



RESUMEN Y CONCLUSIONES

1. EL OBSERVATORIO

El Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (el Observatorio) nació en 2006, a iniciativa de la Fundación de Estudios Financieros (FEF), para seguir la evolución de las reformas normativas en la Unión Europea (UE) y valorar su impacto sobre la construcción del mercado financiero único. Ésta es, por tanto, la undécima edición consecutiva de este Informe.

En las últimas ediciones se han destacado en este capítulo de introducción, al objeto de enmarcar el contexto en el que se ha desarrollado el trabajo, algunas de las dificultades -sociales, económicas y políticas- a las que el proyecto europeo se ha venido enfrentado en los últimos años. La aparición de movimientos fuertemente euroescépticos, el incremento de los temores sobre la seguridad europea, los procesos migratorios y las tensiones que se han producido en las fronteras exteriores de la UE, la retirada de ayudas no convencionales de la Reserva Federal estadounidense y del Banco Central Europeo (BCE), la ralentización de la economía china, las anunciadas políticas de estímulo fiscal del presidente de los Estados Unidos o el ya iniciado aumento de las tasas de interés, son algunas de las más señaladas circunstancias que han condicionado los avances hacia la construcción de un

mercado integrado europeo en los últimos tiempos.

En esta ocasión, ya iniciado 2019, la coyuntura que se presenta sigue siendo compleja; (i) las noticias sobre una previsible desaceleración económica global y europea (Italia afronta una disminución de su PIB y Alemania ha reducido notablemente su crecimiento, si bien en España se mantiene), (ii) el *Brexit*, cuyo final no termina de esclarecerse a pesar de la proximidad de la fecha señalada para su ejecución definitiva, (iii) las tensiones sociales en Francia que están afectando al consumo, (iv) las imprevisibles consecuencias para la UE de la guerra comercial entre Estados Unidos y China, (v) la convergencia económica en la eurozona que avanza muy lentamente a pesar de los más de cinco años -los últimos- de crecimiento ininterrumpido¹, y en fin, (vi) las tensiones políticas y el complicado entorno geopolítico, hacen que los mercados mantengan la incertidumbre sostenida que ha estado presente en los últimos años.

¹ No obstante, el crecimiento ha sido inferior al de otras zonas económicas. Recientemente Mario Draghi, Presidente del BCE advertía de que a pesar de que la eurozona acumula 23 trimestres seguidos de expansión y que el desempleo se encuentra por debajo del 8% por primera vez en una década, en este tiempo la economía solo ha crecido algo más del 10%, por debajo de otros actores globales como China o Estados Unidos.



Todas estas situaciones -las que se arrastran desde años anteriores, aún no dilucidadas y con efectos renovados, por un lado, y las nuevas, de consecuencias aún poco previsibles por otro-, inciden de manera significativa sobre el proyecto europeo y tienen efectos destacados y no deseados sobre el desarrollo, la creación de empleo, los flujos de capital transfronterizos, la confianza de los inversores y, en definitiva, dificultan la reducción de la fragmentación de los mercados de capitales de la UE.

Recientemente, el Ministro alemán de economía y energía, Peter Altmaier, señalaba en una entrevista concedida a *El País*, *La Repubblica* y *Le Figaro*: «*Me preocupa cada vez más la situación de Europa; no avanzamos en la integración*»².

En este entorno de incertidumbre y ralentización de los avances, la regulación tampoco ha ofrecido grandes progresos. Así, por ejemplo, la que ha sido la gran estrella del proceso de integración en años anteriores, la Unión Bancaria, no ha culminado, como tantas voces reclaman -este Observatorio también-, en la creación de un sistema de garantía de depósitos potente, con respaldo común y mutualizado³.

Tampoco el proyecto de Unión del Mercado de Capitales (UMC), de cuyo plan de acción se cumplen ahora cuatro años, ha avanzado suficientemente. Sus objetivos se siguen planteando en un horizonte de largo plazo.

La Asociación de Mercados Financieros de Europa (AFME) en un trabajo conjunto con

nueve organizaciones internacionales y asociaciones sectoriales con intereses en los mercados de capitales europeos y globales publicó, el 24 de septiembre de 2018, un informe de seguimiento del progreso de la unión de los mercados de capitales mediante siete indicadores clave de rendimiento (KPI)⁴. Su director ejecutivo Simon Lewis afirmó en la nota de prensa de presentación del trabajo:

Tres años después del lanzamiento del Plan de acción de la unión de los mercados de capitales, y con el final de la Comisión Juncker a la vuelta de la esquina... Nuestros resultados muestran que la UMC será un proyecto a largo plazo: no se trata de lograr los objetivos a corto plazo, sino de garantizar que este importante proyecto sea adecuado para su finalidad.

Y se añade en el resumen de los resultados clave del informe de AFME respecto al indicador de mercado financiero: «*Las sociedades europeas siguen dependiendo demasiado de los préstamos bancarios*»⁵: el 86 % de su nueva financiación en 2017 procede de los bancos y solo el 14 % de los mercados de capitales», lo que denota el largo camino que aún queda por recorrer.

Y en lo que se refiere a la integración, el informe señala: «*Nuestros indicadores muestran una mayor actividad intracomunitaria entre los Estados miembros de la UE en capital privado, transacciones de fusiones y adquisiciones, emisión de deuda y sociedades de cartera transfronterizas de activos de cartera. Sin embargo, la integración intracomunitaria permanece por debajo de los niveles previos a la crisis*»⁶, lo cual sugiere que se necesita un mayor progreso hacia un mercado de capitales totalmente integrado».

² *El País*, 13 de diciembre de 2018; página 5.

³ El Gobernador del Banco de España incidió en este punto en una conferencia en el Círculo de Economía de Barcelona en diciembre 2018, al afirmar: «*No se puede tener un sistema de supervisión común de los bancos y un sistema de resolución común, y que las responsabilidades que se puedan derivar de la política monetaria y presupuestaria sean a nivel nacional*». Esto implica que «*la garantía de depósitos de los Estados miembros dependa de la situación fiscal de cada país; esto no es una unión bancaria completa*».

⁴ Informe titulado *Capital Markets Union Key Performance Indicators: Measuring progress and planning for success*. <https://www.afme.eu/globalassets/downloads/press-releases/2017/afme-cmu-trade-bodies-publish-kpi-to-track-progress-of-cmu-spanish.pdf>

⁵ El subrayado es nuestro.

⁶ El subrayado es nuestro.



Este es el panorama en el que se presenta esta nueva edición del Observatorio en la que se ha optado por un nuevo formato que haga más hincapié en los efectos que ya se perciben sobre los mercados y sobre los inversores e intermediarios, y ofrezca algunas conclusiones sobre los costes de implantación y los beneficios esperados de las nuevas reglas.

Y todo ello, reiterando una vez más, a pesar de las dificultades, el convencimiento de los redactores y colaboradores de este Observatorio de que las normas que rigen los mercados son un elemento esencial para lograr su funcionamiento ordenado y para hacer del territorio europeo un espacio común de convivencia, competitivo, próspero e integrado.

2. CAMBIOS EN LAS INSTITUCIONES. RETOS DEL 2019

Frente a las incertidumbres y amenazas ya señaladas y al desorden económico global que los analistas vaticinan, existen también fortalezas. La principal, la propia existencia de la UE que constituye el marco esencial, e imprescindible, para que sus países miembros puedan afrontar los retos que la coyuntura presenta. Fuera de la UE, los problemas aumentan y las debilidades se acrecientan mientras que, en una Europa integrada, la capacidad de influencia, de ser escuchada y de jugar un papel preponderante en un mundo global e interconectado son una realidad.

Y en 2019 la UE tendrá la oportunidad de consolidar el camino andado y de evitar retrocesos en el proyecto. En el mes de mayo se renueva el Parlamento Europeo en los que serán los primeros comicios a los que previsiblemente no se presentarán candidatos del Reino Unido, si se cumple la previsión de que el 29 de marzo de 2019 se completará el *Brexit*.

El Parlamento perderá 46 diputados (pasará de 751 a 705 escaños) y se producirá una recomposición de la representación de cada Estado miembro en la Cámara, en la que España ganará cinco escaños⁷.

Son unas elecciones clave que han de aprovecharse para consolidar el proyecto europeo y el liderazgo de la UE en el contexto internacional. Pese a que la coyuntura en la que las elecciones se producen no es la mejor, el punto de partida no es malo; según el Eurobarómetro de 2018 un 67% de la población europea respalda la permanencia de sus Estados en la UE y la considera beneficiosa para su país.

A estas elecciones seguirá la renovación del colegio de comisarios de la Comisión Europea (CE) y un nuevo plan de trabajo para la legislatura en el que probablemente se aborde la revisión de algunos aspectos de la gobernanza europea.

En este sentido, la creación de un Fondo Monetario Europeo a partir del Mecanismo Europeo de Estabilidad o la creación de la figura del Ministro de Hacienda de la UE, iniciativas ambas sobre las que el Presidente del Europarlamento ha manifestado recientemente su apoyo, son posibles iniciativas a abordar.

Las nuevas instituciones se enfrentarán también al reto de gestionar las relaciones con el Reino Unido después del Brexit y a otros temas como la seguridad y los flujos migratorios que previsiblemente seguirán siendo prioridad en la agenda europea.

Y ya en el ámbito financiero, además de la necesaria conclusión de la Unión Bancaria y

⁷ La propuesta es: que (i) Alemania, Bélgica, Bulgaria, Chipre, Eslovenia, Grecia, Hungría, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Portugal y República Checa mantengan el mismo número de diputados; que (ii) Austria, Croacia, Dinamarca, Eslovaquia, Estonia, Finlandia, Polonia, Rumania y Suecia tengan un representante más; que (iii) Irlanda aumente su representación en dos diputados, Italia y Países Bajos en tres y que España y Francia tengan cinco representantes más en el Parlamento.



de la UMC, el impulso a las nuevas tecnologías para mejorar la capacidad de competir en un mercado global junto al fomento de las finanzas sostenibles⁸ parece que serán otros de los ejes fundamentales.

En relación con esta última iniciativa, la Comisión emitió en mayo de 2018 un plan de acción y, en julio del mismo año, creó un grupo de expertos que ya ha publicado algunas propuestas concretas.

