de alguna de las nuevas instituciones, como las estructuras complejas fondo principal-subordinado que se regulan en la nueva Directiva, el legislador español ha tratado de ir más allá de su deber de transposición, reforzando la competitividad de la industria española, al acoger medidas tradicionalmente demandadas para situarla en una posición equiparable a la de sus competidores europeos, como es el caso de la admisión de las cuentas ómnibus.

En definitiva, nos encontramos, una vez más, ante una transformación sustancial de la industria de la inversión colectiva europea y española, frente a la que las entidades que desarrollan sus actividades en España se situarán en un nuevo marco normativo que trata de compaginar una mayor eficacia, derivada de la simplificación de los procedimientos administrativos, y una adecuada protección a los inversores.

Como ocurre frente a todos los grandes cambios normativos, las entidades se enfrentan, a un mismo tiempo, a un reto y a una gran oportunidad.



LA RESPONSABILIDAD DE LOS DEPOSITARIOS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA EN LA NORMATIVA COMUNITARIA. UCITS IV Y DIRECTIVA DE GESTORAS DE FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVA

**Gregorio Arranz Pumar
(Consultor)**

I. INTRODUCCIÓN

En este trabajo vamos a tratar de las grandes diferencias entre el régimen de responsabilidad que era tradicional para los depositarios, recogido en la Directiva UCITS¹ y el nuevo que introduce la muy reciente Directiva de Gestoras de Fondos de Inversión Alternativa². El nuevo régimen está también llamado a aplicarse en un futuro próximo a los depositarios de fondos UCITS, mediante una futura directiva ya conocida como UCITS V y a la cual también nos referiremos.

Debe quedar claro en todo caso que nos estamos refiriendo a la responsabilidad civil, no a la administrativa en la que también pueden incurrir los depositarios (y sus administradores y directivos) y que es exigible por los reguladores.

En nuestra exposición veremos como se pasa de una regulación de la responsabilidad basada en el principio de culpa, dónde la carga de la prueba corresponde a los perjudicados, a un

nuevo sistema de responsabilidad, con una regulación más extensa, en el que la responsabilidad llega a configurarse de forma cuasi objetiva cuando se trate de la pérdida de los instrumentos custodiados.

El cambio de modelo, como tendremos ocasión de ver posteriormente, obedece principalmente al enorme impacto que en la industria de fondos de inversión han tenido los casos Lehman y Madoff y los especiales riesgos que conlleva la utilización –por otra lado inevitable– de subcustodios.

En la parte final del trabajo, hablaremos de la normativa en preparación que desarrollará la nueva Directiva de Gestoras de Fondos de Inversión Alternativa (DGFIA y FIA en adelante). Aunque se trata de un tema todavía abierto, existen buenas perspectivas de que a través de la misma se atenúen alguna de las previsiones más radicales y nocivas del nuevo régimen de responsabilidad. En este apartado daremos especial importancia al borrador de «advice» del ESMA a la Comisión Europea de 13 de julio del 2011.

Finalmente indicar que en la elaboración de este estudio hemos tenido en cuenta con frecuencia el parecer de las asociaciones de la industria de los depositarios, el ETDF (European Trustees and Depositories Forum) y ADEPO (Agrupación

¹ Hoy recogido en el texto consolidado llamado UCITS IV, Directiva 2009/65/CE, de 13 de julio. La citada Directiva introduce importantes novedades (no para los depositarios) pero a la vez consolida en un nuevo texto las versiones anteriores.

² Directiva 2011/61/UE, de 8 de junio.

ción Española de Depositarios), manteniendo siempre nuestra independencia de criterio.

II. LA SOLUCIÓN EN LA DIRECTIVA UCITS (UCITS IV)

1. INTRODUCCIÓN

La Directiva UCITS (originariamente Directiva 85/611/CE, de 20 de diciembre) ha sufrido numerosos cambios y adiciones, pero se ha mantenido inalterada en lo relativo a la regulación de los depositarios. En especial, la llamada Directiva UCITS IV (Directiva 2009/65/CE), aunque ha introducido importantes cambios en estas instituciones³, no ha cambiado una coma de la regulación preexistente de la responsabilidad de los depositarios.

Las normas de nivel 2 aprobadas, aunque regulan con detalle el papel de los depositarios en relación con las nuevas figuras, tampoco se refieren a la responsabilidad de los depositarios.

2. EL TEMA DE LA RESPONSABILIDAD EN LA DIRECTIVA UCITS

La Directiva UCITS regula por duplicado los depositarios, con una regulación muy parecida referida a los fondos y sociedades de inversión. En lo relativo a la responsabilidad, que es lo que aquí interesa, la regulación prácticamente es idéntica en ambos casos. Los artículos 24-22.2, (fondos) y 32.2-34 (sociedades) establecen que:

«El depositario será responsable, según la legislación nacional del Estado miembro de origen del UCITS, ante la sociedad de gestión y los partícipes, de cualquier perjuicio que estos sufran y que se derive de la ausencia de ejecución o de la ejecución incorrecta de sus obligaciones.

³ Regulación de las fusiones de fondos, fondos «master-feeder», nuevo pasaporte para los fondos y para las gestoras y el llamado documento «Key Investor Information», entre otros.

Con respecto a los partícipes la responsabilidad podrá ser reclamada en forma directa o indirecta a través de la sociedad de gestión, en función de la naturaleza jurídica de las relaciones existentes entre el depositario, la sociedad de gestión y los partícipes.

La responsabilidad del depositario... no se verá afectada por el hecho de que confíe a un tercero la totalidad o parte de los activos de los que tiene la custodia».