La piedra angular de este proyecto consiste en crear un sistema de clasificación unificado o taxonomía de factores medioambientales, sociales y de gobernanza (factores ESG por sus siglas en inglés *environmental, social and governance*) que faciliten las inversiones sostenibles.

El plan de acción es muy ambicioso y requiere costes y esfuerzos elevados a todo el sector financiero (público y privado). Para alcanzar los objetivos fijados para el año 2030 en el Acuerdo de París, incluida una reducción del 40% de las emisiones de gases de efecto invernadero, hay que cubrir, según la CE, un déficit de inversión estimado en 180.000 millones de euros al año. Desde Europa, esta iniciativa se apoyará con el fondo europeo para la inversión estratégica, si bien el sector privado deberá jugar también un papel importante para lograr los objetivos propuestos.

Las principales iniciativas regulatorias abordadas hasta ahora sobre esta materia son las siguientes:

- Propuesta de Reglamento en el que se constituyen las condiciones para crear una taxonomía de lo que puede considerarse una actividad económica ambientalmente sostenible.

- Propuesta de Reglamento -que modificará la Directiva (UE) 2016/2341 relativa a las actividades y la supervisión de los fondos de pensiones de empleo- sobre la información relativa a las inversiones sostenibles y los riesgos para la sostenibilidad.
- Propuesta de Reglamento por el que se modifica el Reglamento de *Benchmarks*. Se crearán nuevas categorías de índices que incluirán los de bajo carbono y de impacto positivo sobre las emisiones.

Además, se han propuesto modificaciones de los actos delegados de la Directiva MiFID II y de la de distribución de seguros (IDD), a fin de incluir factores ESG en el asesoramiento de las empresas de inversión y bancos y por los distribuidores de seguros. Asimismo, la CE ha consultado a la Autoridad Europea de Mercados de Valores (ESMA) sobre posibles modificaciones de los actos delegados de las Directivas UCITS y de gestores de inversiones alternativas (AIFMD) en relación con la integración de los riesgos y factores de sostenibilidad en sus procesos internos de gestión. Se espera que los distintos actos de desarrollo se publiquen durante el año 2019 lo que conduciría a que las primeras normas pudieran entrar en vigor durante el año 2020.

Entre otros efectos, estas propuestas tendrán un impacto directo sobre la actividad de los diferentes actores del mercado financiero y supondrá un cambio de gran calado en el enfoque del negocio, en el diseño productos y servicios y en los modelos de control de riesgos de todos ellos. Así, los criterios ESG deberán estar presentes en:

- Los procesos de gestión de riesgos de los inversores institucionales y de los gestores de activos.

⁸ La activación de esta iniciativa se produjo en 2018 si bien procede del Acuerdo de París sobre cambio climático de 2016.



- Los modelos de asesoramiento sobre inversiones de bancos y empresas de servicios de inversión.
- La venta de productos de seguros por aseguradoras y distribuidores de seguros.
- Los factores a considerar en la composición de los índices de sostenibilidad que los gestores de índices decidan emitir.
- La selección de inversiones para los planes de pensiones de empleo gestionados por las gestoras de planes de pensiones.

En definitiva, es una iniciativa de carácter global, con incidencia generalizada en toda la industria financiera que las nuevas instituciones europeas deberán acometer en la próxima legislatura.

3. CONTENIDO DE LA PRESENTE EDICIÓN

Sin perjuicio de que muchas de las materias que se tratan en esta edición ya han formado parte del índice de este Observatorio durante años, en esta ocasión su presentación se ha sistematizado de forma diferente. A diferencia de años anteriores, el trabajo se ha clasificado en tres módulos referidos a mercados, protección del inversor y gobierno corporativo, que recogen el análisis realizado sobre estos grupos de materias por los profesionales que han participado en el trabajo.

La finalidad perseguida es poner un mayor énfasis en la implementación y supervisión de las normas y en su impacto sobre intermediarios y mercados que en el seguimiento de las que han sido aprobadas o revisadas en el año. Se trata de ofrecer un enfoque eminentemente práctico del impacto de la regulación en los modelos de negocio y en la industria financiera.

CONTENIDO DE LOS MÓDULOS

El análisis realizado en cada uno de los grupos de materias en los que se ha sistematizado el trabajo se ha centrado en los siguientes puntos:

A. MÓDULO DE MERCADOS SECUNDARIOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Este conjunto de temas se refiere a los mercados secundarios de valores y ha sido elaborado por un equipo de trabajo coordinado por Ignacio Santillán, Director General de la Gestora del Fondo de Garantía de Inversiones⁹.

La UE ha avanzado en la regulación de los mercados de valores e instrumentos financieros desde que se produjo la crisis en 2008 con un paquete normativo, que desde este Observatorio ha sido calificado en numerosas ocasiones de excesivo y complejo. No ha habido un solo ámbito de negociación o post contratación que no haya sido objeto de revisión. Tanto MiFID II como MIFIR¹⁰ así como EMIR¹¹ han supuesto una gran revisión del modelo existente:

- En renta fija, (i) se han reforzado las reglas de transparencia, tanto de costes, como pre y post contratación, (ii) se ha profundizado en la regulación de los Internaliza-

⁹ El equipo está compuesto por Raúl Navarro Lozano, CNMV; Rafael Bunzl, Grupo CIMD; Domingo García Coto, BME; Adolfo Ximénez de Embún, Alantra; Víctor Colino Blasco, Grupo Santander; Alfredo Oñoro, Cecabank; Santiago Domingo, Solventis; Georgina Sierra, Solventis; Alfredo Jiménez, FEF.

¹⁰ Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo de 2014 (MiFID) y Reglamento (UE) n.º 600/2014 de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros (MiFIR).

¹¹ Reglamento 648/2012 de 4 de julio de 2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.



dores Sistemáticos y (iii) se han regulado los Sistemas Organizados de Cotización, como nuevos centros de negociación.

- En renta variable se ha impuesto la obligación de negociación en centros de negociación o a través de Internalizadores Sistemáticos y se han aprobado reglas más estrictas de *best execution*.
- En cuanto a los instrumentos financieros derivados, se obliga a la compensación de determinados derivados OTC en las cámaras de compensación y a la negociación de algunos de ellos en *trading venues* (la nueva figura de Sistema Organizado de Cotización también abarca a la negociación de derivados). Por último, se obliga a declarar todos los derivados a un *Trade Repository*.
- En el entorno de post contratación, se han regulado por primera vez a nivel europeo las Cámaras de Contrapartida Central (CCP) y los Depositarios Centrales (CSD). Adicionalmente, se ha puesto en funcionamiento operativo el sistema de liquidación *Target 2 Securities* gestionado por el BCE.

A todo ello se añade un elevado número de normas transversales con impacto sobre los mercados como el nuevo régimen de *transaction reporting* -más preciso que el anterior-, la regulación de las diferentes figuras de proveedores de datos o la separación de negociación y análisis (*Unbundling*).

Transcurridos ya varios años desde que se iniciaron estas reformas, desde este módulo, para cada uno de los segmentos de negociación y post contratación se ha tratado de:

- a) recordar la finalidad declarada de cada una de las normas aprobadas que en síntesis, se concretan en (i) el incremento

de la transparencia, (ii) la modificación de las estructuras de negociación, (iii) el aumento de la liquidez, (iv) la puesta a disposición de los supervisores de un mayor nivel de información, (v) el fomento de la negociación ordenada de los mercados o (vi) la mejora del tratamiento a los clientes cuando adquieren activos en los mercados.

- b) analizar el estado de implementación de las diferentes medidas, identificar criterios regulatorios aún por determinar y operativas aún no definitivamente encauzadas.
- c) valorar si se atisban hasta el momento consecuencias para los diferentes mercados y para los operadores, y de qué tipo, en temas tales como la liquidez, la formación de precios, la transparencia, la viabilidad de los modelos de negocio, los volúmenes de negociación, la evolución y competencia de centros de ejecución, la post contratación,...
- d) aportar -con base en las evidencias detectadas- una opinión crítica sobre el impacto de las medidas regulatorias, identificando los problemas que resuelve, los que acentúa y, en su caso, los efectos no previstos o indeseados.

B. MÓDULO DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR

Este módulo ha sido redactado por Sara Gutiérrez, socia de finReg 360, y por María Dolores Pescador CEO & Co-Founder de Reg-Tech Solutions.

Han sido muy numerosas las normas que a nivel europeo han sido aprobadas en estos años con el objetivo de aumentar la protección del inversor en los distintos ámbitos del sector financiero. La mayoría de ellas, con fecha de aplicación a lo largo de 2018.



Entre las más relevantes se encuentran (i) la Directiva MiFID II, (ii) el Reglamento PRI-IPs, y otras normas como (iii) la Directiva sobre contratos de Crédito Hipotecario o (iv) la Directiva de Distribución de Seguros. Como complemento de ello, la Autoridad Europea de Mercados de Valores (ESMA) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) han aprobado numerosas guías, recomendaciones y documentos de preguntas y respuestas en relación con la aplicación práctica de esta nueva normativa.

La finalidad de este módulo, aun teniendo en cuenta la poca perspectiva temporal con que se cuenta, es la de llevar a cabo un análisis de las consecuencias prácticas que ha tenido esta nueva regulación, y cómo ha afectado al negocio de las entidades, que en muchos casos han tenido que adaptar sus modelos de prestación de servicios para cumplir con las nuevas exigencias. Asimismo, se trata de evaluar el impacto que el conjunto de la normativa está teniendo en el modelo de ingresos de las entidades y como está afectando la irrupción de las nuevas tecnologías a su negocio.

En síntesis, este módulo trata de dar respuesta a las siguientes cuestiones:

- a) Impacto de las nuevas exigencias recogidas en MiFID II sobre el modelo de prestación de servicios de las entidades: ¿Qué exigencias regulatorias han llevado a replantear los modelos de prestación de servicios? ¿Se ha producido realmente este cambio? ¿Hay diferente impacto en función del tipo de servicio ofrecido?
- b) Posibles consecuencias sobre los modelos de negocio de otras normas dirigidas a aumentar la protección al cliente.
- c) Razones que justifican la nueva regulación (¿se debe a una demanda de mayor protección de los clientes?) y de sus

efectos prácticos (¿aportan las nuevas normas un aumento efectivo de la protección del cliente?).

C. MÓDULO DE GOBIERNO CORPORATIVO

Este módulo ha sido elaborado por un equipo de trabajo coordinado por Juan Pérez Calot¹².