Haciendo una exégesis del precepto podemos decir que el régimen de la responsabilidad en la Directiva UCITS se basa en los siguientes pilares que, como acabamos de decir, no alteró en absoluto la versión UCITS IV:

1. Se trata de una responsabilidad amplia, pero basada en la culpa. La responsabilidad es amplia ya que el depositario responde ante la gestora y los inversores de «cualquier» daño que sufran. Pero en ningún caso se trata de una responsabilidad objetiva y las obligaciones de los depositarios responden al concepto de obligación de medios y no de resultado. En efecto, el depositario sólo es responsable si hay –como dice el texto inglés– un «*unjustifiable failure to perform its obligations or an improper performance of them*».

Llama mucho la atención lo inexacto del texto español de la Directiva, que se refiere a la «ausencia de ejecución o ejecución incorrecta de sus obligaciones», sin haberse traducido la expresión «unjustifiable».

2. Los incumplimientos que darán origen a la responsabilidad podrán ser tanto de los deberes de vigilancia como de custodia. La responsabilidad por «cualquier daño» que sufran los inversores entiendo que implica el tener que indemnizar, no sólo el «*damnum emergens*» sino también el «*lucrum cessans*».

3. La cesión de activos a terceros en subcustodia no afecta a la responsabilidad de los depositarios. Se trata de un principio básico inherente a todo proceso de delegación de funciones y/o servicios.

4. La responsabilidad es ante los inversores (partícipes o accionistas), pero también ante la



gestora o en su caso la sociedad de inversión colectiva.

5. Tratándose de fondos de inversión y dependiendo de la naturaleza jurídica de las relaciones entre gestora, depositario y fondo, los partícipes pueden ejercer su acción de responsabilidad directamente o a través de la gestora. Este es el único punto dónde la regulación difiere para cada fórmula de inversión colectiva.

6. La Directiva se limita a articular unos principios muy generales y luego se remite al Derecho Nacional e indirectamente a los tribunales locales de justicia, para determinar los aspectos concretos del régimen de responsabilidad. Esta norma comunitaria, a diferencia de lo que ocurre –como veremos– en la Directiva GFIA, no contiene ninguna llamada a normas de nivel 2 para completar sus magras previsiones.

La no armonización del Derecho Civil, forzadamente provoca en la práctica una muy diferente aplicación en la Unión Europea de los principios generales de la Directiva en situaciones similares e incluso idénticas.

III. INICIATIVAS COMUNITARIAS PREVIAS A LA CRISIS FINANCIERA

1. LA COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN EUROPEA SOBRE DEPOSITARIOS (30 DE MARZO DEL 2004)

En esta Comunicación, dirigida al Parlamento y al Consejo, se hace un estudio comparado sobre los depositarios en la Unión Europea.

En el documento se recuerda que aunque la Directiva impone a los depositarios ciertos deberes cautelares, la misma no aclara si las obligaciones (y consecuente responsabilidad) que se les impone son de medios o de resultados, inclinándose el documento por lo segundo, lo cual nos parece muy discutible, ya que al hablar de responsabilidad se exige que se dé –como vimos– un «unjustifiable failure».

En general, se reconoce que el grado de armonización es reducido.

En el tema de la responsabilidad, que es el que especialmente nos concierne, la Comunicación reconoce expresamente que la Directiva es insuficiente, principalmente por remitirse casi en blanco a la legislación de cada país, quedando en mano de los tribunales locales la determinación de su alcance concreto. Las soluciones varían mucho de un Estado a otro. En algún caso, el papel de los depositarios se configura como una obligación de medios y en otros de resultado, habiendo países que incluso no admiten la fuerza mayor como eximente. Así los conceptos de «unjustifiable failure» o «improper performance» son objeto de aplicaciones muy dispares. Todo ello provoca que el inversor tenga grados distintos de protección según la localización del fondo.

Tampoco está claro la función del depositario en relación con los subcustodios globales ¿mero supervisor o primer custodio obligatorio?

También se insiste en garantizar a los inversores una información apropiada sobre la responsabilidad de los depositarios, que varía –como hemos dicho– mucho de un Estado a otro.

Finalmente, se contiene una recomendación explícita de «Aclarar el grado de responsabilidad del depositario: Fomentar la claridad y convergencia de los regímenes de responsabilidad de los depositarios en los Estados miembros exigirá una lectura común del concepto **custodia de activos** y de las funciones específicas de control asignadas al depositario».

2. ACTUACIONES POSTERIORES

No obstante la recomendación de la Comunicación que acabamos de transcribir, en el Libro Blanco de la Comisión del 16 de noviembre del 2006 para mejorar el mercado de fondos de inversión, no hay ninguna propuesta concreta para armonizar las funciones del depositario ni se menciona el régimen de su responsabilidad. Las únicas menciones a los depositarios, referidas ambas al tema de la actuación transfronteriza, tratan de facilitar la delegación de la custodia y permitir la utilización de sucursales como depositarios (sin llegar a otorgarles el «pasaporte» como tal).



La reforma de la Directiva UCITS a través de la llamada UCITS IV no tuvo ninguna repercusión, como atrás vimos, en el régimen de la responsabilidad.

IV. EL IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA EN EL PAPEL Y RESPONSABILIDAD DE LOS DEPOSITARIOS

La crisis financiera, y a un nivel más específico los casos Lehman y Madoff, han provocado un amplio debate sobre el papel y funciones de los depositarios.

En Francia, en relación con la quiebra de Lehman, surgió la duda de si los depositarios que habían utilizado a dicho banco como subcustodio tenían un deber de restitución de los activos depositados y con que extensión.