Sin perjuicio de las iniciativas regulatorias en el ámbito de las sociedades cotizadas y de las Entidades de Interés Público en materia de gobierno corporativo, de los tres sectores que componen el sistema financiero se ha desarrollado con mayor intensidad el de las entidades de crédito, con el objetivo de mejorar la solvencia y sostenibilidad del sistema en su conjunto y de las entidades que lo configuran y de facilitar su resolución en situaciones de crisis.

Así, el Mecanismo Único de Supervisión (MUS), en sus tareas de vigilancia de la solvencia del sistema bancario europeo, ha integrado como un elemento primordial de su función, la supervisión de la gobernanza de las entidades de crédito, añadiendo este objetivo a los que tradicionalmente han conformado su labor principal (velar por la seguridad y la solidez del sistema, potenciar la integración y la estabilidad financiera y asegurar la coherencia de la supervisión).

En esta línea, en 2018 se han aprobado por la Autoridad Bancaria Europea (EBA) nuevas guías que suponen un cambio en el sistema de gobernanza de los bancos.

Adicionalmente, nuevas iniciativas en el

¹² Este capítulo ha sido redactado por Juan Pérez Calot, Senior Advisor responsable del área de Gobierno Corporativo de Finreg 360, Javier Zapata Cirugeda, Lourdes Centeno Huerta, Socia responsable de Derecho Societario, Gobierno Corporativo y Mercado de Capitales en Ernst & Young Abogados, S.L.P y Eva María González Díez, Directora de la Asesoría Jurídica del Grupo Mutua Madrileña.



ámbito de las sociedades cotizadas, entre otras, la Directiva de derechos de los accionistas¹³ y la publicación de un nuevo Código de Gobierno Corporativo en el Reino Unido, marcan nuevas tendencias en este ámbito que impactan en la información que las entidades financieras deben remitir al mercado y en el funcionamiento de sus órganos sociales.

Los temas que se abordan en este bloque son los siguientes:

- a) Composición del Consejo de Administración y de sus comisiones: (i) Idoneidad individual del consejero; tipos de consejeros. (ii) Idoneidad colectiva; equilibrio de conocimientos, experiencia y cualidades; diversidad; políticas de selección y nombramientos. (iii) La evaluación de idoneidad. (iv) Formación, medios y presupuesto.
- b) El funcionamiento del Consejo y de sus comisiones: (i) Liderazgo del presidente. (ii) Equilibrio de poderes dentro del consejo. (iii) Calidad y diligencia de entrega en la información disponible. (iv) Gestión del riesgo. (v) Impacto de las nuevas tecnologías.
- c) El marco normativo de las entidades financieras. Las líneas de defensa.
- d) Iniciativas en el ámbito de las compañías cotizadas: (i) La Comisión de Nombramientos y Retribuciones. (ii) El impacto de la Directiva de derechos de los accionistas. (iii) La Responsabilidad Social Corporativa.

Cada uno de los tres equipos de trabajo ha realizado un análisis conjunto sobre la oportu-

nidad, conveniencia e impacto de las diversas propuestas normativas sobre el modelo de negocio de los intermediarios y sobre la propia industria.

Adicionalmente, se ha considerado conveniente incluir un trabajo sobre el efecto del *Brexit* sobre la UMC en Europa por la trascendencia de ambos temas para el mercado integrado¹⁴. Como se ha señalado anteriormente, el proyecto de UMC avanza lentamente y el *Brexit* puede impactar de forma notable sobre su desarrollo.

Aunque para obtener una visión precisa y motivada de las principales posiciones sostenidas por los colaboradores de cada trabajo se recomienda su lectura completa, en los siguientes apartados de este Informe se ofrecen, a modo de resumen, algunas de las más relevantes conclusiones alcanzadas por cada uno de ellos.

4 IMPLEMENTACIÓN DE LAS REFORMAS EN LA REGULACIÓN DE LA UE DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

La finalidad de este módulo sobre Mercados Secundarios en la UE es doble. Por un lado, (i) identificar los efectos de las normas aprobadas y en fase de implantación sobre el funcionamiento de los mercados secundarios, y por otro (ii) hacer un análisis crítico de la situación actual y valorar si su implantación -dentro del poco tiempo transcurrido- está produciendo efectos beneficiosos o, en algún caso, indeseados para la industria.

¹³ Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.

¹⁴ «El efecto del *Brexit* sobre la Unión del Mercado de Capitales en Europa». Francisco Uría, Socio responsable de sector financiero en KPMG EMA y socio principal de KPMG abogados.



Son numerosas las iniciativas regulatorias sobre los mercados secundarios de valores que se han aprobado desde que los países miembros de la Comunidad Europea decidieran en 1986¹⁵ avanzar en la consecución del mercado único europeo.

La primera, si bien con impacto limitado sobre los mercados, fue la Directiva de Servicios de Inversión del año 1993 (Directiva 93/22/CE) que trataba fundamentalmente de establecer un régimen general para la prestación de servicios de inversión transfronterizos en el territorio europeo.

La norma quedó pronto superada por la evolución del mercado y hubo de ser revisada para atender a nuevas realidades operativas tales como la aparición de sistemas alternativos de negociación o los avances en el ámbito del post contratación-, dando lugar en el año 2004 a la primera Directiva MiFID en la que se regularon entre otras figuras, los Mercados Regulados, los Sistemas Multilaterales de Negociación y los Internalizadores Sistemáticos, al tiempo que se estableció el principio de mejor ejecución con los objetivos de que el impacto de la fragmentación de la liquidez en varios centros de negociación no supusiera también la fragmentación del mercado, de promover la competencia entre centros de negociación y de reforzar la protección de los inversores en este nuevo escenario.

A partir de ahí, y más recientemente, se han aprobado, como ya se ha mencionado, normas relevantes de gran impacto como el Reglamento EMIR -en lo referente a la obligación de registro y compensación de derivados y regulación de los *Trade Repositories* y las Cá-

maras de Contrapartida Central- y el paquete normativo MIFID II/MIFIR en el ámbito de la negociación.

El trabajo realizado en este módulo desgrana con detalle la mayoría de las normas aprobadas y las razones que han dado impulso a esta ingente producción normativa; entre éstas se apuntan las siguientes:

- La natural evolución de la regulación preexistente como consecuencia de imperfecciones, de áreas sin regular o de potenciales mejoras identificadas. Las diferentes medidas en el ámbito de la negociación, el *transaction reporting* de MIFID II/MIFIR o la reforma del régimen de Abuso de Mercado son ejemplos destacables de normas que se deben a estas razones.
- La aparición de nuevas operativas relacionadas con la negociación en los mercados no reguladas previamente a nivel de la UE. La negociación algorítmica y de alta frecuencia, el acceso directo al mercado mediante terminales de contratación de los clientes de los intermediarios financieros o la regulación de las ventas en corto y posiciones cortas, cabrían en este apartado.
- Determinadas medidas orientadas a la protección de los inversores que tienen efectos indirectos sustanciales en los mercados secundarios. En concreto, cabe destacar la consideración en MiFID II de los informes de análisis como incentivo y la evolución del principio de mejor ejecución para exigir a las entidades medidas «suficientes» en lugar de «razonables» para alcanzar la mejor ejecución, lo que supone un plus de diligencia.
- La creciente atención al ámbito de la post contratación, en particular la regulación de las Cámaras de Contrapartida Central, de los Depositarios Centrales de Valores y

¹⁵ El Acta Única Europea firmada en febrero de 1986, entró en vigor el 1 de julio de 1987 con el objetivo de crear en Europa un Mercado Interior sin fronteras, en el que la libre circulación de mercancías, personas, servicios y capitales estuviera garantizada.



la puesta en funcionamiento de *Target2 Securities* por el BCE como sistema único de liquidación a nivel de la UE.

- Las diversas reacciones a las situaciones de crisis vividas a partir de 2008. En este grupo podemos incluir la obligación de compensación de derivados OTC en Cámaras de Contrapartida Central como medida de mejora de la gestión del riesgo operacional y de crédito en los mercados de derivados y su registro en *trade repositories*; y el paquete MIFID II/MIFIR, que supone una importante modificación de las estructuras de negociación y del régimen de transparencia en la renta fija, en la renta variable y en los derivados. Adicionalmente, MiFID II crea la figura de los Agentes de Publicación Autorizados (APA) y de los Proveedores de Información Consolidada (PIC) y regula la ya existente de los Sistemas de Información Autorizados (SIA).

Sobre el análisis del impacto de toda esta normativa, el equipo redactor de este módulo llega a una primera conclusión: la regulación de los mercados secundarios de instrumentos financieros presenta unos efectos claramente positivos sobre la transparencia y la ordenación de los mercados. Junto a ello, la finalidad de una mejor gestión del riesgo en el ámbito de la post contratación, particularmente respecto de los derivados OTC, y la armonización europea en este ámbito, también se consideran positivas.

No obstante dicha valoración positiva, la implantación de esta normativa sugiere algunas consideraciones críticas de carácter global:

- Se trata de una reforma compleja y difícil de implantar que está requiriendo un esfuerzo y costes significativos para todos los implicados: mercados, infraestructuras,

entidades, gestores, inversores, reguladores y supervisores.

- Dicha complejidad se refleja, también, en la ingente labor de armonización y convergencia supervisora que ESMA y las autoridades nacionales están llevando a cabo con la finalidad de impedir que se creen escenarios de competencia regulatoria indeseada.

Y por lo que respecta a las consecuencias concretas sobre la industria, los principales efectos observados son los siguientes:

- El mercado de renta variable -que a priori debería haber sido menos afectado por MiFID II por estar ya regulado con MiFID-, se está viendo seriamente impactado. Así, se observa que una parte importante de los operadores podrían no sobrevivir a las altas exigencias de capital, inversión y gastos que conlleva la nueva situación, con un mercado más fragmentado y con múltiples centros de negociación y plataformas de post contratación. Adicionalmente, se aprecia un redireccionamiento de volúmenes de contratación a Internalizadores Sistemáticos o a sistemas de negociación *Dark*. Además, dos aspectos normativos, no directamente dirigidos a regular el mercado, afectan sobremanera al mercado de renta variable:

- a) La aplicación del principio de mejor ejecución (*Best Execution*), cuya interpretación práctica más extendida entre los inversores profesionales se ha centrado en la eliminación, o reducción, del riesgo de variación de precio en la ejecución de una orden lo que ha conducido a prácticas que drenan liquidez en las modalidades de negociación continua.