La regulación francesa está contenida principalmente en el Código Monetario y Financiero, que transpone bastante fielmente la Directiva UCITS. El Código establece claramente que cuando se confía la custodia de los activos a un tercero, no se ve afectada la responsabilidad del depositario; sólo para los fondos alternativos cabe que se pacte una cierta limitación de la responsabilidad.

El anterior esquema legal fue objeto de interpretación mediante tres sentencias del Tribunal de Apelación de París 8 de abril de 2009.

Las sentencias resolvían el supuesto de tres «hedge funds» que habían nombrado a Lehman «prime broker» y subcustodio a través de un contrato tripartito («prime broker», depositario y gestora). Los activos de los fondos aparecían registrados en Lehman a nombre de los propios fondos.

La declaración en quiebra de Lehman el 15 de septiembre de 2008 implicó la inmovilización de todos los activos depositados y la congelación de cualquier posible reclamación. En este contexto, las gestoras reclamaron los activos depositados y los depositarios se negaron sobre la base de que al tratarse de activos subcustodiados, no

cabía técnicamente su restitución y además el subcustodio había sido designado también por las gestoras (contrato tripartito). En todo caso, también alegaban que la obligación de restitución exigía el previo cierre --vía compensación-- de todas las operaciones entre Lehman y los fondos y el levantamiento de las garantías constituidas a favor de Lehman (como «prime broker») sobre los activos depositados.

La AMF (regulador francés), resolvió a favor de las gestoras su petición de restitución «inmediata» de los activos, no atendiendo los argumentos de los depositarios que acabamos de exponer.

Los depositarios recurrieron entonces ante el Tribunal de Apelación, que se pronunció estableciendo que los depositarios están sujetos a un deber de restitución absoluto, con independencia de que confíen los activos a un tercero en régimen de subcustodia. Como deber absoluto, el alcance de la obligación no puede ser objeto de negociación entre las partes afectadas. No obstante el Tribunal matizó que la obligación sólo afectaba a los activos realmente custodiables (acciones, bonos y participaciones en fondos de inversión) y no por ejemplo a los derivados OTC. Además, la restitución debía hacerse por el neto, tras compensar las deudas entre los fondos y Lehman como «prime broker» y liberar las garantías. La sentencia, en cambio, no excluía del deber de devolución de aquellos activos de los que Lehman hubiera dispuesto indebidamente. Finalmente, se consideró que la quiebra de Lehman no era un genuino supuesto de fuerza mayor ya que la misma era en alguna forma previsible.

Por otra parte, tras el escándalo Madoff que afectó sobre todo a los fondos irlandeses y luxemburgueses, y evidenció el riesgo implícito en la utilización de subcustodios, la Ministra Francesa de Hacienda llamó la atención sobre la necesidad de armonizar la responsabilidad de los depositarios. A su vez, la Comisión Europea en un comunicado de prensa de 26 de enero del 2009, confirmó que había inconsistencias en la aplicación de la Directiva UCITS en el capítulo relativo a la responsabilidad. A raíz de esto la Comisión decidió impulsar un estudio sobre cómo se había



transpuesto y aplicado la Directiva y al poco tiempo –de forma paralela– presentó su Propuesta de Directiva de Gestoras de Fondos de Inversión Alternativa (FIA), con un régimen muy distinto respecto la responsabilidad de los depositarios, a la que enseguida nos referiremos.

Coherentemente, el 20 de mayo del 2009, el entonces Comisario McCreevy manifestó su intención de clarificar y reforzar el régimen de responsabilidad de los depositarios de fondos UCITS, algo especialmente necesario tras el escándalo Madoff. También anunció una futura consulta pública sobre el tema. Según algún estudio realizado sobre normativa comparada, existían grandes diferencias en cómo los Estados miembros interpretaban la Directiva UCITS. Por otra parte, la publicación de la Propuesta de Directiva sobre Gestoras de FIA, con un régimen de responsabilidad más estricto para los depositarios, exigía equiparar al alza la responsabilidad de los depositarios de UCITS, ya que no tenía sentido que los inversores minoristas tuvieran menos protección. Lo avanzado de la tramitación de la Directiva UCITS IV hacía inviable aprovechar dicha norma para incorporar los cambios que fueran necesarios.

V. LA DIRECTIVA DE GESTORAS DE FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVA

1. INTRODUCCIÓN

La DGFIA no se hubiera adoptado de no poner de manifiesto la crisis financiera el riesgo sistémico que podían generar ciertas instituciones no propiamente bancarias. En este contexto se da especial importancia a reforzar la figura del depositario, que es objeto de una amplia regulación y de un endurecimiento notable del régimen de su responsabilidad.

2. EL PROYECTO DE DIRECTIVA

El proyecto de Directiva (abril 2009) contenía un nuevo régimen de responsabilidad para los

depositarios que suponía un giro copernicano respecto al previsto en la Directiva UCITS, así el apartado 5 del artículo del artículo 17 del Proyecto establecía:

«El depositario responderá ante la Gestora del FIA (GFIA en adelante) y los inversores del FIA de cualquier pérdida que sufran como consecuencia del incumplimiento de las obligaciones que le incumban en virtud de la presente Directiva.

En caso de pérdida de instrumentos financieros cuya custodia se haya confiado al depositario, éste sólo quedará exento de responsabilidad si puede demostrar que no podría haber evitado la pérdida sufrida.