Esta interpretación, junto al cambio de estructura del mercado, está resultando en que grandes gestoras, especialmente las localizadas en el Reino Unido, (i) contraten y usen principalmente los mecanismos de ejecución de grandes intermediarios, con enormes capacidades tecnológicas para la ejecución de operaciones sobre valores muy líquidos, y (ii) en el resto de los casos, solo acudan a intermediarios especializados como meros potenciales proveedores de liquidez para cruzar bloques.

En consecuencia, se está excluyendo de la ejecución a los intermediarios medianos y pequeños y propiciando que las órdenes se ejecuten en modalidades no convencionales que no ofrecen una negociación continua ni transparencia de posiciones en tiempo real.

- b) El tratamiento del análisis o «research» como incentivo, con la obligación para los brokers de facturar separadamente la intermediación del análisis (*Unbundling*).

La mayoría de las gestoras internacionales que han desvinculado los pagos por análisis de las comisiones de ejecución han afrontado el gasto de análisis contra su propia cuenta de resultados y no contra los fondos o carteras gestionadas por ellas. Ello ha ocasionado una reducción importante del importe destinado por las gestoras a pagar análisis para poder salvaguardar su viabilidad económica, a costa de la de sus proveedores de análisis. A su vez, éstos están reduciendo sus equipos para equilibrar sus cuentas de resultados y también el universo de compañías analizadas, lo que podría favorecer una concentración en este sector. Las previsibles consecuencias negativas de este escenario son (i) una

mayor dificultad de acceso a la financiación bursátil de compañías pequeñas y medianas, (ii) la reducción de la liquidez en su cotización debido a la falta de cobertura por analistas independientes, (iii) desajustes en el valor/precio que los mercados otorgan a compañías poco líquidas y con escaso seguimiento y (iv) el mayor desarrollo de los *research* pagados por el propio emisor, con lo que ello implica de potencial conflicto de interés.

Los efectos señalados se producen en plena implementación de la UMC europea y resultan difícilmente compatibles con una de sus finalidades más relevantes como es la de procurar una mayor financiación de las pequeñas y medianas empresas a través del mercado de capitales.

- La multiplicidad de centros de negociación de renta variable supone un significativo aumento de costes operativos que tiene mayor impacto sobre los *brokers* de tamaño mediano y pequeño que sobre los grandes operadores que disponen de medios para dirigir sus órdenes a todos los centros de negociación y pueden, mediante el uso de sistemas complejos, obtener beneficio de las ineficiencias de un mercado descentralizado. Esta realidad propicia la concentración de operadores.

- En los mercados de renta fija las reformas han pretendido adoptar mecanismos de transparencia y negociación similares a los de la renta variable lo que tratándose de mercados con estructuras y operativas muy diferentes tiene implicaciones relevantes. Así, se pueden observar o intuir ya, entre otros, los siguientes efectos:

- a) Una mayor tendencia a la negociación por medios electrónicos que permiten el acceso a diferentes fuentes de liquidez.



- b) La disponibilidad de datos completos, fiables y a tiempo, particularmente en renta fija, es objeto de preocupación ya que se trata de un elemento esencial para la implementación completa de las disposiciones de MiFID II/MIFIR. Los mecanismos puestos en funcionamiento al respecto -en particular la contribución de datos por Agentes de Publicación Autorizados y centros de negociación- precisan aún mejorar (ESMA está dedicando sus esfuerzos a este objetivo de forma intensiva).
- c) El aumento de la transparencia que implica transmitir al cliente todos los márgenes y comisiones, puede suponer una reducción de ingresos y márgenes, y a corto plazo, una menor oferta de prestadores del servicio. Asimismo, este escenario con menos operadores, puede implicar un incremento de los diferenciales de precio y una menor liquidez.
- d) Los criterios de clasificación de activos en líquidos e ilíquidos, junto con la aún no completa calidad de los datos disponibles, han implicado que haya valores calificados como ilíquidos, sobre los que hay dudas de que realmente lo sean. Además, la necesidad de aplicar la mejor ejecución puede estar desincentivando su contratación y empeorando su nivel de liquidez.
- e) Se percibe una propensión a la concentración de operadores ante la reducción de rentabilidad que supone la transparencia de costes explícitos e implícitos y el incremento de costes que supone la dedicación a temas de cumplimiento complejos que requieren seguimiento en tiempo real.

En el ámbito de los mercados de instrumentos financieros derivados el coste de adap-

tación a MiFID II, ha sido alto para las infraestructuras, mercados, entidades y autoridades.

En muchos casos, en función de su tamaño, algunas entidades no están en condiciones de acometer los cambios necesarios para la adaptación a MiFID II (recursos económicos, de personal, tecnológicos,...) en todas sus áreas de negocio, por lo que han dejado de operar en determinados instrumentos o mercados. Ello está ocasionando una mayor concentración de la oferta de servicios en menos entidades y que las de menor tamaño reduzcan la suya.

La consecuencia es que hay menos competencia y que ésta se concentra en las compañías de mayor tamaño, situación que no beneficia a los clientes finales.

En definitiva, la principal conclusión del grupo que ha trabajado en este módulo es que las reformas introducidas no están siendo neutras en cuanto al perfil de la industria que promueven, principalmente porque están ocasionando variaciones importantes sobre la estructura de ingresos y costes de las entidades y propiciando la necesidad de contar con grandes capacidades tecnológicas para cumplir con las obligaciones regulatorias o, al menos, con la interpretación práctica que de ellas se está haciendo.

En este escenario, la viabilidad de algunos modelos de negocio puede verse afectada hasta el punto de poder significar su expulsión del mercado favoreciendo una mayor concentración y el incremento del tamaño de los operadores. Y esta concentración, promovida indirectamente por el sesgo que ha tomado la regulación, se produce sin que el regulador haya manifestado preferencia explícita sobre la estructura de la industria deseable para el desarrollo de los mercados.

Se trata, en opinión del equipo de trabajo, de una cuestión de singular relevancia a la que debería prestarse una atención específica. Si



bien la existencia de entidades con elevadas capacidades operativas y gran tamaño permite economías de escala y atender todos los requisitos regulatorios, como se ha señalado, por contra la concentración supone menos competencia y puede implicar estandarización en los servicios ofrecidos a los clientes, en perjuicio de los de mayor valor añadido.

Además, se produce en un escenario en el que se trata de promover el crecimiento de los mercados de valores por medio de la UMC, cuyo plan de acción tampoco hace referencia a (i) la estructura deseada de la industria ni (ii) al papel que el modelo buscado deba jugar en la promoción de los mercados y en su funcionamiento ordenado, o sobre la innovación y el incremento de valor añadido al inversor.

Una última consideración del equipo de trabajo es que no se percibe que las diferentes reformas estén produciendo una reducción de costes, sino más bien, lo contrario -reducción de márgenes con incremento de otras comisiones; e incremento de costes de transacción en *T2S*, en la utilización de CCP, en la mayores exigencias de *transaction reporting* o en el acceso a determinados proveedores de datos-. Por otro lado, la reducción de competencia que puede implicar la evolución hacia una concentración de operadores, puede ser también un elemento de especial relevancia.

5. PROTECCIÓN DEL INVERSOR

También en lo referente a la protección del inversor el año 2018 ha sido especialmente relevante para las entidades financieras europeas puesto que ha sido el ejercicio en que han comenzado a aplicarse nuevas reglas que inciden directamente sobre los modelos seguidos por las entidades para la prestación de servicios a clientes.

Al igual que en el caso de los mercados secundarios, la principal norma -cuyo impacto sobre los negocios de banca comercial y banca privada se analiza en este módulo-, es la Directiva MiFID II, de aplicación desde el 3 de enero de 2018. Adicionalmente, hay otras normas dirigidas a aumentar la protección de los clientes -cuya aplicación también se inició en 2018-, que han impactado en las normas de conducta y en la prestación de servicios por las entidades financieras. Entre ellas destaca: (i) el Reglamento PRIIPs, (ii) la Directiva 2016/97 sobre la distribución de seguros y (iii) la Directiva 2014/17 sobre los contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial. Su finalidad y el impacto sobre la industria son analizados también en el trabajo realizado en este módulo.

5.1. IMPACTO DE MIFID II

Transpuesta al ordenamiento jurídico español¹⁶ con más de un año de retraso, MiFID II representa un cambio relevante para las entidades que prestan servicios de inversión, puesto que además de abordar un profundo cambio en las reglas de transparencia y ordenación de los mercados -como ya se ha señalado- regula profusamente las normas organizativas y de conducta.

El análisis realizado valora el impacto de cinco novedades de la Directiva que, de forma destacada, han llevado a las entidades financieras a replantear sus modelos de negocio tanto desde el punto de vista operativo como tecnológico, jurídico y de cumplimiento:

- La prohibición del cobro o pago de incen-

¹⁶ Se han aprobado tres normas: el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, el Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, y el Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre.



tivos en la prestación de servicios de asesoramiento independiente y gestión discrecional de carteras.

- La restricción del cobro de incentivos en otros servicios como el asesoramiento no independiente o la comercialización sujetos a que se cumplan determinadas condiciones que justifiquen un aumento en la calidad del servicio.
- Las nuevas exigencias de evaluación de conocimientos y competencias con los que deben contar los empleados y los agentes que presten servicios de inversión.
- La identificación, tanto por los productos como por los distribuidores de instrumentos de inversión, del mercado objetivo a los que van dirigidos los productos.
- El refuerzo de las obligaciones y responsabilidades del Consejo de Administración de las entidades que prestan servicios de inversión.

Algunos de los impactos principales sobre la industria de estas cinco novedades regulatorias son los siguientes:

- a) Prohibición del cobro o pago de incentivos

MiFID II introduce la prohibición del cobro y pago de incentivos en los servicios de gestión discrecional de carteras y asesoramiento independiente¹⁷ o, alternativamente, en caso de que se perciban, exigen su devolución al cliente.

¹⁷ MiFID II desdobra el servicio de asesoramiento en dos tipos, independiente y no independiente. Para que el servicio prestado pueda calificarse como independiente deben cumplirse dos requisitos, (i) ausencia de cobro o pago de incentivos y (ii) la evaluación y análisis de un número suficientemente amplio de productos, que incluya productos de terceros para llevar a cabo una recomendación de inversión.

Ello implica que, a partir del 3 de enero de 2018, todas las carteras de clientes sobre las que existe un mandato de gestión discrecional así como las recomendaciones de inversión realizadas por un asesor independiente deben contener productos sobre los que no se haya previsto el pago de ningún tipo de retrocesión, además de cumplir con el requisitos de ofrecer una amplia gama de productos, incluidos de terceras entidades que no cuenten con vínculos estrechos con el distribuidor.

Y cuando por la naturaleza del producto o del servicio no haya sido posible eliminar los incentivos, los importes recibidos deberán ser transferidos en su totalidad a los clientes, sin posibilidad de que sean compensados con las comisiones pagadas por ellos. La única excepción es la percepción de beneficios no monetarios menores aceptables, que, detalladamente se citan en la normativa. En todo caso, éstos deben ser razonables y proporcionados, y de tal escala que sea poco probable que influyan en la conducta de la entidad en detrimento de los intereses del cliente.

Principales implicaciones

Las entidades se han visto obligadas a redefinir el patrón de ingresos generados por estos servicios y a modificar su forma de actuar:

- Por un lado, han tenido que abandonar el modelo seguido hasta ahora en la gestión discrecional de carteras -que generalmente complementaba la percepción de comisiones explícitas del cliente con la percepción de incentivos de terceros-, lo que ha redundado en un aumento de las comisiones de gestión y/o en la aparición de otras como la de custodia.
- Adicionalmente, han desarrollado mode-



los con menores costes, diseñados para cubrir las necesidades de grupos de clientes que compartan un mismo perfil de inversión -carteras de gestión industrializada-. En estos casos, el tiempo y los recursos que emplean las entidades para la construcción y seguimiento de las carteras son menores y, por lo tanto, las comisiones que cobran también lo son.

- Igualmente es de resaltar la aparición de nuevas clases de fondos, denominadas «clases limpias», en las que no se prevé el pago de incentivos. Y cuando esta opción no ha sido viable, las entidades han tenido que desarrollar procedimientos para devolver a los clientes las comisiones percibidas de terceros, con la prohibición expresa de compensarlas con las comisiones pagadas por los clientes¹⁸.
- Y en lo que se refiere al asesoramiento independiente, aunque en un principio la propia definición del servicio hacía pensar que, en la práctica, el asesoramiento que se venía prestando en banca privada cumplía con los requisitos exigidos para declararlo independiente, la realidad es que no se ajustan exactamente a éstos, principalmente (i) por la necesidad de evaluar una amplia gama de productos (concepto aún no determinado en la normativa) que incluya productos de terceros, (ii) porque aún no se ha definido si se establecerá un límite a la inclusión de productos propios en la cartera, y (iii) por las dificultades operativas y fiscales a las que se enfrentan las entidades que deciden prestar este nuevo servicio a sus clientes.

¹⁸ La obligación de devolver los incentivos percibidos vinculados al servicio de gestión discrecional de carteras se aplica a todos los contratos en vigor, incluso a los celebrados antes de la entrada en vigor de la Directiva, 3 de enero de 2018.

En conclusión, tanto en la gestión discrecional de carteras como en asesoramiento independiente, el modelo más frecuentemente utilizado antes de la entrada en vigor de la Directiva era el de percepción de retrocesiones de terceros (frente al cobro de comisiones explícitas) que, en algunos casos, se compensaban con las comisiones pagadas por los clientes, posibilidad que ahora se prohíbe. Y esta doble prohibición (de cobro de incentivos y de retención cuando el incentivo exista) ha hecho pensar a la industria que pudiera tener un impacto negativo en el cliente, que difícilmente consideraría que el cobro explícito supondrá una mejora del servicio prestado.

Adicionalmente, existen implicaciones fiscales que hacen compleja la evolución de los modelos de banca privada hacia el asesoramiento independiente. Entre otras, (i) que la comisión explícita por asesoramiento conlleva IVA y que, por el contrario, el incentivo que paga un tercero está exento, y que (ii) ante la imposibilidad de llevar a cabo una compensación con las comisiones pagadas por el cliente, la devolución del incentivo es considerada como un rendimiento de capital sujeto a retención a cuenta.

Por todas estas razones, si bien en un primer momento se consideraba que el nuevo servicio de asesoramiento independiente iba a ser una de las principales novedades en las revisiones de los modelos de negocio, en la práctica tanto por la falta de concreción regulatoria como por los impedimentos operativos, existen pocas entidades que hayan finalmente optado por evolucionar sus modelos de asesoramiento hacia esta nueva figura. La gran mayoría de las entidades ha elegido el asesoramiento no independiente.

- b) Restricción del cobro de incentivos en servicios en los que no se ha prohibido expresamente.



Éste es probablemente el impacto de MiFID II que más se ha debatido durante la tramitación de la nueva normativa.

Ya se ha señalado que una gran parte de las entidades que prestan servicios de banca privada han optado por definirlo como «asesoramiento no independiente» manteniendo, en la mayoría de los casos, la percepción de incentivos de terceros como la principal vía de ingresos. Esta opción requiere el cumplimiento de una serie de requisitos. Entre otros:

- 1) informar de forma adecuada a los clientes,
- 2) justificar que el incentivo percibido se traduce en un aumento de la calidad del servicio prestado y,
- 3) justificar un beneficio continuado a los clientes en el caso de que el incentivo percibido se cobre de forma recurrente.

Por tanto, la principal tarea a la que se han enfrentado las entidades ha sido la de ajustar su modelo de negocio al cumplimiento de estos requisitos, con algunas dificultades:

- La información al cliente requiere que se informe de forma detallada de la cuantía exacta de la misma o alternativamente del método de cálculo del incentivo, lo que ha requerido la revisión de los modelos de información utilizados hasta ahora.
- Respecto al requerimiento de que se justifique el aumento de calidad del servicio, el artículo 11.2 de la Directiva Delegada 2017/593 de 7 de abril de 2016 ofrece tres supuestos que sirven para justificarla,¹⁹ lo

¹⁹ Los tres supuestos que justifican un aumento de la calidad del servicio son:

- (i) la inclusión en las recomendaciones de inversión

que significa que las entidades han debido encajar su modelo en uno de ellos para poder mantener el cobro o pago de incentivos²⁰.

- En banca privada, la mayoría de los servicios de asesoramiento que venían prestándose antes de la entrada en vigor de MiFID II no se han visto afectados de manera significativa siempre y cuando las entidades hayan definido su servicio de asesoramiento, como no independiente.

En banca comercial, sin embargo, el impacto es mayor, ya que en la práctica, la distribución se realizaba a través de la venta de productos sin asesoramiento, en la que los ingresos provenían de incentivos pagados por terceros y no de la percepción de una comisión explícita pagada por el cliente.

Y en este modelo, las entidades, principalmente las pertenecientes a grupos financieros,

de una amplia gama de instrumentos financieros adecuados, incluido un número apropiado de instrumentos de terceros,

(ii) que se ofrezca al cliente una revisión, al menos anual, de la idoneidad de la recomendación realizada o se le provea de manera continuada de información sobre productos que encajen en su perfil y

(iii) el ofrecimiento al cliente de una amplia gama de instrumentos financieros que incluya un número apropiado de productos de terceros, junto con herramientas de valor añadido, que ayuden al cliente a adoptar decisiones de inversión o le faculten para el seguimiento, la modelación y el ajuste de la gama de instrumentos en los que haya invertido, o la provisión de informes periódicos del rendimiento y los costes y cargos asociados a los instrumentos financieros.

²⁰ No obstante, la implementación de la Directiva MIFID II en España (art. 62.2º del RD 217/2008 según redacción del RD 1464/2018), prevé que «la persona titular del Ministerio de Economía y Empresa o, mediante su habilitación expresa, la CNMV, podrán determinar otros servicios adicionales o de nivel superior al cliente, además de los contemplados en la letra a) de este apartado». Cabe por tanto, la posibilidad de que se incorpore algún supuesto adicional a los tres de la Directiva.



en la práctica distribuían únicamente producto propio lo que les ha obligado a revisar en profundidad sus esquemas comerciales siguiendo, básicamente, dos caminos:

- 1) la oferta de servicios de asesoramiento simplificado que se concretan en la realización de recomendaciones sobre un producto para una inversión concreta evaluando la idoneidad únicamente de dicha inversión sin tener en cuenta el patrimonio total del cliente y sin incluir en sus recomendaciones de inversión producto de terceros y
 - 2) la implantación de plataformas on-line en las que se da acceso también a productos de terceros -generalmente fondos de inversión-, sin asesoramiento e incluyendo herramientas que permitan a los clientes identificar las inversiones que más se ajusten a sus necesidades.
- c) Evaluación de conocimientos y competencias de los empleados

Otra de las novedades de la MiFID II que ha afectado a los modelos de prestación de servicios de las entidades es la exigencia de que las personas que prestan el servicio de asesoramiento o proporcionan información a los clientes dispongan de los conocimientos y las competencias necesarios para cumplir sus obligaciones.

Para determinar cómo debe cumplirse esta exigencia, ESMA publicó en marzo de 2016 las «Directrices para la evaluación de los conocimientos y competencias» a las que se adhirió la CNMV publicando su Guía Técnica 4/2017, en la que se concretan los criterios adecuados para que las entidades puedan demostrar que el personal que informa o que asesora cumple con la exigencia de contar con conocimientos y capacidades.

Por tanto, las entidades deben contar con políticas y procedimientos para identificar al personal relevante y en función del tipo de servicio que cada uno preste, asegurar que están capacitados. Además, la evaluación ha de realizarse de forma continuada por lo que las entidades han debido exigir a sus empleados -a la entrada en vigor de la Directiva- la acreditación de que cuentan con la certificación requerida y anualmente, la reevaluación de sus conocimientos.

El órgano de administración de las entidades es el responsable de asegurar que el personal que no cuente con los conocimientos y competencias necesarios no pueda seguir prestando los servicios de asesoramiento, ni proporcionando información, salvo que se hayan establecido procedimientos adecuados de supervisión de sus funciones.