Con respecto a los inversores de los FIA, la responsabilidad podrá ser reclamada en forma directa o indirecta a través del GFIA, en función de la naturaleza jurídica de las relaciones existentes entre el depositario, el GFIA y los inversores. La responsabilidad del depositario no se verá afectada por ninguna delegación de funciones que pueda efectuarse ...».

Haciendo una breve exégesis del texto:

- Los depositarios responderían por los daños derivados de «fallos en ejecutar sus obligaciones», no exigiéndose ya que el fallo («failure») sea «unjustifiable». Al no distinguir el Proyecto, había que entender que el durísimo régimen previsto era aplicable a los incumplimientos tanto de los deberes de custodia como de vigilancia.
- Además, cuando la pérdida se refiera a instrumentos financieros en custodia, se desplaza la carga de la prueba desde el inversor perjudicado al depositario reclamado, quien deberá probar que no pudo evitar la pérdida.
- La obligación de diligencia del depositario pasa a ser una obligación de resultados y no de medios como hasta ahora ocurría, pudiéndose hablar por tanto de una responsabilidad cuasi objetiva.
- En ningún caso el depositario que recurriera a subcustodios podía verse exonerado de responsabilidad.

- En cambio, como ocurre en la Directiva UCITS, se mantiene que la responsabilidad puede invocarse directamente por los inversores o mediante la utilización de la gestora.
- Finalmente, la regulación era bastante escasa y no estaban previstas medidas de implementación.

3. LA REGULACIÓN DE LA RESPONSABILIDAD EN EL TEXTO FINAL DE LA DIRECTIVA

3.1. Introducción

La regulación final es bastante extensa y aunque mantiene en lo fundamental el régimen de responsabilidad cuasi objetiva del proyecto de la Comisión, es positivo el que este régimen quede restringido para el supuesto de pérdida de los activos objeto de custodia –entendida esta en sentido estricto–, e incluya algunas modulaciones, así como una previsión especial para la subcustodia, que dejan abierta una puerta (estrecha) a la exoneración de responsabilidad del depositario.

Dentro del artículo 21 dedicado a los depositarios, las secciones 12 a 16 se refieren al tema de la responsabilidad, agrupando nosotros el contenido en cuatro apartados que expondremos separadamente: 1) régimen general por pérdidas; 2) régimen por la pérdida de los activos custodiados; 3) previsiones para los supuestos de la delegación de la custodia; y 4) otras reglas.

Hay que señalar que la propia Directiva, en la sección 17 de este artículo 21, contempla la aprobación de normas de nivel 2 para desarrollar importantes aspectos del régimen de la responsabilidad, tema este al que nos referiremos en el siguiente capítulo.

3.2. Régimen general de responsabilidad para supuestos distintos a los de la pérdida de los activos custodiados

Se aplica este régimen siempre que el perjuicio que sufra el fondo no traiga su causa de la pérdi-

da, en el sentido de desaparición, de los instrumentos financiero custodiados (dando a éstos el alcance que luego veremos).

Según el último párrafo de la sección 12: «El depositario responderá también ante el FIA o, en su caso, ante los inversores del FIA, de cualquier pérdida que sufra como consecuencia del incumplimiento intencionado o por negligencia de las obligaciones que le incumban en virtud de la presente Directiva».

Se trata de una regulación residual ya que es aplicable a «cualquier pérdida». El supuesto se refiere por tanto a todo tipo de incumplimientos de la función de vigilancia o de la de custodia, imputables al depositario y generadores de un daño para el fondo. Para declarar la responsabilidad, como era tradicional y todavía recoge la Directiva UCITS, no basta que haya un incumplimiento del depositario, sino que deben darse además los demás elementos, que normalmente se han exigido para el nacimiento de aquella:

- La existencia de una pérdida para el fondo.
- Que el incumplimiento sea consecuencia de un comportamiento doloso o negligente de las obligaciones que la Directiva impone al depositario.
- La existencia de un vínculo causal entre pérdida e incumplimiento.

Salvado el principio de responsabilidad por culpa, y no previéndose en este punto la adopción de medidas de nivel 2, entendemos que los legisladores nacionales y jueces deberían hacer una interpretación extensiva del precepto, ya que los depositarios son entidades financieras especializadas (normalmente bancos), de quienes son predicables unos estándares altos de diligencia y además cumplen –junto a las gestoras– una función fiduciaria a favor de los fondos y sus inversores.

En este sentido, por pérdidas deben entenderse también las situaciones de lucro cesante, no importando el tipo de incumplimiento que las genere, siempre que se incumpla un deber impuesto por la Directiva. En cambio, la carga de la prueba debe seguir correspondiendo al fondo, por ser ésta la regla general cuando de responsa-



bilidad se habla, no contradicha expresamente por la Directiva, como si ocurre para el supuesto especial de pérdida de los instrumentos custodiados al que a continuación nos referiremos.

3.3. Supuesto de pérdida de los instrumentos en custodia

Se trata del supuesto más importante de pérdida y en el que la nueva Directiva –como ya hemos adelantado– se aparta claramente del régimen tradicional de responsabilidad por culpa.

La regulación de la Directiva marco, contenida en la sección 12 comienza estableciendo lo siguiente:

«El depositario responderá ante el FIA o, en su caso, ante los inversores del FIA, de la pérdida, por parte del mismo o de un tercero en quien se haya delegado la función de custodia, de los instrumentos financieros custodiados.

En caso de tal pérdida de los instrumentos financieros custodiados, el depositario devolverá sin demora indebida al FIA o, en su caso, al GFIA cuando actúe por cuenta del FIA, un instrumento financiero de idénticas características o bien la cuantía correspondiente.