Impacto sobre la industria

En función del tipo de servicio prestado y de la tipología de productos que se ofrezcan el impacto está siendo diferente:

- En banca privada la nueva normativa no ha incidido de forma tan relevante como en los segmentos de banca comercial ya que los asesores y los gestores ya contaban en su gran mayoría con certificados -homologados ahora por la CNMV- que acreditaban sus conocimientos y competencias.
- En banca comercial, como se ha indicado anteriormente, no se venía prestando, generalmente, un servicio de asesoramiento sino de comercialización. En estos casos, principalmente en el del personal el que presta servicios en oficinas, no era frecuente que contara con alguna certifica-



ción que permitiera justificar los conocimientos y competencias exigidos. Por lo tanto, las entidades han debido establecer procedimientos para asegurar que sus empleados obtienen la certificación acreditativa de su formación y redirigir su modelo de negocio:

- En muchos casos hacia un servicio de asesoramiento simplificado, menos sofisticado que el de banca privada pero igualmente -al tratarse de asesoramiento sobre inversiones- sujeto al cumplimiento de ciertos requisitos de competencia y conocimientos. De este modo, los asesores han debido realizar durante el año 2017 programas de formación para acreditar su capacitación.
- En otros casos, se ha optado por seguir ofreciendo servicios de comercialización. Al igual que en el caso anterior, los empleados y agentes no contaban, generalmente, con certificaciones que permitieran acreditar sus conocimientos y competencias y por tanto las entidades han debido formar y evaluar a sus empleados; en entidades con un número elevado de empleados mediante acuerdos con certificadores externos -con cursos homologados por la CNMV-, y en el caso de entidades con redes limitadas mediante evaluaciones internas, tarea que ha recaído generalmente en la función de cumplimiento.

En conclusión, esta exigencia ha supuesto esfuerzo relevante de las entidades tanto desde un punto de vista organizativo como económico.

- d) Nuevas obligaciones sobre gobernanza de productos

Una de las novedades de la Directiva MiFID II son las nuevas exigencias sobre gobernanza de productos y, en particular, la identificación del mercado objetivo. La Directiva distingue por primera vez las obligaciones del originador del producto, que crea, desarrolla, emite o diseña el instrumento financiero, y las de los distribuidores, funciones que en algunos casos pueden coincidir en la misma entidad financiera.

- Por un lado, el originador deberá garantizar que los instrumentos que crea están diseñados para responder a las necesidades de un mercado destinatario definido. Por primera vez se exige que antes de emitir un instrumento financiero, se identifique el público objetivo al que va dirigido, basándose no solo en criterios cuantitativos, sino también cualitativos. Básicamente, al determinar el mercado destinatario, los productores deben analizar: (i) el tipo de cliente al que se dirige el producto, (ii) la experiencia y conocimientos requerida en los clientes destinatarios, (iii) la situación financiera y capacidad para asumir pérdidas de los clientes, (iv) su tolerancia al riesgo, y (v) los objetivos y necesidades de los clientes, incluyendo el horizonte de inversión esperado.

Además el originador debe determinar la estrategia de comercialización a seguir por los distribuidores para que se favorezca la venta del producto en el mercado definido. Y una vez determinados el mercado objetivo y la estrategia de distribución, los originadores deberán supervisar si los distribuidores han seguido las categorías indicadas y el tipo de servicio de inversión propuesto, así como las discrepancias que hayan podido surgir y, en su caso, llevar a cabo los ajustes que resulten necesarios.

- El distribuidor, por su parte, es el que ha sufrido un mayor impacto en sus funcio-



nes. Así, antes de iniciar la distribución de un producto, deberá comprender sus características y valorar su compatibilidad con las necesidades y perfil inversor de sus clientes, teniendo en cuenta el mercado destinatario definido por el originador.

En este sentido, será necesario que, en el proceso de aprobación e identificación del mercado destinatario tenga en cuenta el tipo de servicio que va a prestar porque dependiendo de ello contará con más o menos información para identificar si su clientela coincide con el mercado destinatario definido. Si se trata de asesoramiento, el distribuidor contará con información suficiente para cruzar las características y necesidades del cliente con las del mercado objetivo. Pero si el servicio es de mera ejecución, en el que la entidad no lleva a cabo ni siquiera un test de conveniencia, no tendrá información suficiente sobre el cliente que le permita asegurar que se está dirigiendo al mercado fijado.

De cualquier forma, el distribuidor deberá realizar una revisión periódica de los productos distribuidos, con el fin de analizar su evolución y evaluar el grado de adherencia al mercado destinatario definido por el originador e informar a éste sobre las ventas realizadas fuera del mercado destinatario notificándole cualquier decisión que haya tomado al respecto -ya sea vender fuera del mercado destinatario o ampliar la estrategia de distribución recomendada por el productor-.

e) Nuevas responsabilidades del Consejo de Administración

MiFID II establece que el Consejo debe

asumir unas responsabilidades claras en todo el ciclo económico de la entidad y le señala como responsable último del cumplimiento de las obligaciones y normas de conducta exigidos a las entidades. En particular, la Directiva prevé que dentro de las responsabilidades del Consejo esté la aprobación de un sistema de gobierno que garantice una gestión eficaz y prudente, que promueva la integridad del mercado y el interés de los clientes.

Adicionalmente, el Consejo de Administración deberá controlar y evaluar periódicamente la adecuación y la aplicación de las políticas aprobadas y de los objetivos estratégicos de la entidad y tomar las medidas adecuadas para solventar cualquier deficiencia.

6. GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS ENTIDADES

El auge regulatorio de las materias referidas al Gobierno Corporativo obedece a diversas causas:

- Por un lado, el deficiente gobierno corporativo de las entidades financieras ha sido señalado como una de las principales causas de la última crisis financiera, lo que ha llevado, en un intento de mejorar las prácticas empresariales, a la aprobación de abundante legislación, de códigos de buenas prácticas y de guías de aplicación.
- Además, la reiterada preocupación de los legisladores sobre la distancia existente entre el gobierno corporativo de algunas entidades relevantes y las mejores prácticas sectoriales -así como el convencimiento de que se trata de un problema que no solo afecta a la empresa sino que tiene una importancia sistémica- han situado a la gober-



nanza de las entidades en el centro de la regulación y de las prácticas supervisoras.

- Por otra parte, se ha acrecentado la atención del mercado y de otros grupos de interés (*stakeholders*) sobre las prácticas de buen gobierno. Ello ha obligado a que las entidades deban prestar mayor atención –más allá de la regulación y la supervisión– a su gobernanza y tener en cuenta los intereses y expectativas de empleados y directivos, clientes, proveedores, accionistas e inversores y en definitiva al conjunto de la sociedad en la que desarrolla sus actividades, a la hora de definir su estrategia y de dotar de una cultura de comportamiento y funcionamiento a la organización. Conjuguar los logros a corto plazo con la sostenibilidad a largo plazo prestando atención a los intereses de *stakeholders* es un gran reto para las empresas de hoy y del futuro.

Desde el punto de vista de los sujetos afectados, el buen gobierno corporativo ha sido tradicionalmente predicado para las entidades cotizadas, por su visibilidad y su carácter de «públicas». Sin embargo, el paso del tiempo y las circunstancias de mercado han hecho que la exigencia social sobre buenas prácticas empresariales, se haya extendido a todo tipo de entidades, cotizadas o no, así como a sectores supervisados.

Por ello, el análisis de la normativa y de su impacto sobre la industria que se hace en este módulo se refiere a tres tipos de entidades que, de una u otra forma, han sido sometidas a regulación en este ámbito: (i) sociedades de capital, (ii) sociedades cotizadas y entidades de interés público y (iii) entidades financieras.

El trabajo destaca y desarrolla dos puntos fundamentales (i) la composición de los órganos de gobierno de las entidades y (ii) su funcionamiento.

Composición del Consejo de Administración y de sus comisiones

La palabra clave en este capítulo, aquella en la que la legislación y los expertos ponen cada vez mayor énfasis, es idoneidad. Esta exigencia se extiende a todos y cada uno de los miembros del Consejo de administración y de sus comisiones –individualmente– y a todos ellos de forma colegiada.

La idoneidad exige al candidato a ocupar un puesto como vocal de los órganos de gobierno, la debida honorabilidad, ausencia de conflictos de interés, conocimientos y dedicación a sus funciones –en tiempo y en atención–.

En sociedades de cierta dimensión, por su condición de cotizadas o por la relevancia del sector en que desarrollan su actividad, las condiciones de idoneidad «real» individual son más exigentes. Pero cabe preguntarse si dentro de misma organización, la idoneidad individual debe ser idéntica para cualquier miembro del Consejo.

La respuesta –partiendo de unos principios básicos que deben ser comunes a todos los consejeros– es negativa. La responsabilidad de cada vocal requerirá conocimientos, experiencia y dedicación diferentes en función de la posición que ocupe en el Consejo – por ejemplo, consejero coordinador, vicepresidente o secretario– o de que participe en comisiones bien como presidente o como simple miembro de ellas.

También será determinante la tipología de consejero, de modo que su caracterización como ejecutivo o externo –independiente, dominical u otros externos– incide también en el concepto de idoneidad exigida.

En cualquier caso, la diversidad de conocimientos y experiencia, y un adecuado equilibrio entre las diferentes categorías de consejeros, es capital para dotar al Consejo de una composición adecuada para el ejercicio de sus responsabilidades. De hecho la diversidad, en-



tendida en su concepto más amplio, es la idea sobre la que pivota la evaluación de los órganos de gobierno en su conjunto.

Igualmente, es de destacar la creciente importancia de los consejeros independientes en la composición de los órganos de administración hasta convertirlos en un elemento clave de contrapeso de los ejecutivos -en particular cuando el presidente del Consejo es asimismo el primer ejecutivo- y de gran relevancia en la composición de las comisiones.

Adicionalmente, la incorporación de consejeros microdominicales, poco valorada hasta la fecha, comienza a cobrar importancia y aparece como una vía posible de mejora del buen gobierno. Se trataría de consejeros que cumplen las condiciones para ser considerados independientes, salvo en que tienen relación con un accionista significativo. Parece que esta figura comienza a perfilarse en la regulación como una alternativa a los consejeros independientes. Y ello porque éstos pueden llegar a crear, a veces, situaciones de «parálisis por análisis», sin el foco adecuado en el negocio.