El depositario no será responsable si puede probar que la pérdida se ha producido como resultado de un acontecimiento externo que escape al control razonable, cuyas consecuencias hubieran sido inevitables a pesar de todos los esfuerzos por evitarlas».

En relación con este supuesto, la Directiva prevé que muchos aspectos importantes deben ver completada su regulación mediante normas de nivel 2 y por tanto habrá que esperar a las mismas para conocer con mayor precisión este régimen de responsabilidad. En todo caso, la Directiva marco deja ya claro que se ha producido un cambio muy importante frente a la Directiva UCITS, no exigiéndose como tal la existencia de un incumplimiento culpable y exonerando además al fondo reclamante de la carga de la prueba.

– *Supuesto de hecho*: la regulación se aplica sólo en el caso de pérdida de los instrumentos financieros custodiados.

En cuanto a qué se entiende por instrumentos financieros custodiados, la Directiva al referirse a la función de custodia («safekeeping») distingue (sección 8) entre:

a) Auténtica custodia: sólo posible para los instrumentos «custodiables», que son aquellos que puedan consignarse en una cuenta de instrumentos financieros abierta en los libros del depositario y para los instrumentos financieros que puedan entregarse físicamente al depositario.

b) Mero registro («record keeping») de otros activos que no son en puridad instrumentos financieros «custodiables».

La normativa de nivel 2 está llamada a precisar el concepto de instrumentos financieros «custodiables», así como el de pérdida de los mismos, que en cualquier caso parece ser que debe tratarse de una pérdida definitiva.

El duro régimen expuesto se aplica aún en los supuestos de delegación de la custodia, aunque la propia Directiva contempla ciertas reglas específicas que luego veremos.

El depositario deberá hacer la restitución sin una «demora indebida» (concepto jurídico indeterminado que la Directiva no aclara ni prevé su desarrollo normativo), bien en especie (instrumento financiero de idénticas características), bien en efectivo.

– *Supuesto de exoneración de la responsabilidad*: la Directiva no recoge ninguna mención específica a la negligencia o al dolo del depositario para que haya un incumplimiento responsable, pero sí establece una causa de exención de responsabilidad aunque con una configuración realmente estricta. En efecto, para que el depositario pueda quedar exonerado de responsabilidad debe cumplirse que:

- 1) La pérdida sea resultado de un acontecimiento externo al depositario.
- 2) Que dicho acontecimiento escape a su control razonable.
- 3) Que las consecuencias de dicho acontecimiento hubieran sido inevitables, a pesar de todos los esfuerzos para evitarlas.

La Directiva además impone la carga de la prueba al depositario, lo cual hace todavía más difícil en la práctica valerse de esta causa de exoneración. Sería muy deseable que la normativa de nivel 2, expresamente prevista para completar la regulación de los citados requisitos, hiciese una interpretación inteligente de los mismos, que permitiera que el único supuesto de exoneración previsto pueda tener alguna virtualidad.

3. DELEGACIÓN. SUBCUSTODIA

La Directiva, al igual que la Directiva UCITS y otras normas financieras comunitarias y nacionales, establece claramente el principio general de que la delegación en otra entidad (de la función de custodia, única admisible) no implica merma de la responsabilidad del depositario delegante.

El párrafo 1 de la sección 13 empieza diciendo que la responsabilidad del depositario no se verá afectada por ninguna delegación de funciones que pueda efectuarse con arreglo al régimen estricto que la misma Directiva contempla.

No obstante, la propia Directiva contempla un régimen excepcional para el caso de que se delegue la custodia de instrumentos financieros «custodiables.» Dentro de este régimen excepcional, a su vez hay que distinguir dos casos de delegación, uno general y otro previsto para el supuesto especial de que el subcustodio sea una entidad no comunitaria, por exigirlo así la legislación local, y además la entidad en cuestión no esté sujeta ni a supervisión prudencial ni a la obligación de auditarse externamente.

– *Caso general:* para que el depositario pueda quedar exonerado de responsabilidad deben cumplirse de forma cumulativa las siguientes condiciones, lo que debe probar el depositario:

1) Que se cumplan todos estrictos los requisitos que para la delegación de la función de custodia contempla el apartado 11 de la Directiva. Estos requisitos son:

a) que no se deleguen funciones con el fin de eludir el cumplimiento de los requisitos establecidos por la propia Directiva;

- b) que el depositario pueda demostrar que hay una razón objetiva para la delegación;
- c) que el depositario haya actuado con toda la competencia, atención y diligencia debidas en la selección y el nombramiento de todo tercero en que quiera delegar parte de sus funciones, y siga luego actuando con toda la competencia, atención y diligencia debidas en la revisión periódica y la supervisión permanente de dicho tercero subcustodio;
- d) que adicionalmente el depositario haya garantizado que el tercero cumple las siguientes condiciones y garantiza de forma permanente que seguirá cumpliendo dichas condiciones en todo momento durante el desempeño de las funciones delegadas:
- i) la primera condición es que el tercero contará con estructuras y conocimientos prácticos adecuados y proporcionados a la naturaleza y complejidad de los activos del FIA que se le hayan confiado;
 - ii) que para las funciones de custodia el tercero estará sujeto a una regulación y supervisión prudenciales efectivas, incluido el capital mínimo obligatorio, en el ámbito de que se trate y estará sujeto a auditorías externas periódicas que permitan comprobar que los instrumentos financieros y demás valores están en su posesión;
 - iii) que el tercero separará los activos de los clientes del depositario de los suyos propios y de los activos del depositario, de modo que se puedan identificar claramente en todo momento como pertenecientes a los clientes de un depositario concreto;
 - iv) que el tercero no hará uso de los activos sin el consentimiento previo del FIA o, en su caso, del GFIA cuando actúe por cuenta del FIA, y sin informar previamente al depositario, y
 - v) que el tercero subcustodio respetará las obligaciones y prohibiciones gene-



rales que la Directiva impone a los depositarios.