Otra cuestión relevante es la formación que las entidades deben ofrecer a su Consejo. La complejidad e intensidad de la regulación y la responsabilidad que asume un consejero requieren un nivel de conocimientos, experiencia y dedicación para el correcto ejercicio de sus funciones que es difícil de alcanzar y de mantener. Por ello, resulta esencial que las entidades establezcan programas de formación e información para familiarizar a sus consejeros, no solo con el sector de actividad en el que se desenvuelve la empresa o sobre las obligaciones y responsabilidades que asume, sino también con la estructura organizativa, control interno, líneas de decisión, gestión de riesgos, cumplimiento, producción, comercialización, etc., de la entidad.

La formación es una obligación y también

un derecho de los consejeros. Las empresas deben implantarla con rigor y dedicar los recursos, tanto económicos como humanos, que sean necesarios para conseguirlo, no orientándola como una cuestión meramente formal sino como parte de su estrategia ya que la elección de los consejeros y su capacitación para enfrentarse a la complicada coyuntura económica y regulatoria es la piedra angular para la consecución de objetivos exitosos.

En resumen, la diversidad en la composición del Consejo y su idoneidad es clave. Por ello, las entidades deben contar con políticas vivas de selección y planes de formación continuos que aseguren en todo momento que la composición de sus órganos de gobierno es la adecuada para hacer frente a los retos del negocio.

Funcionamiento del Consejo

El buen funcionamiento de la estructura del gobierno corporativo de una sociedad requerirá que se produzcan debates de calidad en su seno, en un entorno en el que la independencia de criterio sea el elemento característico. Ello requiere, además de la especialización y formación ya referidas, un buen director (presidente) y unos consejeros que configuren un conjunto armónico que bien conducido consiga la excelencia (idoneidad colectiva).

Y para conseguir un funcionamiento excelente, es imprescindible una buena planificación de las sesiones y del contenido del *orden del día* de cada reunión de modo que se asegure que a lo largo del año los órganos de gobierno -consejo y comisiones- deliberen y resuelvan todos los asuntos que afectan a la sociedad desde el punto de vista regulatorio así como aquellas cuestiones referentes a estrategia, negocio, y control.



Esta es una cuestión de especial importancia en un contexto como el actual donde las entidades financieras deben hacer frente a múltiples cambios regulatorios y el consejo debe asegurarse de su implementación y supervisión. En ocasiones, los consejos se encuentran rebasados o cuasi paralizados por la necesidad de atender a temas formales y regulatorios, restando tiempo al negocio y a la estrategia. Es fundamental, por tanto, organizar y planificar el funcionamiento del consejo y de sus comisiones para evitar colapsos que puedan suponer una merma de la eficiencia.

También es relevante que los vocales del Consejo y de las comisiones dispongan con suficiente antelación, para su estudio y análisis, de la información necesaria -precisa, concisa y completa- para la toma de decisiones sobre los asuntos del *orden del día*. Esta exigencia requiere como contrapartida la debida dedicación de tiempo por parte de los consejeros y una actitud proactiva.

Por último, es una buena práctica, ya frecuente en todas las compañías, contar con un soporte tecnológico que facilite la consulta, estudio y archivo de la información, y sea accesible a los consejeros de forma segura y confidencial.

El trabajo analiza también algunos de los desarrollos regulatorios más destacables y su impacto sobre la industria. Entre otras²¹, destaca por su relevancia, la Directiva de derechos de los accionistas²² que trata de

²¹ Otra regulación analizada en el estudio son (i) la Directiva sobre la divulgación de información no financiera y sobre diversidad y su incorporación al Derecho español por la Ley 11/2018 y (ii) la regulación del gobierno corporativo en las entidades de crédito y en las compañías aseguradoras.

²² Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica

lograr la implicación efectiva y sostenible de los accionistas en el modelo de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, como una vía para mejorar su rendimiento, incluyendo factores medioambientales, sociales y de gestión.

La necesidad de incentivar la implicación a largo plazo de los accionistas, en particular la de los inversores institucionales, ha venido marcando las agendas de organismos internacionales como la OCDE y la CE, desde el inicio de la crisis financiera. Así, los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20 publicados en 2004 fueron revisados en 2015 a la luz de (i) las experiencias extraídas de la crisis, (ii) el aumento de las actividades transfronterizas, (iii) los cambios en el funcionamiento de los mercados de valores y (iv) las consecuencias de una cadena de inversión cada vez más larga y compleja.

El principal objetivo de las revisiones efectuadas fue el reforzamiento de la transparencia y de la participación de los inversores institucionales en el gobierno de las entidades cotizadas; por ejemplo, mediante la difusión de sus políticas en materia de gobierno corporativo y de voto en las Juntas Generales de Accionistas, el establecimiento de un dialogo permanente con la sociedad en la que han invertido o la comunicación sobre el modo en el que se gestionan los conflictos de interés.

Esta Directiva debe ser adoptada por los Estados miembros a más tardar el 10 de junio de 2019. Su transposición al ordenamiento español conllevará una nueva reforma de la Ley de Sociedades de Capital, de la Ley del Mercado de Valores, así como de la normativa específica reguladora de los sectores de seguros y de instituciones de inversión colectiva.

la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.



7. EL EFECTO DEL BREXIT SOBRE LA UNIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES EN EUROPA

El último trabajo que se incorpora en esta edición del Observatorio se refiere a los efectos de la salida del Reino Unido de la UE -cuya culminación se producirá en fecha muy próxima- sobre el proyecto de UMC.

La crisis financiera puso de manifiesto la extremada dependencia de la financiación empresarial, especialmente de PYMES, respecto a la banca de la Eurozona, de modo que las dificultades sufridas por ésta durante la crisis y su efecto restrictivo sobre el crédito concedido a las empresas multiplicaron sus efectos negativos. El nacimiento de la UMC tuvo como objetivo corregir esta deficiencia, no ya tratando de sustituir la financiación bancaria por otras alternativas sino más bien de complementarla, diversificando las fuentes posibles de financiación para las empresas europeas.

No cabe duda de que una parte de los problemas que está teniendo la iniciativa es la escasa predisposición de los Estados miembros a avanzar en la remoción de los obstáculos para el desarrollo de un mercado de capitales integrado (muchos de ellos de índole fiscal) a los que ha venido a sumarse, lamentablemente, un conjunto de iniciativas nacionales de alcance diverso; entre otras, la de someter a tributación las transacciones en los mercados de capitales sin que exista una mínima armonización europea en la materia.

Y cuando solo han transcurrido cuatro años desde que la CE puso en marcha su Plan de acción para alcanzar la UMC, se produce la salida de la UE del país que cuenta con el mercado de capitales más importante, con un funcionamiento realmente eficaz del que se ha venido beneficiando el conjunto de la UE. A modo de ejemplo, a día de hoy, prácticamente el noventa por ciento de las transac-

ciones de derivados en euros son liquidadas en las *clearing houses* británicas, según cálculos del propio Gobierno británico; y el volumen de las transacciones diarias que se producen en esas cámaras asciende a unos mil billones de dólares.

El *Brexit* implicará, muy probablemente, la imposibilidad de mantener las importantes infraestructuras de contratación y negociación del Reino Unido como parte integrante de la UMC. La principal razón es que las autoridades europeas, incluidas el BCE, han venido afirmando que la negociación de instrumentos financieros denominados en euros no debería producirse fuera del territorio de la Unión. Esto quiere decir que todos los problemas diagnosticados respecto de la insuficiencia del desarrollo de los mercados de capitales en la UE se agravarían considerablemente con el *Brexit*.

Las soluciones propuestas para evitar este desenlace han ido en la línea de que las autoridades supervisoras de los mercados europeos, y particularmente ESMA, extendieran sus actividades de supervisión a aquellas infraestructuras de mercado británicas que pudieran tener un carácter sistémico respecto de los instrumentos derivados en euros, por su interrelación con las instituciones europeas. Si ello fuera aceptado, y dependiendo de los términos en que se cierren los acuerdos finalmente adoptados, podría permitirse que esas infraestructuras continuaran siendo utilizadas por las instituciones europeas.

Sin perjuicio de que la posibilidad mencionada en el párrafo anterior pudiera materializarse, la activación formal del artículo 50 del Tratado realizada por el Reino Unido el pasado día 29 de marzo de 2017 es, sin duda, uno de los momentos más graves en la historia de la UE. Salvo que el Reino Unido mantuviera finalmente su condición de miembro de pleno derecho de la UE (lo que a día de



hoy no parece demasiado probable) o que, a través de algún tipo de acuerdo de asociación lograra una situación de cierta equivalencia jurídica, el efecto de todo lo anterior sobre la UMC puede llegar a ser muy importante. No se puede afirmar que quede herida de muerte en el caso de un *Brexit* «duro» pero, tanto en términos cuantitativos como cualitativos, la UMC perderá una pieza fundamental sin la que seguramente ya nada será igual:

- Por un lado, porque al perder la UE su mercado de capitales más relevante, la UMC quedaría debilitada -cuantitativa y cualitativamente- por definición. Sencillamente, las empresas europeas tendrían un acceso más complejo a un mercado en el que de otro modo hubieran podido operar con un volumen de operaciones y una tipología de inversores muy superior a la que está disponible en el resto de la UE.
- Además, porque el Reino Unido ha sido un impulsor decidido de la iniciativa de la UMC y de cuantas normas y medidas han tratado de mejorar y hacer más eficiente el mercado de capitales en la UE y su ausencia será sentida.
- Y por último, porque la merma de capacidad operativa que la salida del Reino Unido representa para el mercado integrado de capitales demandaría que los restantes Estados miembros adoptasen una actitud mucho más proactiva respecto de la iniciativa de la UMC para robustecer estos mercados como fuente alternativa de financiación para las empresas europeas. En todo caso, esta alternativa requeriría un compromiso político que resulta especialmente complejo habida cuenta de la situación actual en la que se encuentran las instituciones europeas y los Estados miembros.

No son tiempos, los actuales, proclives a la europeización y a la cesión adicional de competencias a la CE pero es imprescindible para alcanzar el objetivo de que Europa sea un actor distinguido en la economía y en los mercados financieros globales avanzar por el camino de la integración y la cooperación, ya sea a través de un fortalecimiento competencial de las autoridades europeas o de la potenciación de los instrumentos de coordinación y cooperación entre las autoridades de los Estados miembros.