2) Que exista un contrato escrito entre el depositario y el tercero por el que se transfiera expresamente la responsabilidad del depositario al tercero y autoriza al FIA o, en su caso, al GFIA cuando actúe por cuenta del FIA, a presentar una reclamación contra el tercero en relación con la pérdida de instrumentos financieros o al depositario a presentar tal reclamación en su nombre.

3) Finalmente, que haya un contrato escrito entre el depositario y el FIA o el GFIA cuando actúe por cuenta del FIA, que permita expresamente la exención de responsabilidad del depositario y establezca la razón objetiva para suscribir dicha exención de responsabilidad.

Se trata de unos requisitos realmente exigentes, que en la práctica no será fácil que se cumplan, especialmente si se tiene en cuenta que los custodios internacionales, receptores por excelencia de la delegación, difícilmente aceptarán asumir contractualmente una responsabilidad que la Directiva no les impone. Creemos que debería haber sido bastante el cumplimiento de los muy estrictos requisitos «objetivos» que para la delegación impone Directiva, sin que además sea necesario un acuerdo «subjetivo» en el que ambas partes (cuya fuerza negociadora será normalmente muy distinta) negocien la traslación de responsabilidad.

Vemos en cambio más razonable el requisito de que la exoneración requiera también un contrato escrito entre el depositario y el FIA, ya que para éste no es ni mucho menos indiferente el que la responsabilidad la tenga su propio depositario o un tercero, en cuya designación no ha tenido ninguna intervención. Más cuestionable es la exigencia de establecer en el contrato una «razón objetiva» para suscribir dicha exención de responsabilidad, punto algo oscuro para el que la Directiva prevé también un desarrollo normativo.

Caso especial: subcustodio no comunitario y no sujeto –en virtud de la legislación local aplicable– ni a supervisión prudencial ni a auditoría externa.

Para esto supuesto la Directiva establece los siguientes requisitos:

a) que el reglamento o los documentos de constitución del FIA en cuestión autoricen expresamente dicha exención de responsabilidad;

b) que los inversores del FIA hayan sido debidamente informados de dicha exención de responsabilidad y de las circunstancias que la justifican antes de la inversión;

c) que el FIA o el GFIA por cuenta del FIA hayan pedido al depositario que delegue la función de custodia de dichos instrumentos financieros en una entidad local;

d) que haya un contrato escrito entre el depositario y el FIA o el GFIA cuando actúe por cuenta del FIA, por el que se permita expresamente dicha exención de responsabilidad, y

e) que haya un contrato escrito entre el depositario y el tercero por el que se transfiera expresamente la responsabilidad del depositario a dicha entidad local y autorice al FIA o al GFIA cuando actúe por cuenta del FIA, a presentar una reclamación contra dicha entidad local en relación con la pérdida de instrumentos financieros o al depositario a presentar tal reclamación en su nombre.

Los dos últimos requisitos coinciden con los ya vistos para el supuesto general.

4. OTRAS REGLAS

Como ya ocurre en la Directiva UCITS, la nueva Directiva permite que la responsabilidad sea reclamada a los depositarios, bien directamente por el fondo, bien indirectamente por la gestora «en función de la naturaleza jurídica de la relación entre el depositario, la GFIA y los inversores».

En caso de subdelegación por el subcustodio, se aplicarán «mutatis mutandis» a la relación de subdelegación las reglas vistas para la delegación.

VI. DESARROLLO NORMATIVO DE LA DIRECTIVA DE GESTORAS DE FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVA

La Comisión Europea, aún antes de aprobarse formalmente la Directiva GFIA (pero cuando ya el texto estaba cerrado) inició los trámites para aprobar la normativa de segundo nivel prevista en la misma.

En relación con el régimen de los depositarios contenido en el artículo 21 hay muchos puntos pendientes de desarrollo normativo, y algunos –como ya vimos– afectan al tema de su responsabilidad.

En la preparación de esta normativa reviste especial importancia el «advice» del ESMA, cuyo borrador se publicó el 13 de julio del 2011, abriéndose un periodo de consulta pública que concluyó el 13 de septiembre.

Con carácter previo a dicho borrador, el ESMA y su antecesor el CESR abrieron una fase de consultas con la industria, mediante un «call for evidence» (el documento era de 3 diciembre de 2010) y tuvo lugar un «workshop» a principios de abril del 2011.

El borrador de «advice», aun siendo un borrador todavía y no siendo el ESMA el órgano legislativo, nos da sin embargo ciertas indicaciones bastante fiables de cómo será la futura legislación secundaria. Vamos a exponer por tanto sus principales contenidos, refiriéndonos también a aquellos puntos sobre los que el ETDF y ADEPO, en sus respectivas contestaciones a la consulta, han mostrado más preocupación, si bien hay que reconocer que el texto del ESMA es bastante positivo.

El documento se refiere a los siguientes puntos:

1. Definición de pérdida (en orden a desencadenar la obligación a cargo del depositario de restituir los instrumentos «custodiables»)

- La pérdida implica la inexistencia inicial o sobrevenida del derecho de propiedad sobre los instrumentos, o la privación de los

derechos sobre los mismos. También cubre aquellos supuestos en los que se pierde la capacidad de disposición.