En este sentido, el debate que se ha producido respecto del posible fortalecimiento de las competencias de ESMA, sin perjuicio de reconocer que tal vez no es la única ni la mejor vía para avanzar hacia la UMC, no deja de sembrar dudas, en ausencia de otras alternativas de similar voluntad integradora, sobre la auténtica disposición de los Estados a la creación de esa UMC.

En el mundo de los servicios financieros y de los mercados de capitales, la única oportunidad de competir de los europeos pasa por una mayor integración y cooperación y no por una renacionalización de las posturas y las instituciones.

8. CONCLUSIONES

Esta edición del Observatorio referida al año 2018 se ha desarrollado en un entorno de incertidumbre y ralentización de los avances en la integración europea en el que la regulación tampoco ha ofrecido grandes progresos.

La que ha sido la gran estrella del proceso en años anteriores, la Unión Bancaria, no ha culminado, como tantas voces reclaman, en la creación de un sistema de garantía de depósitos potente, con respaldo común y mutualizado. Tampoco el proyecto de UMC, vital para



ofrecer alternativas de financiación al tejido empresarial europeo principalmente compuesto por pequeñas y medianas empresas, avanza al ritmo previsto. Su horizonte temporal se plantea a largo plazo. Mientras tanto, el 86 % de la nueva financiación de las sociedades europeas en 2017 procede de los bancos y solo el 14 % de los mercados de capitales, lo que denota el largo camino que aún queda por recorrer.

En este contexto, las principales conclusiones alcanzadas en el trabajo realizado en los diferentes módulos en que se ha sistematizado este año el Observatorio son:

8.1. MERCADOS SECUNDARIOS

- 1) La regulación de los mercados secundarios de instrumentos financieros está transformando la estructura de la negociación, e indirectamente de la industria, de forma muy significativa en estos últimos años, con efectos claramente positivos sobre la transparencia y la ordenación de los mercados. Junto a ello, la finalidad de una mejor gestión del riesgo en el ámbito de la post contratación, particularmente respecto a los derivados OTC, y la armonización europea en este ámbito, también son positivas.
- 2) Sin embargo, las reformas introducidas no están siendo neutras en cuanto al perfil de la industria que promueven, principalmente porque están ocasionando variaciones importantes sobre la estructura de ingresos y costes de las entidades y propiciando la necesidad de contar con grandes capacidades tecnológicas para cumplir con las obligaciones regulatorias o, al menos, con la interpretación práctica que de ellas se está haciendo. Ello produce algunos efectos no inicialmente previstos.
- 3) La aplicación del principio de mejor ejecución (*Best Execution*), cuya interpretación práctica más extendida entre los inversores profesionales se ha centrado en la eliminación, o reducción, del riesgo de variación del precio de ejecución, está excluyendo a los intermediarios medianos y pequeños, y adicionalmente, propiciando que las órdenes se ejecuten en modalidades no convencionales que no ofrecen una negociación continua ni transparencia de posiciones en tiempo real.
- 4) El tratamiento del análisis como incentivo, con la obligación de facturar separadamente la intermediación del análisis (*Unbundling*), está ocasionando una reducción importante de la cantidad destinada por las gestoras al análisis para poder salvaguardar su viabilidad económica. A su vez, los propios proveedores de análisis están reduciendo sus equipos y también el universo de compañías analizadas, lo que podría favorecer una concentración en este sector.

Las principales consecuencias previsibles de este escenario son (i) una mayor dificultad de acceso a la financiación bursátil de compañías pequeñas y medianas y (ii) la reducción de la liquidez en su cotización debido a la falta de cobertura por analistas independientes.

Estos efectos, resultan difícilmente compatibles con una de las finalidades más relevantes de la UMC como es la de procurar una mayor financiación a las pequeñas y medianas empresas a través del mercado de capitales.
- 5) En general, no se percibe que las diferentes reformas estén implicando una reducción de costes para la industria, sino más bien, lo contrario. Además, la



reducción de competencia puede implicar la evolución a una concentración de intermediarios.

- 6) Así, en renta variable, la multiplicidad de centros de negociación supone un significativo aumento de costes operativos que tiene mayor impacto sobre los operadores de tamaño mediano y pequeño. Esta realidad propicia su agrupación.
- 7) En los mercados de renta fija se aprecia una mayor tendencia a negociación por medios electrónicos que permiten el acceso a diferentes fuentes de liquidez así como una propensión a la concentración de intermediarios ante la reducción de rentabilidad que implica la transparencia de costes explícitos e implícitos y el incremento de costes que supone la dedicación a temas de cumplimiento complejos.

Por otro lado, el régimen de transparencia aún precisa mejoras en la contribución y disponibilidad de datos, si bien ello no está afectando en términos reales, a la negociación de los valores más líquidos.

- 8) En los mercados de derivados el coste de adaptación a MiFID II/MIFIR ha sido alto, para todas las infraestructuras, mercados, entidades y autoridades. Como consecuencia hay menos competencia y ésta se empieza a concentrar en compañías de mayor tamaño. Por otro lado, la compensación en CCP es valorada positivamente, aun cuando supone un incremento de costes.

8.2. PROTECCIÓN DEL INVERSOR

- 9) La prohibición del cobro y pago de incentivos en los servicios de gestión discrecional de carteras ha obligado a las

entidades a redefinir el patrón de ingresos generados por este servicio y a modificar su forma de actuar, desarrollando modelos con menores costes -como carteras de gestión industrializada- o emitiendo clases de fondos «limpias» que no prevén el pago de incentivos.

- 10) Pocas entidades han evolucionado sus modelos de asesoramiento a la figura de «independiente». La gran mayoría de las entidades ha optado por el asesoramiento no independiente, en el que la recepción de incentivos está permitida pero sujeta al cumplimiento de varios requisitos. Entre ellos la justificación de que su cobro supone un aumento de la calidad del servicio prestado al cliente.
- 11) En banca privada el impacto de la nueva normativa para las entidades no ha sido elevado puesto que sus modelos de negocio ya se ajustan en su mayoría a los nuevos requerimientos de MiFID II para el cobro de incentivos, si bien no se ha producido el esperado salto en estos segmentos al asesoramiento independiente.
- 12) En banca comercial, las entidades, principalmente las pertenecientes a grupos financieros, han debido revisar en profundidad sus esquemas de distribución siguiendo, básicamente, dos caminos: (i) asesoramiento simplificado que se concreta en la realización de recomendaciones sobre un producto y para una inversión concreta y (ii) la implantación de plataformas *on-line* en las que se da acceso también a productos de terceros.
- 13) La nueva exigencia de que las personas que prestan el servicio de asesoramiento o proporcionan información a los clientes dispongan de los conocimientos y las



competencias necesarios para cumplir sus obligaciones ha tenido un impacto relevante en las entidades tanto desde un punto de vista organizativo como económico, tanto en los segmentos de banca privada como en banca comercial.

- 14) Los requerimientos de MiFID II sobre gobernanza de productos y en particular la identificación del mercado objetivo, que tanto los originadores de productos como los distribuidores deben cumplir, junto con las exigencias de que el originador supervise y evalúe el grado de adherencia al mercado destinatario seguido por el distribuidor, tiene un gran impacto en las políticas de creación de nuevos productos y en los modelos de comercialización.

8.3. GOBIERNO CORPORATIVO

- 15) El seguimiento de las prácticas de las entidades en materia de gobernanza ha sido adoptado por las autoridades supervisoras como un estándar de vigilancia en diversos sectores, tales como el bancario, de servicios de inversión y de seguros, lo que tiene especial incidencia en la organización, estructura, diversidad e idoneidad -individual y colectiva- de sus Consejos.
- 16) La composición del Consejo y de sus comisiones y el funcionamiento práctico de sus sesiones, la calidad de la información provista a los consejeros y la anticipación con que ésta se facilita, los planes de formación, los procedimientos de selección y evaluación, son los temas de mayor calado e impacto para las sociedades de capital, cotizadas o no, y para las entidades financieras.

- 17) En general, existe margen de mejora en las evaluaciones del consejo. En la actualidad son en exceso indulgentes y podrían ser más operativas. Para ello es aconsejable que las evaluaciones de carácter externo se realicen por un consultor especializado en gobierno corporativo, que sea conocedor de la regulación financiera y de las expectativas específicas del supervisor bancario.
- 18) La incorporación de consejeros microdominicales, poco valorada hasta la fecha comienza a cobrar importancia y entendemos que es una vía posible de mejora del buen gobierno. Y ello porque los consejeros independientes, sobre todo en mayoría que puede llegar a crear, a veces, situaciones de «parálisis por análisis», sin el foco adecuado en el negocio.
- 19) La Directiva de derechos de los accionistas que trata de lograr la implicación efectiva y sostenible de los accionistas, principalmente institucionales, en el modelo de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, deberá ser transpuesta al ordenamiento español antes del 10 de junio de 2019 y conllevará una nueva reforma global que requerirá la modificación de la Ley de Sociedades de Capital, de la Ley del Mercado de Valores, así como de la normativa específica reguladora de los sectores de seguros y de instituciones de inversión colectiva.

8.4. EL BREXIT

- 20) El Reino Unido ha sido un impulsor decidido de la iniciativa de la UMC y de cuantas normas y medidas han tra-



tado de mejorar y hacer más eficiente el mercado de capitales en la UE y su ausencia será sentida.

- 21) Por un lado, el Brexit implicará, muy probablemente, la imposibilidad de mantener las importantes infraestructuras de contratación y negociación establecidas en el Reino Unido como parte integrante de la UMC. La principal razón es que las autoridades europeas han venido afirmando que la negociación de instrumentos financieros denominados en euros no debería producirse fuera del territorio de la UE.
- 22) Por otro lado, la pérdida de la condición de miembro de la UE del, hasta ahora, su mercado de capitales más relevante, debilitará la UMC -cuantitativa

y cualitativamente-, y hará que las empresas europeas tengan un acceso más complejo a un mercado cuyo volumen de operaciones y tipología de inversores es muy superior al que está disponible en el resto de la UE.

- 23) Esta merma de capacidad operativa para el mercado integrado de capitales, demandará de los restantes Estados miembros una actitud más proactiva respecto de la UMC para robustecer los mercados de capitales como fuente alternativa de financiación para las empresas europeas. En todo caso, ello requeriría un compromiso político que resulta especialmente complejo habida cuenta de la situación actual en la que se encuentran las instituciones y los Estados europeos.