- Se trata de un concepto amplio de pérdida que debería en todo caso acreditarse y comunicarse a los inversores.
- La inexistencia (inicial) de los instrumentos por fraude se considera también que es un supuesto de pérdida.

Es importante señalar que el «advice», al desarrollar la definición de instrumentos «custodiables», los acota muchísimo, reduciéndolos en la práctica a los títulos físicos y a los valores registrados en un depositario central de valor (CSD-Central Securities Depositary), dónde el depositario debe aparecer como claro titular. Esto ha sido valorado muy positivamente ya que restringe notablemente los casos en que el depositario tendrá que sufrir el régimen de responsabilidad cuasi objetiva de la Directiva.

2. Definición de acontecimiento externo que escape al control razonable del depositario, cuyas consecuencias serían inevitables no obstante todos los esfuerzos para evitarlas (como supuesto único de exoneración de responsabilidad)

El borrador de «advice» desarrolla este punto de la Directiva con bastante detalle y prevé un régimen riguroso que sin embargo no impide la exoneración, mencionando las siguientes circunstancias:

- 1) Para que el acontecimiento sea externo, el mismo no debe imputarse a un acto u omisión del depositario o de sus subcustodios.
- 2) Además, para que el acontecimiento esté más allá del control razonable del depositario, el mismo no podría haberse evitado ni aún empleando un «due diligence» riguroso.
- 3) Finalmente, es necesario acreditar que aunque se hubiera realizado un «due diligence» riguroso, tampoco se podría haber evitado la pérdida. Según el borrador este requerimiento supone que el depositario debe probar:



- a) Que tiene las estructuras y experiencia adecuadas y proporcionadas a la naturaleza de los activos, para identificar puntualmente y vigilar cualquier suceso externo que considere puede generar una pérdida de los instrumentos.
- b) Que ha revisado de forma continuada si alguno de los acontecimientos identificados implica en la práctica un riesgo significativo de pérdida.
- c) Finalmente que cuando ha identificado uno de tales acontecimientos, el depositario ha tomado las medidas apropiadas, si fueran posibles, para prevenir o mitigar la pérdida de los instrumentos «custodiables».

Estas condiciones serán también de aplicación al subcustodio cuando el depositario le haya transferido contractualmente la responsabilidad.

Aunque en general la industria (ETDF/ADEPO) se han mostrado de acuerdo con el documento de ESMA, han formulado algunas objeciones a puntos concretos:

- La decisión final sobre si el instrumento se ha perdido debe corresponder a los tribunales locales.
- La mayor objeción se refiere al tratamiento que debería darse a la quiebra del subcustodio, ya que la industria entiende que en este supuesto estaríamos siempre en un caso de suceso externo más allá del razonable control del depositario que éste no puede evitar.
- En cuanto al requisito de haber adoptado el depositario las acciones apropiadas para evitar la pérdida cuando haya un subcustodio, la industria insiste que con independencia de que el depositario pueda adoptar otras medidas y por supuesto alertar a la gestora, debe quedar claro que la mera notificación de la situación de riesgo al regulador le debería eximir de responsabilidad, y ello con independencia de que el contrato con el subcustodio se haya podido rescindir o se haya encontrado un sustituto.

3. Existencia de «razones objetivas» para suscribir una exención de responsabilidad (en el contrato con el subcustodio)

El borrador de «advice» pregunta sobre dos posibles interpretaciones de este requisito de la Directiva para que contractualmente el depositario pueda exonerarse de responsabilidad. La primera, preferida obviamente para la industria, sostiene que el mero hecho de pactar la exoneración presupone que hay unas razones objetivas para ello y no se requiere por tanto ninguna demostración adicional. En la segunda se requiere probar –como un requisito autónomo– la existencia de dichas razones objetivas, lo cual no siempre será fácil en la práctica⁴.

VII. HACIA UCITS V

Las repercusiones de los casos Lehman y Madoff a las que ya nos hemos referido y, sobre todo, la aprobación de la Directiva GFIA con una regulación notablemente más amplia y exigente de la responsabilidad de los depositarios de los fondos no UCITS, hacía imprescindible una nueva reforma de la Directiva UCITS, la ya llamada UCITS V, para incluir –entre otras cosas–⁵ una regulación mucho más extensa de los depositarios y –en particular– un régimen de responsabilidad mucho más severo. En efecto, no tiene ningún sentido que dicho régimen sea hoy más duro para los fondos sofisticados que para los de tipo UCITS, principalmente vendidos a los minoristas.

La propuesta de la Comisión, esperada para finales del año 2011 o principios del 2012, ha sido precedido por dos documentos suyos sometidos a consulta. El primero, de junio de 2009,

⁴ Tras escribirse este artículo el ESMA emitió su «advice» definitivo el 16 de noviembre de 2011, sin variaciones sustantivas respecto al borrador de 13 de julio, aunque endureciendo en algún punto concreto el texto inicial. En el momento de revisarse las pruebas de imprenta parece estar próximo a salir el Reglamento de la Comisión de implementación de la DGFIA.

⁵ También está previsto regular el régimen retributivo del personal directivo y con funciones de control de las gestoras.

cuando la Directiva GFIA todavía estaba tramitándose, contenía preguntas de tipo general sobre los depositarios y al mismo nos referimos con detalle en nuestra contribución a este Observatorio correspondiente al año 2009. El segundo, de diciembre de 2010, y por tanto cuando ya estaba concluida prácticamente la tramitación de la citada Directiva, tomó de forma inequívoca como referencia el nuevo régimen de la responsabilidad de los depositarios de los FIA, con un claro mensaje de que el mismo constituye un mínimo innegociable para los depositarios de los fondos UCITS.

En relación con esta segunda consulta, tanto el ETDF como ADEPO han centrado sus argumentaciones en que la futura UCITS V no endurezca todavía más las soluciones previstas para los depositarios de los FIA, por ser estas más que suficientes, siendo conscientes de que aquellas –aunque no gusten– son ya inamovibles.

Especial énfasis se ha puesto en no cerrar el angosto portillo abierto en la Directiva GFIA a la exención de responsabilidad en caso de subcustodia, pues el mismo también debería valer en el caso de fondos UCITS.

La nueva Directiva se aprobará previsiblemente en el 2012.

VIII. CONCLUSIONES

La sustitución de un sistema de responsabilidad basado en la culpa por otro de responsabilidad cuasi objetiva, que configura el deber de diligencia del depositario como una obligación de resultado, creemos que va a tener consecuencias muy perjudiciales para los mismos, y por extensión para el conjunto de la industria de inversión colectiva, incluidos los inversores, por las razones que a continuación señalamos.

Aunque el nuevo sistema se aplica sólo inicialmente a los depositarios de los FIA en virtud de la Directiva GFIA, el mismo –como acabamos de ver– está previsto que también se aplique a los depositarios de fondos UCITS, tan pronto como se apruebe la Directiva UCITS V.

Es cierto que el texto final de la Directiva GFIA ha limado los aspectos más criticables de la propuesta inicial de la Comisión, pero aún así –como expusimos– sigue atribuyendo a los depositarios una responsabilidad cuasi objetiva en el caso de pérdida de los instrumentos «custodiables». Para el citado supuesto de pérdida, la Directiva sólo permite que el depositario quede exonerado de responsabilidad cuando la misma obedezca a eventos externos fuera de su control e inevitables, con una regulación muy estricta de esta causa de exoneración. En el caso de subcustodia, para que opere la exoneración a favor del depositario éste, además de cumplir una lista muy exigente de requisitos objetivos, debe conseguir que el subcustodio asuma contractualmente la responsabilidad, lo cual en la práctica será muy difícil.

La aprobación de las normas de nivel 2 debería contribuir a remediar –en la medida de lo posible– la solución equivocada de la Directiva. El borrador de «advice» del ESMA, al que también nos hemos referido, parece ir en la dirección correcta, especialmente al acotar mucho el concepto de instrumento «custodiable» y propugnar una interpretación relativamente amplia de lo que debe entenderse por un «suceso externo fuera del control del depositario». La futura normativa debería además hacerse eco de la petición que la industria hace de que la quiebra del subcustodio se entienda como un suceso externo fuera de control.

En cualquier caso, el que la Directiva haya consagrado –como regla general para los supuestos de pérdida de los instrumentos «custodiables»– un sistema de responsabilidad cuasi objetiva, plantea los siguientes graves inconvenientes que no compensan una hipotética mayor protección del inversor:

1. La solución implica instaurar un sistema de responsabilidad sin culpa, objetivamente injusto, totalmente ajeno a la tradición jurídica española y creemos de los demás Estados miembros.
2. El actual patrón de responsabilidad de la Directiva UCITS permite exigir a los depo-



- sitarios estándares elevadísimos de diligencia y hacerles responder, aún en los casos de culpa levisima (ya que ésta también implica un «unjustifiable failure»). Como vimos, antes de los casos Lehman y Madoff dicho patrón no creaba ningún problema.
3. La regla de la Directiva UCITS además permite a los jueces, en caso de concurrencia de culpas, buscar la solución más adecuada en cada caso.
 4. El articular la responsabilidad de los depositarios en base a considerar su actividad como una obligación de resultado y no de medios no tiene parangón en la regulación (prudencial y/o de protección al cliente) aplicable a las entidades financieras.
 5. El nuevo sistema convierte de hecho a los depositarios en entidades aseguradoras, con notable encarecimiento de sus costes, lo que acabarán repercutiendo a los fondos (y sus inversores).
 6. La solución expulsará del mercado a un gran número de depositarios, reduciendo la competencia. Las entidades que permanezcan cobrarán unas remuneraciones mucho más altas que las actuales, como forma de compensar la elevadísima prima aseguradora que la solución comporta.
 7. Finalmente, dado el nivel de los activos depositados, el nuevo riesgo que asumen los depositarios no puede menos que ser calificado como sistémico. Es paradójico que pretendiendo la Directiva –como uno de sus principales objetivos– reducir este tipo de riesgos, al final con esta solución acabe incrementándolos.

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.
- Nº30 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).

ENTIDADES PATRONO
de la Fundación de Estudios Financieros

BANCO SANTANDER, S.A.
TELEFÓNICA, S.A.
ENDESA, S.A.
FUNDACIÓN IBERDROLA
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA
CITI
BANCO SABADELL
BANKIA
CLIFFORD CHANCE
ERNST & YOUNG
FIDELITY INTERNATIONAL, SUCURSAL EN ESPAÑA
FUNDACIÓN REPSOL
INDITEX
KPMG
LA CAIXA
MAPFRE
ZURICH ESPAÑA
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES
FUNDACIÓN ABERTIS
INDRA SISTEMAS, S.A.
URÍA & MENÉNDEZ
ACS
DELOITTE
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA
FUNDACIÓN PRICEWATERHOUSE COOPERS
CECA
BAKER & MCKENZIE
J& GARRIGUES, S.L.

ENTIDAD FUNDADORA
INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS

