



INFORME Y CONCLUSIONES DEL OBSERVATORIO

1. EL OBSERVATORIO

Ésta es la duodécima edición consecutiva de este Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros europeos (el Informe) que desde el año 2006 la Fundación de Estudios Financieros (FEF) ha venido publicando con el objetivo de seguir la evolución de las reformas normativas en la Unión Europea (UE) y valorar su impacto sobre la construcción del mercado financiero único.

El objetivo perseguido en este capítulo introductorio es el de enmarcar la coyuntura en la que se ha desarrollado el Informe y destacar las principales conclusiones de los trabajos que lo componen.

Por segundo año consecutivo, la estructura del trabajo ha adoptado un formato diferente al de las diez ediciones anteriores, tradicionalmente centradas en el seguimiento y análisis de las reformas normativas aplicadas en el año anterior desde un plano predominantemente teórico. Hasta entonces, el estudio se realizaba a partir de las colaboraciones aportadas por diversos expertos en materias relacionadas con los mercados financieros que, por una razón u otra, habían conformado la agenda regulatoria europea en el periodo de referencia.

Tanto en el Informe correspondiente al año 2018 como en el que ahora se presenta, la sistematización ha sido diferente. La opción

elegida ha sido la creación de varios grupos de debate formados por especialistas de la industria y del supervisor, así como por analistas de los mercados financieros que ofrecen trabajos -que se publican junto a este capítulo de Resumen y Conclusiones- en los que se recoge su valoración sobre las materias elegidas, con un enfoque eminentemente práctico. La finalidad perseguida, más que ofrecer una recopilación y estudio de las normas aprobadas o revisadas en el año, es incidir en su impacto sobre intermediarios y mercados y analizar las consecuencias de su implantación.

Siempre se ha defendido desde este Observatorio que la regulación debe jugar un papel relevante para el desarrollo de la industria financiera. Por ello, hemos repetidamente defendido que es necesario estabilizar la regulación y alcanzar certidumbre sobre las reglas de juego, otorgando seguridad al entorno y concediendo una pausa en el proceso de creación y modificación de normas que permita la completa adaptación de las entidades e instituciones y la definición de su estrategia de negocio para competir en ese medio. A la vez, hemos reiterado informe tras informe que la iniciativa regulatoria debe ir precedida de una reflexión sobre las necesidades de la industria a largo plazo y de un análisis del coste que cada nueva norma conlleva frente a los beneficios que proporciona.



Con la idea de contribuir a este análisis de impacto y aportar elementos desde los mercados e intermediarios que sirvan para enjuiciar la contribución real de la regulación a la consecución de un auténtico mercado interior, se ha sistematizado el Informe de este año en dos módulos relativos al (i) seguimiento de los efectos de la regulación sobre los mercados secundarios y a (ii) la innovación en los mercados financieros.

Se trata de dos materias de gran relevancia, especialmente en un momento en el que se ha reabierto el enfoque de la iniciativa de Unión del Mercado de Capitales (UMC) como consecuencia del informe presentado en octubre de 2019 por un grupo de expertos de la Comisión Europea (CE) *-Next CMU High-Level Group-* con algunas consideraciones preliminares para continuar avanzando en este proyecto; entre éstas, la constatación de que las empresas de la UE siguen dependiendo mayoritariamente de la financiación bancaria. Adicionalmente la crisis generada por el Covid-19, a la que más adelante se hace referencia, exigirá el replanteamiento de las actuales estructuras de financiación a Pequeñas y Medianas empresas (Pymes) y familias y el reforzamiento de la digitalización de los productos y servicios financieros.

En ambos trabajos se apuntan elementos clave para entender hacia dónde se dirige la industria, cada vez más demandante de importantes inversiones en tecnología e innovación y de un incremento de su dimensión, en un escenario de competencia cada vez mayor.

Son recomendaciones concretas sobre aspectos esenciales que deben ser complementadas con otras iniciativas que, en opinión de la industria, deben ser tenidas en cuenta por el regulador y el supervisor al objeto de mejorar la eficiencia de nuestros mercados. Cuestiones tales como (i) una mayor flexibilidad en la interpretación de las normas en favor del mercado, (ii) el fomento de la inversión, (iii)

la eliminación de trabas administrativas para hacer más atractivos nuestros mercados para los emisores e inversores institucionales, o (iv) la promoción de nuevas vías de financiación a largo plazo -sobre todo para las pequeñas y medianas empresas que conforman gran parte del tejido empresarial europeo y que serán las más afectadas por la actual crisis del Covid-19-, son algunos ejemplos de los factores que pueden contribuir a la consecución del objetivo de lograr un mercado financiero en la UE más competitivo e integrado.

Y todo ello, como en otras ediciones hemos señalado, con el convencimiento de que las normas y reglas que rigen los mercados son un elemento esencial para su funcionamiento ordenado y para hacer del territorio europeo un espacio común de convivencia y prosperidad.

2. EL CONTEXTO ECONÓMICO

La valoración de las conclusiones y recomendaciones de los trabajos que conforman el presente Informe debe hacerse teniendo en cuenta la coyuntura económica, política y financiera en la que se desenvuelve el proyecto europeo que, una vez más, coincide con una situación débil en el contexto internacional, una UE muy vulnerable con instituciones debilitadas y un contexto social convulso. A ello se une la irrupción de la crisis sanitaria producida por el Covid-19, respecto de la que se desconocen, en el momento de redacción del Informe, sus efectos sobre la economía de la región si bien ya se atisba que serán muy relevantes y que para mitigarlos será imprescindible el apoyo firme y unánime de las instituciones europeas.

2.1. CRECIMIENTO INSUFICIENTE

La ralentización económica y el deterioro



social ya estaban empezando a sentirse de forma generalizada antes de la crisis sanitaria. En el último año se han sucedido múltiples protestas y quejas ciudadanas derivadas de una situación global de insatisfacción que se han extendido por todos los continentes. Chile, Hong Kong, Francia, Italia, Argelia, e incluso España, entre otros, son algunos de los países que han experimentado este descontento debido, entre otras razones, a la desigualdad y a las diferencias sociales -entre campo y ciudad, ricos y pobres,...-, a la incapacidad de los mandatarios para dar respuesta a esta situación y a la reducción del ritmo del crecimiento de la economía global.

Esta situación, que evidencia problemas generalizados, se produce en una coyuntura en la que las previsiones apuntaban al inicio del año (i) a una desaceleración global y sincronizada en las economías desarrolladas (con un crecimiento del PIB inferior al 2%) y en las emergentes -que no superarían el 4%-, (ii) con una Eurozona anémica con tipos bajos, reducida inflación y un exiguo crecimiento -que se preveía fuera de un 1,2% para 2020-, al que se añadían la posibilidad de que no se alcanzara un acuerdo comercial con el Reino Unido (RU) tras el *Brexit* y una presión demográfica creciente que exige reformas en los modelos de pensiones.

En España, si bien el incremento del PIB previsto al inicio del año era más robusto (50 puntos por encima del de la Eurozona), la deuda ya era alta, el déficit se iba reduciendo muy lentamente y las cifras de paro eran elevadas.

Sin embargo, la reciente crisis sanitaria producida por el Covid-19 ha empeorado radicalmente el escenario haciendo aparecer nuevas e importantes sombras que se añaden a las ya exiguas perspectivas de crecimiento anteriores. La incertidumbre es grande y los efectos de la pandemia son aún desconocidos pero sin duda

tendrán gran impacto sobre la población mundial y sobre Europa, que se ha convertido en el centro de la crisis junto a los Estados Unidos.

Con toda probabilidad las consecuencias del Covid-19 serán inmensos y el crecimiento y la economía se verán fuertemente afectados. Como efecto inmediato, sectores como el turismo, la restauración, el ocio, la moda, el lujo y el transporte aéreo se han paralizado y las cadenas de suministro en los sectores tecnológico, farmacéutico y materias primas han ralentizado su funcionamiento. Pero en el futuro próximo, prácticamente todas las industrias se verán afectadas y los primeros pronósticos de analistas, gobiernos y organismos internacionales señalan un impacto negativo general sobre el crecimiento mundial que sumirá a muchas economías en recesión. El FMI pronostica para este año 2020 una gran recesión¹ con un decrecimiento del PIB mundial superior al 3% y del 7,5% en la Zona Euro. En España, sus previsiones son aún peores: una caída del PIB del 8%, un desempleo superior al 20% un aumento de la Deuda Pública hasta el 115% y un déficit del 9,5%.

El Banco de España ha presentado asimismo previsiones muy pesimistas para el año 2020, en línea con las presentadas por el FMI para España. Estas estimaciones ofrecen diferentes conclusiones dependiendo de la duración del actual estado de confinamiento. La horquilla va desde un retroceso del PIB de entre el 6,6% y el 8,7% -si el confinamiento se extendiera durante 8 semanas- hasta el 13,6% en un escenario en el que se combinara una duración del estado de alarma de doce semanas con una mayor persistencia de los efectos.

¹ La Directora General del FMI advirtió recientemente que “el crecimiento global se volverá bruscamente negativo en 2020 y anticipamos las peores consecuencias económicas desde la Gran Depresión, tanto para las economías en desarrollo como para las avanzadas”.



Es cierto, como señala el Banco de España, que las perspectivas podrían ser mejores si se encontraran pronto soluciones a la emergencia sanitaria -vacunas o terapias eficientes- o si el confinamiento se acortara en el tiempo, pero también podrían prolongarse los malos augurios si las reacciones para impulsar la recuperación no se producen de forma concertada y firme por todos los Estados afectados², cosa que hasta ahora no se está produciendo.

Los mercados y la población europea demandan, ante esta situación, una política fiscal coordinada por todos los Estados miembros dirigida a (i) reforzar las medidas de contención de la enfermedad y apoyar el sistema sanitario, (ii) proteger a las personas y paliar las consecuencias negativas sobre el empleo, (iii) asegurar la liquidez de las Pymes con medidas fiscales y financieras, (iv) reducir el estrés del sistema financiero y evitar el contagio y (v) planificar la recuperación. Los mecanismos aprobados hasta ahora por las instituciones europeas para abordar estas inversiones y apoyar a los Estados miembros afectados son elevados (más de 500 mil millones de euros a los que se añaden las facilidades extraordinarias de liquidez del BCE) pero probablemente sean insuficientes y sea preciso aprobar un presupuesto extraordinario para llevarlas a cabo.

Indudablemente, la recuperación del PIB será el índice de referencia que nos permitirá valorar cómo será la salida de esta inesperada y aguda crisis. Pero, probablemente, no será suficiente para comprender como habrá quedado afectada la sociedad europea cuando se superen las dificultades y serán precisos otros indicadores que ayuden a completar la evaluación.

² Gordon Brown, ex premier británico e impulsor de un manifiesto en favor de una acción conjunta frente a la pandemia, afirma que *el mayor desafío al que se enfrenta la humanidad en décadas necesita una reacción coordinada y común*, que él propone sea dirigida por un G-20 con poderes ejecutivos que pase a la acción.

La representatividad de las conclusiones que se obtienen de la mera observación de la evolución del PIB ha sido en ocasiones contestada por ser poco expresiva de la situación real de un país o de una zona geográfica o económica³. Las críticas se refieren, esencialmente, a la metodología de cálculo de este indicador que no refleja adecuadamente la distribución de la riqueza de una sociedad y proponen (i) una revisión de sus componentes y (ii) la introducción de otros elementos complementarios tan relevantes y de tanto interés para valorar el estado de una economía y medir el bienestar de una sociedad como el medio ambiente, la distribución de la renta, la extensión de la sanidad o el grado de desigualdad.

De usarse un indicador que incluyera algún componente de esta naturaleza, o si los datos obtenidos del cálculo actual del PIB fueran complementados con una índice que enrique-

³ Esta inquietud no es novedosa. Desde el establecimiento del PIB en la conferencia de Breton Woods (definido como el valor monetario de todos los bienes y servicios finales producidos por un país durante un año) como herramienta para medir el tamaño de las economías nacionales, su uso como indicador del bienestar ha sido criticado (en especial cuando se utilizan los datos de su crecimiento con fines partidistas o electoralistas).

En 2007, la CE, el Parlamento Europeo, la OCED y WWF organizaron la conferencia internacional bajo el título *Beyond GDP: Measuring progress, true wealth and the well-being of nations*, para debatir acerca de qué índices son los más apropiados para medir el progreso y cómo estos pueden integrarse mejor en el proceso de toma de decisiones y en el debate público. Su página web se mantiene como una fuente continua de información sobre indicadores y medidas de progreso; https://ec.europa.eu/environment/beyond_gdp/index_en.html

Otra propuesta que está cambiando la hegemonía del PIB como indicador de progreso es el **Índice de Desarrollo Humano** (IDH) creado por el premio nobel de economía Amartya Sen y por el economista Mahbub ul Haq. El IDH es un ranking que incorpora junto al PIB, otros dos factores: (i) la educación de los ciudadanos, basada en la alfabetización de la población adulta y en los datos de escolarización y (ii) la salud de los ciudadanos, basada en las estadísticas sobre esperanza de vida.



ciera y/o matizara sus conclusiones con alguno de los elementos señalados⁴, probablemente los resultados serían diferentes y ofrecerían una mejor radiografía del estado de situación, tras la grave situación en la que estamos inmersos.

2.2. REACCIONES REGULATORIAS FRENTE AL COVID-19

Las primeras respuestas regulatorias al Covid-19, al igual que ocurrió con la crisis del 2008, se han tomado a nivel de cada Estado miembro mientras que las instituciones comunitarias siguen debatiendo como afrontar la crisis. Así, todos o prácticamente todos los países de la UE implicados han adoptado medidas fiscales, sociales y laborales en sus jurisdicciones para paliar los efectos del Covid-19 sobre la población más desfavorecida. A nivel europeo, sin embargo, la respuesta es más compleja y por ello, aun no existe un consenso sobre el camino a seguir. Se han puesto sobre la mesa viejas iniciativas como los eurobonos y otras propuestas como un fondo europeo de rescate o un presupuesto extraordinario anti pandemia, con cifras billonarias, pero aún no hay acuerdo sobre cuál de debe ser el mecanismo idóneo para instrumentar las ayudas y, ni siquiera, sobre cuáles serán éstas. Por el lado positivo es de destacar que la CE y el Consejo Europeo han publicado un plan con recomendaciones, calendario, principios, criterios y medidas de acompañamiento para una estrategia de salida coordinada que prepararía el terreno para aprobar un programa de recuperación global, sea cual sea el esquema que se siga.

⁴ El *Better Life Index* promovido por la OCDE para complementar los datos de variación del PIB y las estadísticas económicas, permite comparar el bienestar en distintos países basándose en 11 temas que han sido identificados como esenciales para valorar las condiciones de vida materiales y la calidad de vida. <http://www.oecdbetterlifeindex.org/es/#/111111111111>

Adicionalmente, los reguladores y supervisores europeos han abordado otros aspectos relevantes que afectan a los mercados, a los emisores y a los intermediarios al objeto de afrontar los primeros efectos de la crisis.

- El primer ejemplo lo ofrece ESMA respecto de las ventas en corto, dando criterios comunes que den cobertura a las decisiones adoptadas por los supervisores locales a este respecto; entre ellos, la CNMV.

ESMA ha emitido también recomendaciones directas dirigidas (i) a los participantes de los mercados sobre la importancia de la planificación de la continuidad del negocio, (ii) a los gestores de fondos sobre el seguimiento y medición de riesgos y (iii) a los emisores, solicitándoles que divulguen lo antes posible cualquier información relevante sobre los efectos de Covid-19 en su actividad -de acuerdo con sus obligaciones sobre prevención del abuso del mercado- y que detallen los impactos reales y potenciales esperados en su informe financiero de fin de año de 2019, si aún no se ha finalizado.

ESMA, ha publicado asimismo declaraciones relacionadas con la aplicación flexible de la norma NIIF 9, sobre los plazos de presentación de informes financieros para los emisores y sobre las medidas de rendimiento alternativas. También ha aclarado varios aspectos de MiFID y MiFIR afectados por las circunstancias, tales como los requisitos de grabación de conversaciones telefónicas en este contexto excepcional o la publicación de los informes de mejor ejecución bajo MiFID II.

- En el ámbito bancario, destaca la recomendación del BCE de no pagar dividendos hasta, por lo menos, octubre de 2020. También se han promulgado comunicaciones para relajar los requerimientos de capital,



y otras medidas de flexibilidad a fin de asegurar que los bancos pueden financiar la economía real en la crisis originada por el Covid-19.

- Por su parte la Autoridad Bancaria Europea (EBA) ha emitido un comunicado en el que aclara sus expectativas sobre las políticas de dividendos y remuneraciones (como evitar el pago de *bonus* excesivos) y la forma de utilizar la flexibilidad en la presentación de informes de supervisión, y recuerda las medidas necesarias para prevenir el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo.
- El supervisor de seguros, la EIOPA, ha publicado igualmente declaraciones anunciando las medidas que adoptará para frenar el impacto del Covid-19 en el negocio de los seguros y para preservar la protección de los asegurados.
- Por otra parte, la CE y el Fondo Europeo de Inversiones (FEI) han comunicado la puesta en marcha de ESCALAR (*European Scale-up Action for Risk capital*), un nuevo instrumento para fomentar la inversión que apoye el capital riesgo y la financiación del crecimiento con el que espera ayudar a las empresas innovadoras durante la crisis sanitaria y después de ella, facilitar que la UE se sitúe al frente de los desarrollos tecnológicos mundiales.
- Otro aspecto de cierta relevancia desde un punto de vista regulatorio es la moratoria, en diversos ámbitos regulatorios, en la exigibilidad de ciertas normas; así, se han retrasado o propuesto retrasar obligaciones muy diversas, como los plazos para la presentación de determinada información financiera y regulatoria o la entrada en vigor de algunos informes.
- Por último, se ha producido una ampliación general de los plazos abiertos en los trámites de consultas públicas sobre nor-

mas en curso, para facilitar que la industria pueda hacer los comentarios que considere oportunos.

Todo ello pone de manifiesto que se han puesto en marcha por parte de los supervisores y reguladores europeos mecanismos de respuesta a la situación extraordinaria a la que nos enfrentamos. Más que nunca va a ser esencial la adecuada coordinación entre ellos (EBA, ESMA y IEOPA) y las autoridades nacionales.

2.3. DESGLOBALIZACIÓN

Por si los problemas fueran pocos, en este marco de crisis y amenaza de recesión, la globalización y el libre comercio internacional -que desde Breton Woods (1944) han venido impulsando el desarrollo mundial- se ven amenazados. El proteccionismo gana terreno y amenaza severamente a una UE muy dependiente de los intercambios globales y de los flujos de inversión directa. El comercio de mercancías tradicional ha sido sustituido por cadenas de producción transversales -en las que Europa y España están muy presentes- que son muy vulnerables ante una escalada de las trabas al libre comercio (la industria automovilística es un buen ejemplo de ello). Las secuelas de la crisis sanitaria, probablemente, ahondarán este sentimiento buscando (i) localizar la producción de bienes esenciales dentro de nuestras fronteras para asegurar los suministros e (ii) incentivar el consumo de proximidad.

2.4. INTEGRACIÓN FINANCIERA

A pesar de que las primas de riesgo soberanas se han reducido respecto de las existentes tras la crisis de 2008 y de que las condiciones de financiación a las empresas -con independencia de su nacionalidad- se han acercado,



aún se observa en la UE cierta fragmentación como consecuencia de la ralentización del proceso de construcción del mercado único, cuyo seguimiento fue la razón originaria de este Observatorio. Así lo señalaba recientemente el vicepresidente del BCE, Luis de Guindos quien afirmaba que *la integración financiera todavía no ha alcanzado un nivel satisfactorio en la Zona Euro* y que por esta razón el BCE considera prioritario avanzar con el proyecto de la UMC, cuya primera fase ha proporcionado resultados importantes, *pero hay que lograr más*.

El BCE ha venido haciendo periódicamente un seguimiento de esta materia a través de un informe denominado “Integración financiera en Europa” (publicado por última vez en mayo 2018) que ahora ha decidido integrar con el “Informe sobre estructuras financieras” (cuya última publicación es de octubre 2017), en un informe único denominado “Integración y estructura financiera en la Zona Euro”. El objetivo principal de este informe integrado -que se publicará de forma bienal- es valorar la evolución estructural del sistema financiero de la Zona Euro. En uno de sus capítulos se abordarán de forma sistemática -entre otros desarrollos estructurales clave-, el proceso de integración financiera. También, se revisarán políticas relacionadas con la Unión Bancaria y con la UMC.

El primero de dichos informes se ha publicado en marzo 2020⁵. En él se define un mercado completamente integrado como aquel en el que, para un conjunto dado de instrumentos y servicios financieros, todos los potenciales participantes con características similares: (i) se enfrentan a un conjunto único de reglas para realizar transacciones; (ii) gozan de igual acce-

so al conjunto de instrumentos financieros y servicios ofrecidos y (iii) son tratados por igual cuando están activos en el mercado.

Pues bien. Entre las conclusiones recogidas en su informe referentes al grado de integración financiera, el BCE señala que *tras la fuerte tendencia a la integración posterior a la crisis en la zona del euro que se extendió hasta 2015, el proceso de integración se ha caracterizado desde entonces por una alta volatilidad en la convergencia de precios y por el estancamiento del crecimiento de la inversión transfronteriza*.

Esta conclusión se alcanza sobre la base del comportamiento de dos indicadores compuestos referidos a precios y cantidades que ofrecen una aproximación al grado de integración financiera en la Zona Euro⁶. Su observación muestra que aún existen discrepancias entre el grado de integración que reflejan los diferenciales de precios transfronterizos y el mostrado por la inversión transfronteriza.

Según se aprecia en el gráfico siguiente -extraído del informe sobre Integración y Estructura Financiera del BCE-, ambos indicadores se recuperaron fuertemente hasta 2015, después de las crisis de deuda -financiera y soberana- producida tras la crisis de Lehman.

A partir de entonces, sin embargo, el indicador basado en el precio (en amarillo en el gráfico) mostró fluctuaciones considerables, hasta situarse en la última lectura solo ligeramente por encima del pico de 2015. Esta volatilidad se debió, entre otros factores, al cambio en los diferenciales de rendimiento de los bonos

⁵ Ambos indicadores recogen información de los mercados financieros más importantes. En el caso del indicador de precios entre el primer trimestre de 1995 y el tercer trimestre de 2019. El indicador de cantidades se refiere al periodo primer trimestre 1999 y segundo trimestre de 2020.

Los dos indicadores se mueven en una horquilla entre cero (fragmentación completa) y uno (integración completa). Los aumentos en los indicadores indican una mejora en el grado de integración financiera.

⁵ Financial Integration and Structure in the Euro Area, March 2020. BCE.

<https://www.ecb.europa.eu/pub/fie/html/ecb.fie202003~197074785e.en.html#toc1>



transfronterizos derivados de las incertidumbres políticas afloradas en varios países de la zona del euro.

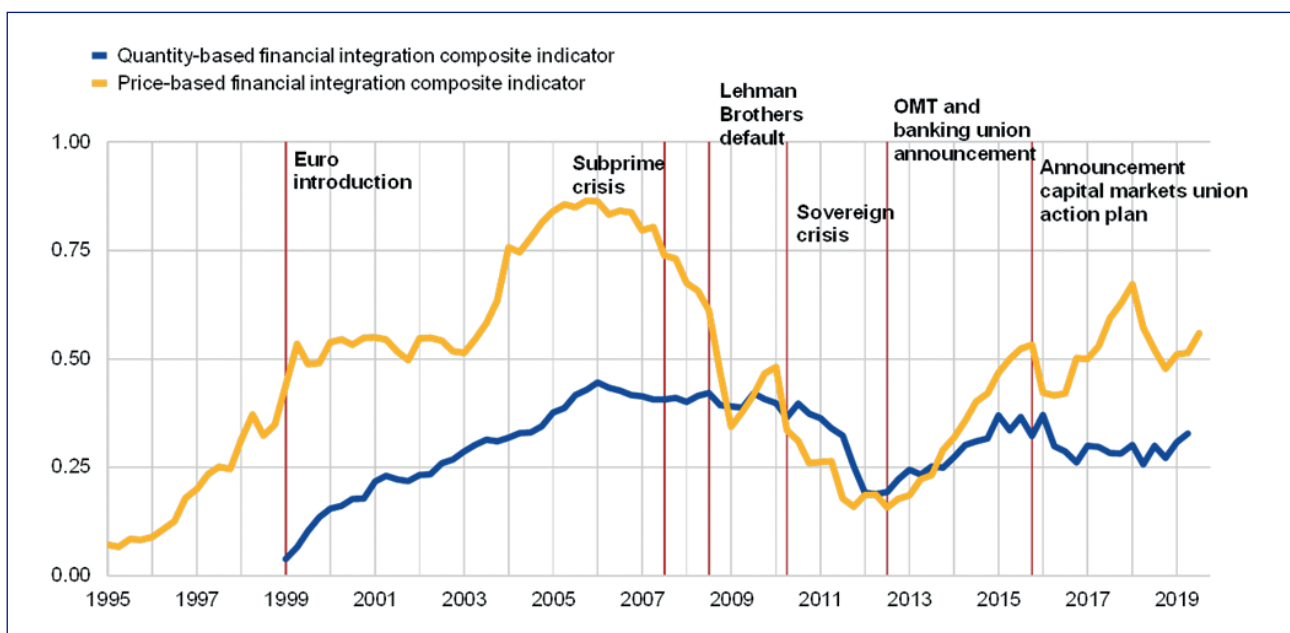
Por otro lado, el indicador basado en cantidades, a pesar de los efectos generalmente favorables sobre la integración financiera de la política monetaria expansiva del BCE, se mantuvo persistentemente bajo a partir de 2015, como consecuencia de la reducción en los préstamos interbancarios transfronterizos y de la gran inyección de liquidez derivada de las medidas de política monetaria no convencionales del banco central, que redujeron la necesidad de efectivo de las contrapartes. El leve repunte de este indicador en la última observación, llevándolo a niveles de 2004 y 2015, fue impulsada por las recuperaciones en los préstamos y la tenencia de bonos interbancarios transfronterizos.

En conclusión, la fragmentación de los mercados financieros europeos, a pesar de las reformas llevadas a cabo, sigue siendo una realidad que probablemente se agravará si las medidas que se acuerden en la UE para impulsar la recuperación tras la Covid-19 son insuficientes o se toman de forma descoordinada o segmentada en función de los propios intereses de los Estados Miembros.

Los sesgos nacionales al ahorro y a la inversión siguen persistiendo, y su presencia en nuestros mercados priva a los ciudadanos y a las empresas europeas de los beneficios de acceder a un gran mercado financiero único. Se trata de un objetivo prioritario para afrontar esta grave situación que amenaza no solo el desarrollo de la UE sino también a sus fundamentos.

CUADRO 1

Price-based and quantity-based composite indicators of financial integration. Quarterly data
(price-based indicator: Q1 1995 – Q3 2019; quantity-based indicator: Q1 1999 – Q2 2019)



Fuente: BCE



2.5. ECONOMÍA DIGITAL

Por último, es de destacar como un elemento clave sobre el que hay que actuar sin demora, el hecho de que Europa ha realizado tras la crisis de 2008 una inversión insuficiente en conocimiento, investigación y tecnología frente a la realizada por otros países como Estados Unidos y China que les ha situado en el liderazgo mundial de la economía digital frente a una Europa esclerotizada. Una buena muestra de esta situación es que son muy pocas las empresas europeas que se sitúan entre las grandes empresas mundiales -tanto por beneficios como por capitalización-.

El próximo presupuesto europeo debe inexcusablemente dedicar recursos para revertir esta situación, transformar la economía y situar a nuestras empresas en una posición más favorable para competir.

Pero con una política monetaria limitada, que ya tiene poco margen de maniobra, y los recursos que será necesario destinar a superar la emergencia sanitaria (a través de los mecanismos extraordinarios que deberán aprobarse), los gobiernos solo pueden recurrir a una política fiscal más expansiva (que habría de apoyarse en el Banco Europeo de Inversiones para su implantación y apalancamiento de la inversión privada) para abordar la transición digital, al tiempo que fomentar la cohesión, incrementar la productividad y atender a las demandas sociales. Una opción no pacífica que crea enfrentamientos y posturas divergentes entre los Estados miembros y supone un gran desafío para las nuevas instituciones europeas.

3. LAS INSTITUCIONES

Con las elecciones europeas de mayo 2019

dio comienzo la novena legislatura⁷ del Parlamento Europeo en la que, por primera vez desde que en 1979 los eurodiputados empezaron a ser elegidos por sufragio directo, el grupo del Partido Popular Europeo y los Socialdemócratas no suman mayoría absoluta, lo que implica que será preciso que alcancen consensos con otros grupos -verdes, euroescépticos,...- para lograr acuerdos.

Asimismo, el 2 de julio de 2019, el Consejo Europeo eligió a Charles Michel como su nuevo presidente y propuso a Ursula von der Leyen como candidata a presidenta de la Comisión Europea (CE) -posteriormente ratificada por el Parlamento-. Asimismo, Christine Lagarde fue designada en noviembre de 2019 presidenta del Banco Central Europeo (BCE) por un periodo de ocho años no renovables.

La UE cuenta, por tanto, con un colegio de comisarios nuevo y con unas instituciones renovadas que deberán hacer frente a un nutrido número de retos, amenazas y desafíos. Entre todas ellas, encontrar una respuesta coordinada, solidaria y única a la crisis sanitaria es, sin duda, el reto más inmediato, urgente e importante al que hay que dar respuesta.

Pero la vida sigue y simultáneamente con el reto de dar respuesta a la alarma sanitaria, las instituciones europeas deberán abordar otras cuestiones de relevancia, en los ámbitos que desde este Observatorio se vienen siguiendo tales como el mercado único y el reforzamiento del proyecto europeo. Se trata, en unos casos, de materias que vienen arrastradas de la legislatura anterior -como la consolidación de la Unión Bancaria (que necesita una revisión de las ineficiencias del mecanismo único de resolución y dar forma al tercer pilar con un sistema de garantía de depósitos común) o el desarrollo de la Unión de Mercado de Capitales

⁷ La duración de la legislatura es de cinco años, hasta 2024.



(UMC)- así como, en otros casos, de cuestiones de naturaleza distinta que afectan a la gobernanza europea y resultan de gran relevancia para asegurar el afianzamiento de la Unión.

Además, para completar el cúmulo de dificultades, el 31 de enero de 2020, apenas iniciada la legislatura, se materializó la salida del RU de la UE⁸, dando origen a la difícil tarea para la CE y para el Consejo Europeo de (i) negociar y acordar, en primer lugar y antes del 31 de diciembre de 2020, el marco de relaciones entre ambas partes tras la separación y (ii) posteriormente gestionarlo en ámbitos tan variados y controvertidos como los intercambios comerciales, la unión aduanera o la capacidad regulatoria, entre otros.

3.1 PRINCIPALES RETOS

La UE, por tanto, en una situación frágil desde el punto de vista político, en la que solo Francia y Bélgica cuentan con gobiernos mayoritarios, y en lo económico -con una recesión en ciernes, elevado desempleo, elevada deuda pública y baja inflación-, tiene ante sí un amplio programa de reformas que afrontar. Su primer desafío será defender -frente al proteccionismo, la proliferación de movimientos fuertemente euroescépticos, los flujos migratorios, las protestas sociales, los populismos, la insolidaridad entre Estados miembros ante la crisis y los crecientes desafectos con el proyecto europeo- la propia existencia de la UE que constituye el marco esencial e imprescindible para afrontar los retos que la coyuntura presenta⁹.

⁸ Esta circunstancia ha supuesto que el Parlamento europeo pierda 46 escaños (pasa de 751 a 705 escaños) y que a España le correspondan 5 diputados más.

⁹ El Presidente francés Emmanuel Macron ha manifestado en la reciente 56ª Conferencia de Seguridad de Múnich que “Europa corre el riesgo de convertirse en un continente que no cree en su futuro”.

Una UE fuerte, cohesionada, con una voz única y con un mercado robusto e integrado es el punto de partida para poder jugar un papel preponderante en un mundo global e interconectado. Una UE, en fin, en la que impere el multilateralismo, se generen economías de escala y de alcance y existan instituciones sólidas y reglas globales que vigilen el juego limpio. Un gran desafío para las nuevas instituciones europeas.

Y entre tantos desafíos, hemos de destacar dos retos principales que deben ser abordados por las instituciones europeas en la nueva legislatura y que hay que añadir a la ya de por sí ingente tarea de impulsar la recuperación tras la salida de la crisis sanitaria:

a) En primer lugar, la aprobación del Marco Financiero Plurianual para el periodo 2021-2027 -el primero que no contará con la aportación del RU hasta ahora contribuyente importante al mismo- al que los Estados miembros se enfrentan divididos. Por un lado, los partidarios de un presupuesto expansivo (entre los que se encuentra España) que mantenga las dotaciones de programas anteriores. Frente a ellos los Estados que defienden un presupuesto restrictivo con menores dotaciones.

Sea cual sea el Marco Financiero Plurianual que finalmente se apruebe, la UE debe establecer un plan inversor que propicie una economía verde y circular, y el desarrollo de la innovación y la investigación. Un plan que impulse la transición energética y la transición digital, hacia las que deben destinarse recursos con el objetivo de conseguir una Europa más sostenible e inclusiva y un mercado digital que estimule la competitividad de las empresas europeas y vigorice la *ciberseguridad*.

- En lo referente a la transición digital, la UE tiene ante sí el reto de recuperar el terreno perdido durante la última década.



da. Europa se enfrenta a este desafío fragmentada en un mundo digital e intangible en el que la escala es un elemento cada vez más importante. La UE se está quedando atrás en el desarrollo de aplicaciones y tecnología que mejoren la eficiencia de los procesos productivos, principalmente en sectores de crecimiento en los que impera la innovación tales como la genómica, la computación cuántica y la inteligencia artificial. Un informe recientemente publicado por McKinsey Global Institute (MGI) “*Innovación en Europa: Cambiando el juego para recuperar una ventaja competitiva*”¹⁰ así lo corrobora al afirmar que *en comparación con otras regiones, Europa se ha quedado rezagada en innovación, especialmente en la adopción de tecnologías digitales*.¹¹

- En cuanto a la sostenibilidad, medio ambiente y transición energética, el reto no es menor. De hecho, la CE ya ha dado importantes pasos en esta materia.

¹⁰ <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Featured%20Insights/Innovation/Reviving%20innovation%20in%20Europe/MGI-Innovation-in-Europe-Discussion-paper-Oct2019-vF.ashx>

¹¹ Según el citado informe, el gasto en investigación y desarrollo de Europa en 2017 (2,06% del PIB) fue similar al de China (2,13%) pero inferior al de Estados Unidos (2,78%). Si se desglosa esta cifra en la parte correspondiente al sector público y al privado, Europa tuvo el gasto público más alto en I+D respecto al gasto total del sector público mundial (23 %), seguido de Estados Unidos (21%). Sin embargo, la inversión en I+D del sector privado representa solo el 19% del total mundial, detrás de China (24%) y los Estados Unidos (28%).

El informe señala que la financiación en I+D de las empresas europeas se dirige a segmentos tradicionales en lugar de a los más innovadores (hardware en lugar de software, o productos farmacéuticos tradicionales en lugar de biotecnología). El gasto en I+D de las empresas de software y servicios informáticos en 2018 ascendió a solo el 8% del total mundial, en comparación con el 11% de las empresas chinas y el 77% de las estadounidenses.

- Así, en mayo 2018 aprobó un Plan de Acción para impulsar las *finanzas sostenibles*¹² cuya piedra angular es la creación de un marco propicio, con instrumentos y estructuras adecuados que las estimulen.

El Plan de Acción pretende (i) reorientar los flujos de capital hacia inversiones sostenibles, (ii) integrar los riesgos climáticos y ambientales en la gestión de los riesgos financieros y (iii) aumentar las oportunidades de influir positivamente en la sostenibilidad para los ciudadanos, las instituciones financieras y las empresas, ampliando el horizonte temporal de las actividades financieras y económicas.

Las primeras iniciativas regulatorias derivadas del Plan de Acción se concretan en tres propuestas de Reglamentos relativos a (i) el establecimiento de un sistema de clasificación armonizado para facilitar las inversiones sostenibles (taxonomía), (ii) las actividades y la supervisión de los fondos de pensiones de empleo (modificación de la Directiva 2016/2341) y (iii) la creación *de* nuevas categorías de índices que incluyan los de bajo carbono y de impacto positivo sobre las emisiones (modificación del Reglamento de *Benchmarks*).

En el escenario final, una vez las iniciativas anteriores sean implantadas, una gran mayoría de los procesos de gestión, comercialización y control realizados por los intermediarios y gestores financieros se verán afectados. Así, por ejemplo, procesos tales como (i) el control de riesgos inherente a la gestión, selección de activos y asesoramiento so-

¹² Esta iniciativa tuvo su origen en el Acuerdo de París sobre cambio climático de 2016.



bre inversiones, (ii) la venta de productos financieros e identificación de inversores idóneos y (iii) la composición de los índices de sostenibilidad, deberán ser reconsiderados para incluir criterios medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en su desarrollo.

- Como complemento del Plan acción, la CE ha presentado en diciembre 2019 el Pacto Verde Europeo (*Green Deal*), con el objetivo de reforzar significativamente la actividad de la UE a este respecto, transformando los retos en materia de clima y medio ambiente en oportunidades en todas las áreas de actuación y haciendo que la transición sea justa e integradora para todos.

El Pacto incorpora un plan de acción con propuestas que afectan a todos los sectores de la economía (transporte, energía, agricultura, siderurgia, cemento, textil, productos químicos,...) para impulsar el uso eficiente de los recursos mediante el paso a una economía limpia y circular y detener el cambio climático, revertir la pérdida de biodiversidad y reducir la contaminación.

Como primer paso, la idea de la CE es transformar esta iniciativa en norma aprobando una Ley Climática Europea que irá acompañada de otras propuestas estratégicas para fijar una senda realista con el objetivo de 2050: (i) Estrategia sobre Biodiversidad para 2030, (iii) Nueva Estrategia Industrial, (iv) Plan de Acción de la Economía Circular, así como (v) otras propuestas para la alimentación sostenible y para una Europa sin contaminación.

- En abril de 2020, la CE ha hecho pública una consulta para recoger puntos de vista y opiniones de los ciudadanos, autoridades públicas -incluidos los Esta-

dos miembros- y organizaciones privadas para desarrollar la nueva estrategia. La consulta contiene preguntas sobre una gran variedad de temas tales como la promoción de inversiones sostenibles entre clientes minoristas y la posibilidad de establecer una categoría “marrón” en la taxonomía.

Tanto el Plan de Acción como las propuestas del Pacto Verde Europeo son iniciativas que pretenden hacer que Europa asuma el liderazgo mundial en esta materia pero requieren inversiones multimillonarias (la CE estima que alcanzará el 1,5% del PIB europeo de 2018) que deberán ser cubiertas por los sectores público y privado con el apoyo del Banco Europeo de Inversiones y del Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas (FEIE)¹³.

La crisis del Covid-19 ha acrecentado la necesidad de perseguir estos objetivos en la confianza de que un sistema financiero más sostenible contribuirá a mitigar los riesgos medioambientales y a apoyar la prevención de este tipo de pandemias. Pero al mismo tiempo, serán necesarias ingentes inversiones para estimular la recuperación lo que aumentará la presión sobre el Marco Financiero Plurianual europeo y hará que haya que priorizar el destino de los fondos disponibles. Algunas voces comienzan a anunciar que las iniciativas ESG que a corto y medio plazo son intensivas en gasto por parte del sector público y privado pueden sufrir retrasos para priorizar aquellas otras medidas que, independientemente de su impacto medioambiental, ayuden a reactivar la economía en el corto plazo.

¹³ El Fondo, creado en julio de 2015, es una entidad diferenciada y una cuenta independiente gestionada por el Banco Europeo de Inversiones (BEI) y pretende movilizar financiación pública con cargo al presupuesto de la UE, para atraer la inversión privada hacia una amplia variedad de proyectos emprendidos en la UE.



b) Salida del Reino Unido de la UE (*Brexit*)

La separación del RU de la UE se produjo de facto el pasado 31 de enero, si bien, en la práctica, seguirá siendo miembro del mercado único y de la unión aduanera hasta finales de 2020.

Durante este periodo de transición, deben negociarse las condiciones que regirán las futuras relaciones entre ambos. Aunque de todas las materias negociadas el acuerdo comercial se lleva el protagonismo, hay también otras cuestiones clave en la mesa de negociación como la seguridad, la participación del RU en el sistema de orden de detención europea, el acceso a los caladeros británicos (aunque la pesca solo representa el 0,1% de la economía británica, es una reivindicación cargada de simbolismo para los euroescépticos), los flujos migratorios o la inclusión de Irlanda del Norte en el territorio aduanero del RU manteniendo su alineación con la UE en productos agrícolas y manufacturados.

Salvo que finalmente la negociación conduzca a una situación de cierta equivalencia jurídica a la de la pertenencia de pleno derecho del RU a la UE, la separación modificará de forma relevante el statu quo vigente hasta ahora y tendrá gran impacto sobre la economía y mercados europeos.

La posición negociadora de ambas partes está desequilibrada. El Gobierno británico la afronta con una posición fuerte y con el control de la Cámara de los Comunes. En la UE, por el contrario, deben ponerse de acuerdo intereses muy variados con posiciones políticas divergentes y en ocasiones contrapuestas.

La pretensión del RU es cerrar un acuerdo de libre comercio inspirado en el modelo canadiense, a lo que la UE responde que siendo el volumen de comercio que mantiene con el RU muy superior a sus intercambios comerciales con Canadá sería precisa una igualdad en competencia y una convergencia regulatoria

(*level playing field*), con los estándares de la UE como punto de referencia.

El objetivo subyacente de la UE es evitar que RU inicie una carrera fiscal o regulatoria a la baja o simplemente que propicie un trato regulatorio o supervisor asimétrico en su relación con la UE para lo que propone una alineación de los estándares de uno y otro país en materia social, medioambiental, competencia y ayudas de estado, que impidan distorsiones comerciales y ventajas competitivas injustificadas para las empresas británicas.

Pero el RU ya ha manifestado que no aceptará ningún pacto que le obligue a alinear sus leyes con las de la UE¹⁴ ni tampoco el papel del Tribunal de Justicia europeo como árbitro. Además, se niega a extender el plazo previsto para cerrar la negociación e incluso quiere reducirlo si antes de que finalice el primer semestre de 2020 no hubiera avances. En ese caso, la relación entre el RU y la UE se regularía tan sólo bajo los parámetros de la Organización Mundial del Comercio. El plazo, por tanto, es breve y la tarea para la CE prioritaria.

Por lo que refiere a los servicios financieros y los mercados de capitales, hay que recordar que el RU representa un 15% del PIB europeo y que cuenta con un potente y eficaz mercado de capitales -el mayor de Europa- del cual las empresas e intermediarios financieros de la UE se han beneficiado en las últimas décadas. La separación del RU es, por tanto, muy relevante y no solo por la propia pérdida para la UE de un área de negocios importante sino también por el precedente que crea.

En particular, se verá muy afectada la

¹⁴ El Gobierno del RU ha manifestado en su documento base para la negociación del acuerdo (*The future relationship with the UE*) que “no aceptará ninguna obligación de que sus propias leyes se alineen con las de la UE”.



Unión del Mercado de Capitales (UMC) cuyo objetivo general es conseguir en la UE mercados eficientes y competitivos en todos sus aspectos y, en particular, diversificar las fuentes de financiación de las empresas europeas, ofreciendo otras alternativas a la financiación bancaria.

Parece improbable que las infraestructuras de contratación y negociación del RU puedan seguir manteniéndose como parte integrante de la UMC, tal como las autoridades europeas han venido pretendiendo, ya que ello requeriría que se acordara al mismo tiempo que tales instituciones fueran supervisadas por instituciones comunitarias en lo referente a los instrumentos financieros en euros que fueran negociados en ellos, lo cual, como se ha mencionado anteriormente, está alejado de los puntos de partida del RU. Esta circunstancia supondrá una merma de la capacidad operativa de las empresas europeas ya que tendrán más dificultades para acceder a un mercado con un volumen de operaciones y una tipología de inversores muy superior a la del resto de mercados de la UE.

Y en lo referente a los servicios bancarios y de inversión, las entidades británicas perderán su facultad de actuar en el mercado único de la UE en régimen de libre prestación de servicios (a partir de ahora será precisa la previa declaración de equivalencia por parte de la CE) o mediante sucursal (que solamente será posible hacerlo mediante autorización previa). Recíprocamente, las entidades comunitarias no podrán prestar servicios en el RU en régimen de libre prestación. Y esta restricción del mercado disponible para competir libremente llega en un momento de debilidad de la banca europea, con rentabilidad y ratios de eficiencia bajos y una situación vulnerable a unos tipos de interés próximos a cero que parece va a extenderse por algún tiempo.

4. CONTENIDO DEL INFORME

Esta edición del Informe consta de dos trabajos con un enfoque centrado en el efectivo impacto de la regulación sobre los modelos de negocio y sobre la industria financiera en dos ámbitos diferentes (i) los mercados y (ii) la innovación.

El estudio se ha realizado mediante la formación de un grupo de trabajo para cada uno de los temas, en los que participan representantes de la industria y del supervisor.

4. A. *SEGUIMIENTO DE LA IMPLEMENTACIÓN Y EFECTOS DE LA REGULACIÓN EUROPEA SOBRE LOS MERCADOS SECUNDARIOS*

El análisis realizado por este grupo de trabajo ha sido coordinado por Ignacio Santillán, Director General de la Gestora del Fondo de Garantía de Inversiones. Han participado en él representantes de intermediarios, mercados, gestoras, depositarios y del supervisor¹⁵.

El objetivo del análisis realizado es el de profundizar en las conclusiones del trabajo elaborado en 2018 con un mismo enfoque práctico.

Si bien el tiempo transcurrido desde la implantación de las principales normas examinadas era corto, en el estudio de 2018 se analizaron las implicaciones prácticas de las principales novedades regulatorias implantadas en los meses anteriores. Se identificaron los impactos más relevantes sobre (i) los mer-

¹⁵ Participan en este grupo de trabajo Javier Ferrer y Nick Henderson de Ahorro Corporación Financiera; Alfredo Oñoro de Cecabank; Georgina Sierra y Santiago Domingo de Solventis; Domingo García Coto y Carlos López Marqués de BME; Javier Ruiz del Pozo y Raúl Navarro de CNMV; Victor Colino de Banco Santander; Alberto Aguirre de Grupo CIMD; Pedro Garnica de Alantra equities.



cados -de Renta Fija, de Renta Variable y de Derivados- y la post negociación, sobre (ii) los intermediarios -ofreciendo conclusiones sobre el perfil que podría sobrevivir en este escenario-, y sobre (iii) los costes de transacción, valorando la incidencia de su notable incremento sobre la financiación empresarial, la rentabilidad de las inversiones, los inversores y los modelos de negocio.

Desde entonces, el marco regulatorio y supervisor se ha mantenido esencialmente igual aunque (i) se han publicado nuevos documentos por parte de la CE y de ESMA con la finalidad de revisar algunos elementos de la regulación (relativos a la transparencia pre y post negociación y estructura de mercado), (ii) se han producido algunas reacciones de los reguladores con la finalidad de corregir determinados fallos de la normativa aprobada y (iii) se han tomado medidas orientadas a mejorar la calidad de datos. Adicionalmente se han publicado análisis y propuestas de asociaciones profesionales, reguladores y supervisores cuyo estudio permite identificar mejor las cuestiones relevantes, las diferentes posiciones frente a ellas y las potenciales vías de actuación que pueden seguirse.

De acuerdo con todo lo anterior, el trabajo de 2019 de este grupo se ha centrado en el análisis de:

- La negociación en los mercados.
- Los efectos sobre los intermediarios.
- La financiación de Pymes a través de los mercados.
- Las consecuencias de la desagregación (*unbundling*) en la actividad de análisis.
- La problemática de los datos.
- La post negociación.

Adicionalmente, se hace en el trabajo una breve referencia al *Brexit*.

El trabajo mantiene la visión positiva sobre la bondad de la regulación ya implantada que ya estaba en las conclusiones de 2018, si bien se mencionan ciertos aspectos que se considera están teniendo consecuencias no deseables. Por ejemplo, en cuanto a los efectos sobre los intermediarios, se señala que la transformación experimentada por el mercado ha supuesto cambios importantes en el marco de actuación de los participantes e incrementos significativos de las inversiones necesarias para mantener modelos de negocio rentables, achacando este hecho a diversas circunstancias que se enumeran en el informe del grupo de trabajo. Ello ha exigido un esfuerzo de adaptación cuya utilidad marginal es cada vez más pequeña, y ha afectado de forma relevante al negocio de los pequeños y medianos operadores.

Las conclusiones del grupo de trabajo hacen también referencia a algunas normas que han causado un efecto contrario al perseguido y generado en ocasiones iliquidez o fragmentación en el mercado con los consiguientes efectos negativos.

4. A.1. Principales conclusiones

El grupo de trabajo comparte los objetivos declarados en la normativa MIFID II y MIFIR en lo referente al incremento de la transparencia, la mejora del proceso de formación de precios y la devolución de la negociación OTC a los mercados organizados. No obstante, el análisis realizado concluye que los objetivos no se están alcanzando.

La implantación de la nueva normativa ha supuesto una notable alteración de las estructuras del mercado con impacto general tanto en la renta variable como en renta fija y derivados, y con implicaciones colaterales sobre los intermediarios, las infraestructuras y los costes operativos.



4. A.1.1. La negociación en los mercados

Transcurrido ya algún tiempo desde la implantación de MiFID II se aprecian como principales efectos (i) un incremento de la fragmentación de la negociación en renta variable y (ii) un debilitamiento del proceso de formación de precios.

Ambos efectos son dos caras de la misma moneda.

- La excesiva fragmentación del mercado es achacable, presumiblemente, a la existencia de múltiples sistemas alternativos de negociación y al incremento del volumen negociado en ellos y en operaciones fuera de mercado (OTC, *dark pools* e *Internalizadores Sistemáticos-IS*¹⁶).
- Como consecuencia inmediata de dicha fragmentación se produce una reducción del porcentaje del volumen de negociación que contribuye a la formación de precios. A ello hay que añadir una significativa dependencia de las plataformas de negociación respecto de los precios formados en los mercados regulados.

En particular, destaca el incremento porcentual de la operativa que se realiza a través de los IS, cuyo peso actual es superior al esperado y también al pretendido por la regulación. Posiblemente, a ello ha contribuido entre otras razones, la introducción del Mecanismo de Limitación de Volumen (*Double Volume Cap*) en MiFIR que ha propiciado que los IS estén atrayendo órdenes por debajo del tamaño estándar

¹⁶ En el mercado europeo más del 50% del volumen contratado se hace a través de sistemas que no contribuyen a la formación de precios de forma pre-transparente como son los IS, los *Dark Pools* o el OTC. En Estados Unidos y China en cambio los porcentajes negociados fuera de mercados organizados son muy inferiores.

de mercado y que las órdenes de gran volumen se ejecuten a precios alejados del punto medio de la horquilla.

Ello lleva al Grupo de trabajo a reconocer la necesidad de revisar el Mecanismo de Limitación de Volumen que, por otra parte, ya ha iniciado ESMA a través de un documento sometido recientemente a consulta.

Asimismo, ESMA y la CE han tomado ya algunas iniciativas dirigidas a corregir todos los efectos apuntados en el trabajo del grupo, por lo que puede afirmarse que la ordenación de la negociación en la renta variable se encuentra, a fecha de hoy, en proceso de revisión y ajuste.

4. A.1.2. Efectos sobre los intermediarios

En el Informe de 2018 el grupo de trabajo puso de manifiesto que un posible efecto de la regulación era que solo intermediarios de gran tamaño podrían mantener un modelo de negocio rentable, lo que representaría una probable reducción del número de operadores en detrimento de proyectos pequeños y especializados sin suficiente capacidad financiera para afrontar las nuevas exigencias. En opinión del grupo esta posibilidad se está confirmando y viene motivada por las siguientes causas:

- los menores ingresos y los altos costes e inversiones en tecnología necesarios para adaptarse a las nuevas exigencias en un mercado ya muy maduro;
- la consecuente reducción de márgenes que implica que solo las entidades capaces de desarrollar un negocio basado en volumen puedan ajustar sus cuentas de resultados;
- la reducción del tamaño del mercado;



- el incremento de la carga regulatoria.

Ante esta situación de reducción de márgenes e ingresos, los intermediarios están incrementando su dedicación al negocio de operaciones corporativas, donde pueden encontrar refugio para desarrollar una actividad rentable que forma parte de su programa de actividades. Esta tendencia les hará jugar un papel relevante en la preparación, análisis y provisión de liquidez a las Pymes que optan por acudir a los mercados de capitales para encontrar una alternativa a la financiación bancaria, pero les aleja de lo que es la actividad central del intermediario.

En opinión del grupo de trabajo, esta situación pone de relevancia la importancia de la aplicación del principio de proporcionalidad como algo esencial y estratégico y debe ser objeto de atención por reguladores y supervisores dentro del proceso de desarrollo de la UMC. Es preciso evaluar los elementos que pueden incidir en la reducción o desaparición de operadores y hacer un análisis de los costes que la nueva regulación ha añadido al mercado frente a los beneficios que está generando, sin perder de vista el objetivo, que no es otro, que el de alcanzar mayores niveles de competencia e innovación en los mercados europeos.

4. A.1.3. La financiación de Pymes a través de los mercados

Uno de los principales objetivos de la UMC es ofrecer a las Pymes alternativas al crédito bancario, que hasta ahora ha sido su fuente principal de financiación. Y en aras de conseguir este objetivo, el acceso a los mercados de valores como fuente de financiación es una de las más atractivas alternativas.

Sin embargo, en las últimas décadas, las sa-

lidas a Bolsa o a los Mercados para Pymes en crecimiento (mediante OPV u OPS) se han venido reduciendo, tanto en número de operaciones realizadas como en cuanto al volumen de capital conseguido.

La razón hay que buscarla, probablemente, en los costes que hay que asumir para hacer una oferta pública, por un lado, y en las exigencias regulatorias para hacerlo y para mantenerse en el mercado por otro (información periódica, régimen de abuso de mercado, gobierno corporativo,...). Solo las empresas más grandes pueden asumir holgadamente estas exigencias. Adicionalmente, existe la idea generalizada de que el acceso al mercado podría suponer la pérdida de control de la empresa por parte del socio mayoritario y la merma de su posición competitiva cuando deba aplicar las normas de transparencia propias de una compañía cotizada.

Además, la creciente disponibilidad de liquidez en otras fuentes de financiación (como el capital riesgo y el *private equity*) ha posibilitado que las empresas medianas accedan a importantes cantidades de capital de forma privada haciendo menos atractivo el acceso a los mercados organizados. Incluso este aumento importante de la liquidez en los fondos de capital riesgo ha hecho que dirijan su mirada hacia las empresas cotizadas.

La situación descrita está lejos de ser la óptima y de la búsqueda por la UMC ya que aleja al ahorro minorista de la financiación de la economía productiva.

- Por un lado, porque la financiación a través de mecanismos de financiación privada (como el *private equity*) se centra en inversores institucionales y raramente está abierta a inversores individuales.
- Por otra parte, porque las exigencias normativas en materia de comercialización y colocación de productos en ofertas públi-



cas -reforzadas por MIFID II- han retraído la participación del inversor minorista en estas operaciones con la merma de liquidez que ello supone para la cotización. A ello se añade el desincentivo que significa el alto nivel de litigiosidad que sufren los intermediarios en relación con inversiones que involucran a clientes minoristas cuando se trata de valores poco líquidos, con mayores elementos de riesgo.

De hecho, la UMC se encuentra en revisión para encarar una nueva fase en la que tras la constatación de que no se ha conseguido modificar sustancialmente la proporción de financiación procedente del mercado en la UE y que las empresas siguen financiándose mayoritariamente a través de canales bancarios, destaca como objetivo relevante la reversión de esta situación y la agilización de mecanismos que favorezcan el acceso de las Pymes a los mercados de capitales.

En este sentido, la CE ha anunciado la creación de un fondo especializado, con una inversión inicial pública que pueda ser complementada por inversores privados. El objetivo es suscitar el interés entre las Pymes por acceder a los mercados secundarios de valores, lo cual supondría, si la iniciativa tuviera éxito, un aumento de la liquidez disponible para pequeños emisores y la creación de un entorno de financiación más favorable.

Adicionalmente, el grupo de trabajo considera muy relevantes para el incremento del número y volumen de empresas que acceden a los mercados regulados algunas de las iniciativas adoptadas en otros países de la UE. Así, por ejemplo, medidas aprobadas en Reino Unido, Francia e Italia, que incluyen beneficios fiscales, están teniendo un impacto apreciable sobre el objetivo de favorecer la financiación, crecimiento y salida a mercado de las Pymes.

4. A.1.4. *Las consecuencias de la desagregación (unbundling) en la actividad de análisis*

En opinión del equipo de trabajo, la obligación de separar la actividad de análisis de la de intermediación ha tenido algunos efectos negativos. Se ha producido una reducción en el número de entidades que realizan esta actividad y los que la siguen prestando han dedicado menores presupuestos a ello, eliminando del alcance de su actuación la cobertura de los emisores más pequeños¹⁷. Como posible efecto positivo, con carácter general, se ha rebajado su coste, si bien el Grupo de consulta se pregunta si la rebaja es solo de coste o también de calidad.

La consecuencia es que los inversores cuentan con menos elementos de información para tomar sus decisiones de inversión y que los emisores más pequeños se enfrentan a una menor visibilidad y a una reducción de su liquidez en el mercado. Ante esta realidad, los emisores comienzan a encargar análisis pagado (*sponsored research*) en un intento de no desaparecer del foco de los inversores, ofreciendo así oportunidades de negocio para los pequeños intermediarios y analistas independientes. Por contra, esta vía genera mayores conflictos de interés.

Ante esta situación, el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y Bolsas y Mercados Españoles (BME) pusieron en marcha hace dos años el proyecto *Lighthouse* con el objetivo de incrementar el conocimiento del mercado sobre determinados valores con poca o nula información sobre sus fundamentales (valores huérfanos). *Lighthouse* elabora *research* sobre valores sin cobertura que ofrecen pro-

¹⁷ En enero de 2020 de las compañías del mercado continuo español había 29 sin cobertura de analistas y 14 con solo uno o dos. Fuente: Bloomberg. A ello hay que añadir las compañías negociadas en el MAB y en corros mayoritariamente no seguidas por los analistas.



yecciones financieras sobre el comportamiento de la acción, pero no precio objetivo ni recomendaciones. El resultado es muy positivo. En sus dos años de vida, *Lighthouse* ha emitido informes sobre trece compañías cotizadas sin seguimiento anterior, con el resultado de que tras su publicación se ha producido un incremento significativo del volumen negociado en los valores cubiertos.

En suma, la introducción del *unbundling* en la actividad de análisis está teniendo consecuencias negativas que, una vez más, van en contra de los objetivos buscados por la UMC y requieren atención del regulador.

Una reducción de la cobertura de análisis para los emisores de menor capitalización es potencialmente un límite para su interés para acceder al mercado y para mantenerse en él y supone una merma de la liquidez del valor.

4. A.1.5. *La problemática de los datos*

4. A.1.5.1. Rentas variables

La multiplicidad de sistemas de negociación y de proveedores de liquidez, realza la importancia de que los operadores, inversores y supervisores, puedan tener el acceso adecuado a datos de calidad a un coste razonable. Sin embargo, esto no se ha producido. La calidad de los datos y su coste sigue siendo un problema sin resolver, especialmente en lo que se refiere a la información de la operativa de los IS y operaciones OTC¹⁸.

a) Calidad de los datos

Las entidades obligadas siguen teniendo problemas para comunicar en tiempo y forma

las operaciones a un Agente de Publicación Autorizado (APA) -existen actualmente 22 en Europa- sobre todo en lo que referente a la identificación de las características específicas de cada operación (si el instrumento es o no líquido, si la operación es de gran volumen,...) así como en la determinación de quién (comprador o vendedor) tiene que informar de la operación.

Los APA, por su parte, encuentran dificultades para establecer controles efectivos sobre la información recibida. En la mayoría de casos solo pueden comprobar aspectos tales como que los precios no están alejados de los niveles observados en el mercado, que los campos no están en blanco o que las características informadas en cada operación no son incompatibles entre sí.

Como consecuencia, la información es remitida a los APA a destiempo por las entidades obligadas y, consecuentemente, los APA adolecen de puntualidad en la publicación de la información; además, con frecuencia, la información reportada tiene errores o duplicidades.

b) Accesibilidad

Con la finalidad de homogeneizar y ampliar las obligaciones informativas de los intermediarios en su operativa ejecutada fuera de centros de negociación, MiFID II introdujo la figura del Proveedor de Servicios de Suministro de Datos (PSSD) que incluye tres tipos de entidades distintas: el Agente de Publicación Autorizado (APA), el Sistema de Información Autorizado (SIA) y el Proveedor de Información Consolidada (PIC) -entidades que consolidan en un único flujo de datos global la operativa llevada a cabo en centros de negociación, sistemas alternativos y operaciones OTC-.

Mientras que los SIA tienen como objetivo canalizar la información de la operativa (ya sea de mercados o fuera de ellos) a los superviso-

¹⁸ Así lo pone de manifiesto ESMA en su informe sobre la evolución de los precios de la información, publicado de 5 de diciembre de 2019 (*MiFID II/MiFIR Review Report No. 1 on the development in prices for pre- and post-trade data and on the consolidated tape for equity instruments*, ESMA 70-156-1606).



res, los APA y los PIC deben dar publicidad a esa información con la finalidad de equiparar la transparencia de las operaciones ejecutadas fuera de los centros de negociación con la realizada en éstos.

Actualmente no existe ninguna entidad autorizada como PIC en la UE. Sin embargo, esta figura está difundida en Estados Unidos. La razón de que exista esta diferencia podría ser la mayor fragmentación de la negociación europea (170 centros de negociación de renta variable en Europa frente a 17 en Estados Unidos) o en las diferencias en la definición del concepto de mejor ejecución -solo referida al precio de ejecución en Estados Unidos frente a un mayor número de variables en la normativa europea-.

ESMA ha propuesto la creación de un PIC en tiempo real en Europa al objeto de obtener información integrada y mejorar la transparencia, pero al mismo tiempo es consciente -tal como señala en el documento citado en la nota 16 que ello requiere incrementar la calidad actual de los datos lo cual llevaría años conseguirlo.

c) Coste de los datos

El tercer aspecto de la problemática que se refiere a los datos es el del coste. El Reglamento MIFIR introdujo el concepto “Condiciones Comerciales Razonables”, que supone, entre otros aspectos, la obligación de los centros de negociación y de los PSSD de (i) publicar en sus webs los contenidos de sus productos de información y los costes incurridos; (ii) difundir la información de manera no discriminatoria; (iii) ofrecer sus servicios de manera desagregada; (iv) disociar los servicios de información de otros servicios ofrecidos y (v) establecer unas tarifas basadas en el coste de producción y divulgación de los datos.

A pesar de que estas condiciones se han cumplido con carácter general, ciertos partici-

pantes han manifestado la dificultad de comparar entre las distintas fuentes su metodología de costes y las tarifas aplicadas, así como su descontento por los elevados gastos en que incurren para acceder a la información, pidiendo incluso el establecimiento de controles o la intervención pública de los precios.

Los centros de negociación han reaccionado a estas quejas con diversos argumentos como que (i) sus ingresos por difusión de información solo han crecido un 1% anual entre 2012 y 2018, (ii) que las tarifas de acceso a la información solo representan un 15% del coste que paga el cliente final o (iii) que una mayor regulación de la difusión de información podría desincentivar la operativa en centros de negociación multilaterales y transparentes.

ESMA ha reaccionado en el marco de la revisión de MIFID II y MIFIR proponiendo que la regulación establezca el coste de los datos como base para fijar el precio aplicado a los usuarios, descartando la intervención de los precios de venta, si bien propone ahondar en prácticas armonizadas.

4. A.1.5.2. Renta fija

Los problemas de calidad, accesibilidad y costes señalados para la renta variable se dan también en el ámbito de la Renta Fija, con algunas peculiaridades:

- la creación de un PIC en este ámbito resulta aún más complicada por la mayor diversidad de fuentes y la heterogeneidad de datos disponibles.
- para los valores líquidos la información de que disponían los operadores previamente a la implantación de MIFID II y MIFIR era suficiente. Por tanto, es en el ámbito de valores menos líquidos donde más se ha sentido la falta de disponibilidad de datos de calidad con impacto sobre la función



de los creadores de mercado.

- si bien se aprecia un desplazamiento de la operativa de Renta fija en determinados activos hacia la negociación en mercados organizados, con mayores grados de transparencia, los datos que publican los centros de negociación sobre mejor ejecución no están siendo de utilidad para los operadores lo que les impide acreditar el cumplimiento de este principio y en consecuencia, operar más en estos mercados.

Al igual que para el caso de la renta variable, la integración de las distintas fuentes de datos es una asignatura pendiente.

4. A.1.6. La post negociación

El grupo de trabajo ha analizado en profundidad los efectos de las normas implantadas y de las que están en proceso de implantación en el ámbito de la post negociación. Se trata de un espacio en el que se dan altos niveles de competencia que afectan tanto a los Depositarios Centrales de Valores como a los intermediarios que prestan servicios de enlace entre sistemas y a los bancos centrales, incluido el sistema T2S y a los intermediarios activos en actividades de post negociación. En general, el escenario en este ámbito ha mejorado y los avances experimentados han sido muchos e importantes, pero han requerido un gran esfuerzo y cuantiosas inversiones por parte de los operadores y de las infraestructuras.

Desde el punto de vista de negocio, tanto desde la perspectiva de las entidades como de las infraestructuras, la evolución del mercado, con elevados costes operativos y reducción de márgenes, se orienta a modelos de crecimiento en volumen para mantener la rentabilidad. A esto se añade la previsible necesaria inversión adicional en nuevas tecnologías y en *ciberseguridad* en un futuro potencialmente cercano.

Todo ello lleva a pensar en procesos de integración o compra de negocio para crecer en volumen, en el futuro.

Aunque el camino recorrido ha sido largo, aún queda mucho por hacer. Son variados los ámbitos en los que la regulación y los procesos de armonización aún requieren esfuerzos adicionales y la dedicación de los operadores. Un ejemplo de ello es la regulación sobre disciplina en la liquidación de los Depositarios Centrales de Valores¹⁹ que pone la eficiencia en la liquidación en un primer plano de importancia y hará necesario que los diferentes sistemas analicen su eficiencia actual y revisen los elementos que pueden ayudar a su mejora.

Es un proceso arduo que se enfrenta a barreras de naturaleza regulatoria y a la falta de armonización europea de aspectos muy relevantes para su desarrollo como el régimen fiscal, el de propiedad o el concursal que siguen siendo trabas que deberán ser objeto de atención por las instituciones europeas para lograr un mercado competitivo y eficiente.

4. B. INNOVACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

El análisis realizado por este grupo de trabajo ha sido coordinado por Alfonso Ayuso Director de Regulación y *Public Policy* en Banco Sabadell -y anteriormente *Chief Innovation Officer*- y han participado en él un panel de especialistas en innovación financiera²⁰.

En este módulo se analizan las principales

¹⁹ Reglamento 909/2014, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n ° 236/2012.

²⁰ Componen este equipo de trabajo los siguientes expertos: Rodrigo García De la Cruz, CEO de Finnovating y Presidente de AEFI; Angel Nigorra, Director General de Bizum y Arturo McDowell, CEO de Eurobits.



tendencias referidas a la innovación financiera, entendiendo por tal aquellas acciones e iniciativas que conduzcan al desarrollo de nuevos productos, servicios o modelos de negocio en los mercados financieros.

En particular, en el trabajo se hace un análisis de los principales catalizadores para el desarrollo del sector en 2019 agrupados en cuatro bloques:

- La segunda directiva de servicios de pago (PSD2).
- Los Pagos Instantáneos.
- El *Sandbox* Regulatorio.
- Las Divisas Digitales.

Así, el trabajo se centra en primer lugar en analizar las consecuencias para la industria de la entrada en vigor -en septiembre de 2019- de los reglamentos asociados a PSD2 que han abierto la puerta al desarrollo de nuevos modelos de negocio asociados a los servicios de agregación de información de cuentas e iniciación de pagos. Se trata de modelos que podrán ser utilizados por un proveedor tercero (TPP, *Third party provider*) para construir una oferta de servicios basada en la información financiera del cliente y en la capacidad de los TPP de realizar transacciones sin necesidad de que sean realizadas desde las aplicaciones provistas por las entidades financieras.

Estos nuevos servicios, conocidos como *Open banking*, pueden ser construidos tanto por operadores ya establecidos en el mercado como por nuevos intervinientes en él.

4. B.1. PSD2 y *Open banking*

La idea de que un tercero pueda acceder a la información bancaria de una persona o empresa para tratarla y ofrecérsela desde otro lugar o servicio, con un conjunto de valores añadidos

que su banco no le estaba proporcionando, es revolucionaria, pero no es reciente. En realidad, los servicios que se asocian al concepto de *Open banking*, se remontan al año 1999.

Desde entonces, muchas entidades bancarias españolas han venido ofreciendo estos servicios superando innumerables barreras como, por ejemplo, el acceso generalizado a la banda ancha -que en los primeros años del desarrollo del *Open banking* no estaba extendido- o la falta de disposición de los usuarios a compartir información sensible con un tercero, que las redes sociales han contribuido a disipar. La Directiva PSD2 -que trata de fomentar la competencia y la transparencia a través de la innovación- ha posibilitado esta vía al permitir que terceras entidades accedan a las cuentas de pago de clientes en otras instituciones, sin menoscabo del nivel de seguridad.

A nadie sorprenderá que una regulación que obliga a la industria bancaria a publicar unas interfaces para compartir de manera gratuita con sus competidores uno de sus activos más valiosos, la información de clientes, no haya estado exenta de polémica. Por ello, el proceso de gestación de la directiva se ha prolongado durante más de tres años y los debates continúan tras la publicación del borrador final del Reglamento delegado (Reglamento PSD2).

El Reglamento PSD2 trata tres aspectos fundamentales: la autenticación reforzada, la comunicación segura y el intercambio de datos.

- Autenticación reforzada. Trata de determinar en qué situaciones es necesario un factor adicional para identificar de manera segura al usuario y qué características debe reunir éste. El Reglamento PSD2 considera que las circunstancias que requieren obligatoriamente la autenticación



reforzada²¹ son la realización de pagos desde una cuenta de pago y el acceso consultivo a la cuenta por parte del usuario.

No obstante, se establecen una serie de exenciones a la aplicación de la autenticación reforzada, como por ejemplo para los pagos inferiores a 50 euros en operaciones remotas o 30 euros en operaciones presenciales, recientemente ajustadas a 50 euros para facilitar el uso de medios totalmente *contactless* ante las restricciones impuestas por la pandemia. Es importante destacar que, en aras de fomentar la competencia entre las partes, las exenciones aplicables deben ser las mismas cuando el usuario opera directamente con su banco y cuando el usuario opera a través de un tercero.

- Comunicación segura. El Reglamento PSD2 obliga a los terceros a identificarse ante el banco de manera segura e inequívoca mediante la utilización de un certificado y, por otra parte, obliga a los bancos a poner a disposición de los terceros una interfaz para acceder a las cuentas de pago, ya sea para iniciar órdenes de pago o para consultar información. La interfaz puede ser dedicada exclusivamente al acceso a cuentas de pago por parte de terceros, o ser utilizada con otros fines como, por ejemplo, la banca electrónica.
- Intercambio de datos. El Reglamento PSD2 establece a qué datos y con qué frecuencia tienen acceso los TPP. Se ha de-

terminado que los bancos tienen que poner a disposición de los terceros la misma información de las cuentas de pago designadas y las operaciones asociadas a ellas que se haya puesto a disposición del usuario cuando accede directamente a través de su banco.

Como se ha indicado, se trata de una directiva compleja, que obliga a los bancos y a los prestadores de servicios -TPP- a realizar un esfuerzo muy importante para adaptarse al cumplimiento normativo. Como consecuencia de ello, los plazos de transición han resultado ser demasiado optimistas y ha sido necesario un cierto grado de flexibilidad supervisora para minimizar el impacto de esta transición.

4. B.2. Los pagos instantáneos

El *Open banking* ofrece un marco innovador que está revolucionando la industria financiera sobre la base de los nuevos servicios de pagos instantáneos desarrollados en el entorno europeo, los cuales en España cada vez tienen un grado de implantación más alto gracias entre otros, al crecimiento exponencial que está teniendo servicios como Bizum, desarrollado por las entidades bancarias españolas como un nuevo medio de pago. Estos servicios permiten que particulares y empresas puedan realizar pagos instantáneos y directos mediante transferencias bancarias y posicionarse, en cuanto a la inmediatez, al mismo nivel que otros actores extranjeros que dominan actualmente el mercado de pagos minoristas mediante cuentas de pago propias, superpuestas a las del sistema bancario.

4. B.3. Espacios de pruebas (Sandbox)

Tras su aprobación por el Consejo de Minis-

²¹ La autenticación reforzada requiere la combinación de dos de tres de los siguientes factores: (i) algo que el usuario conoce -una contraseña por ejemplo-, (ii) algo que el usuario tiene -un dispositivo móvil- o (iii) algo que el usuario es, como una huella dactilar, un reconocimiento facial o un reconocimiento de voz. Además, estos elementos deben ser independientes entre sí, es decir, a partir de uno no puede deducirse otro y si se trata de una operación *online*, debe haber un elemento extra relacionado inequívocamente con la operación concreta.



tros en febrero de 2020²², se ha publicado en el Boletín Oficial del Congreso de los Diputados el esperado proyecto de ley para la transformación digital del sistema financiero. En él se establece la creación de un espacio controlado de pruebas (*Sandbox*) que permita asegurar un marco jurídico adecuado para las innovaciones tecnológicas en el sector financiero. Se trata de “*facilitar que el proceso innovador contribuya a lograr un mejor acceso a la financiación de los sectores productivos, unos servicios financieros más eficientes y una mayor captación de talento en un entorno internacional altamente competitivo*”.

Posiblemente, el *Sandbox*²³ representa para las *Fintech* una de las mayores innovaciones en términos de regulación y supervisión, así como una de las mejores soluciones para acelerar su crecimiento, sin menoscabo del control de los riesgos que puedan afectar al consumidor final. Mediante el *Sandbox* se posibilita que tanto las empresas *Fintech* como las entidades financieras incumbidas puedan experimentar con desarrollos de software aún no comercializados, en un entorno de mercado real, controlado y supervisado.

El *Sandbox* propuesto por el regulador español incluye las dos posibles modalidades:

- Modalidad de exención, en la que las entidades *FinTech* pueden disfrutar de un periodo de pruebas en el que poder ir alcanzando los requisitos exigibles para la obtención de una licencia para operar.
- Modalidad de no sujeción, que permite

²² El texto previo es de febrero de 2019 cuando el Consejo de Ministros aprobó el Anteproyecto de Ley para la transformación digital del sistema financiero.

²³ Podría definirse como aquel entorno controlado o espacio seguro de pruebas en el que las *start-ups FinTech*, entidades financieras, aseguradoras, corporaciones o universidades puedan presentar proyectos innovadores a los supervisores y experimentar con nuevos desarrollos de software aún no comercializados.

que las entidades que realicen actividades no expresamente reguladas empiecen a probar sus productos en un espacio de pruebas seguro y controlado, permitiéndoles así lanzar este tipo de productos y servicios innovadores al mercado con el respaldo del regulador y con el consiguiente beneficio para el cliente final y para el propio mercado, aportando seguridad jurídica y confianza.

En definitiva, el *Sandbox* regulatorio en los términos formulados en el Anteproyecto de Ley cumple los cuatro grandes objetivos necesarios para fomentar la innovación financiera: (i) control y minimización de riesgos, (ii) mitigación y adaptación de la carga regulatoria que han de soportar los proyectos innovadores, (iii) creación de un espacio ideal para fomentar el desarrollo de la innovación y la colaboración entre partes interesadas y (iv) atracción de emprendimiento e inversión internacional.

El *Sandbox* podría convertirse en la piedra angular de la innovación financiera en España en los próximos años. Se trata de un proyecto ambicioso que, sin duda, una vez esté implantado, reportará muchas ventajas para el sector *FinTech* en España.

En primer lugar, permitirá contar con una regulación adaptada y proporcional a las necesidades de entidades en estados primigenios de desarrollo que supondrá tanto un revulsivo a su creación, como un abaratamiento de costes y reducción del tiempo necesario para el lanzamiento de sus productos y servicios.

En segundo lugar, favorecerá el aumento de la oferta y la calidad de servicios *FinTech* en España, creando una competencia efectiva en el mercado. Esto beneficiará en última instancia al consumidor final, ya que se abaratarán los precios y se mejorará el servicio.

Por último, la implantación del *Sandbox*, favorecerá la concentración del talento en Es-



pañña al encontrar aquí condiciones favorables para su crecimiento. Ayudará no solo al desarrollo de las *startups*, sino también a las empresas ya asentadas, permitiéndoles la expansión de sus capacidades y estrategias de innovación y el lanzamiento de nuevos productos y servicios más eficaces y eficientes.

4. B.4. Las Divisas Digitales

La aparición de la iniciativa Libra respaldada por 21 empresas a nivel mundial con el objetivo, según se establece en su documento fundacional, de *crear una moneda sencilla y global, y una infraestructura financiera que empodere a miles de millones de personas a través de una Blockchain descentralizada, una criptomoneda de baja volatilidad y una plataforma de contratos inteligentes*, ha contribuido a acelerar el análisis (i) sobre el uso de medios de pago digitales al margen de la infraestructura de pagos vigente y (ii) sobre la conveniencia o no de su adaptación y emisión por parte de los propios bancos centrales a través de las denominadas divisas digitales de banco central (CDBC -*Central Bank Digital Currencies*-).

Libra ha declarado de forma reiterada su compromiso de replicar las protecciones legales existentes para las divisas actuales, así como facilitar el cumplimiento normativo en términos de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación ilícita, así como del conocimiento del cliente. Por ello, si bien no se ha establecido formalmente bajo qué forma operaría en el ámbito de la UE, el diseño comunicado permitiría aventurar con poco margen de error que Libra podría ser considerada como dinero electrónico bajo la regulación europea y operaría bajo la estructura de una Entidad de Dinero Electrónico. Esta circunstancia se ha visto reforzada recientemente por la publicación de su versión 2.0 en la que se confirma que existirán versiones de Libra que repliquen 1:1 las

principales divisas que componen su reserva: dólar, euro, yen, dólar de Singapur y libra esterlina, abriendo su uso, sin riesgo de cambio, a los ciudadanos de las principales economías.

4. B.5. Impacto sobre la estabilidad financiera

Como corolario del análisis realizado en este módulo, en su último punto se analizan los impactos que el desarrollo de la innovación financiera, y en particular la puesta en marcha de los nuevos servicios, pudieran tener en la estabilidad del sistema financiero actual -basado en un modelo de reserva fraccionaria o de coeficiente de caja-, al introducir elementos propios de un modelo de reserva plena en el que los pasivos captados del público no puedan utilizarse para financiar la economía a través del sistema bancario. Este análisis, probablemente se ha vuelto muy relevante ante la nueva situación en el que se está utilizando el sistema bancario tradicional como canalizador de las ingentes ayudas financieras que está siendo necesario implantar de forma urgente por los principales países europeos. La ausencia de un mercado de capitales suficientemente desarrollado para asumir la canalización de ayudas a las pequeñas empresas está haciendo reflexionar sobre los impactos de un modelo basado únicamente en 'dinero seguro' o de *full reserve*.

CONCLUSIONES

Si las últimas ediciones de este Observatorio se han desarrollado en un entorno de incertidumbre, de crecientes desequilibrios económicos y de señales de ralentización del crecimiento en Europa, esta edición de 2020 se presenta en un momento en el que la UE se enfrenta a retos que eran inimaginables cuando se iniciaba el año, cuyos efectos, si no se afrontan con medidas drásticas, rápidas y coordinadas,



pueden resultar devastadores para la sociedad y para la economía europea e inasumibles desde el punto de vista financiero. Una situación grave para la UE que hay que abordar en un contexto frágil desde el punto de vista político, en la que solo Francia y Bélgica cuentan con gobiernos mayoritarios, y con crecientes desafectos con el proyecto europeo que amenazan su propia existencia.

Más que nunca, tienen vigencia y ganan relevancia las recomendaciones de este Observatorio acerca de la necesidad de avanzar hacia la consecución de un verdadero mercado único y de completar la Unión Monetaria Europea con (i) la Unión Bancaria (aún sin culminar), (ii) con la Unión del Mercado de Capitales (en construcción) y (iii) con una Unión fiscal y económica que facilite la adopción de acciones concertadas y la solidaridad entre Estados miembros ante situaciones de emergencia.

En esta coyuntura, las principales conclusiones alcanzadas en el trabajo realizado en esta edición del Observatorio son las siguientes:

EL CONTEXTO ECONÓMICO Y EL PROYECTO EUROPEO

- 1) La reparación de los daños causados por la emergencia sanitaria requerirá grandes esfuerzos económicos en la UE que, probablemente, deberán ser financiados con un presupuesto extraordinario que se dirija, con carácter inmediato, a paliar los efectos de la crisis y a estimular la recuperación. En particular, deben ser prioridades ineludibles de este presupuesto, las inversiones destinadas a (i) reforzar las medidas de contención del Covid-19 y apoyar el sistema sanitario, (ii) proteger a las personas y paliar las consecuencias negativas sobre el empleo, (iii) asegurar la liquidez de las Pymes con medidas fiscales y financieras,
- (iv) reducir el estrés del sistema financiero y evitar el contagio y (v) planificar la recuperación.
- 2) Paralelamente, la UE debe aprobar el Marco Financiero Plurianual -el primero que no contará con la aportación del RU hasta ahora contribuyente importante al mismo- que contemple un plan inversor para el periodo 2021-2027 en el que debe ser prioritario el desarrollo de la **innovación y la investigación** y el impulso hacia una economía más verde y circular. Un plan que estimule la transición energética y la transición digital, hacia las que deben destinarse recursos con el objetivo de conseguir una Europa más sostenible e inclusiva y un mercado digital que estimule la competitividad de las empresas europeas y vigorice la *ciberseguridad*.
- 3) Ambas transiciones han de ser partidas imprescindibles del plan inversor para el próximo septenio, por las siguientes razones:
 - Por un lado, Europa ha realizado en los últimos años una inversión insuficiente en conocimiento, investigación y tecnología frente a la materializada por otros países como Estados Unidos y China. Una buena muestra de ello es que son muy pocas las empresas europeas que se sitúan entre las grandes empresas mundiales -tanto por beneficios como por capitalización-. La UE se ha quedado atrás y debe recuperar el terreno perdido.
 - En lo referente a la sostenibilidad, el medio ambiente y transición energética, el reto no es menor. El Pacto Verde Europeo (*Green Deal*) promovido por la CE en diciembre 2019 persigue hacer de



Europa el primer continente climáticamente neutro en 2050 impulsando la economía, mejorando la salud y la calidad de vida de los ciudadanos y protegiendo la naturaleza, no dejando a nadie atrás. Un plan ambicioso para hacer que la UE sea el líder mundial en la lucha por revertir el cambio climático y frenar sus efectos.

- 4) La coincidencia del importante esfuerzo inversor que exigirá el restablecimiento de la situación tras el deterioro causado por la pandemia y la aprobación del Marco Financiero Plurianual, aumentará la presión sobre los Estados miembros y obligará a priorizar el destino de los fondos disponibles. El reto será acordar medidas que permitan paliar, reactivar y vigorizar a corto plazo la economía de la UE, sin perder el objetivo de avanzar hacia una economía más sostenible y digital. Al mismo tiempo, habrá que tener en cuenta los efectos de la crisis en las regiones y los sectores más afectados, renovando los programas clave para contribuir a su reparación y recuperación. Y todo ello debe hacerse con rapidez y de forma conjunta, evitando retrasos en las inversiones esenciales y garantizando que los recursos se dirijan allí donde sean necesarios.

LA UNIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES (UMC)

- 5) La UMC -que se inició en 2015 y alcanzó su fecha objetivo en 2019- ha implementado una parte importante de las medidas previstas en su plan inicial pero no ha conseguido incrementar sustancialmente -como era el objetivo- la proporción de financiación obtenida en los mercados de capitales. Las empresas europeas

siguen financiándose mayoritariamente a través de canales bancarios. Por esta razón, es preciso impulsar de forma decidida una nueva fase de la UMC con el fin de revertir esta situación y avivar los mecanismos que puedan abrir vías para incrementar la liquidez disponible por las empresas europeas, lo que resulta especialmente relevante tras el deterioro que con toda probabilidad les ocasionará la crisis del Covid-19.

INTEGRACIÓN FINANCIERA

- 6) A pesar de las reformas llevadas, que han sido analizadas en todas las ediciones de este Observatorio, la fragmentación del sistema financiero europeo sigue siendo una realidad que probablemente se agravará si las medidas que se acuerden en la UE para impulsar la recuperación tras el Covid-19 son insuficientes o se toman de forma descoordinada o segmentada en función de los propios intereses de los Estados miembros. Los sesgos nacionales al ahorro y la inversión siguen persistiendo, y su presencia en nuestros mercados priva a los ciudadanos y empresas europeas de los beneficios de acceder a un gran mercado financiero único. Se trata de un objetivo prioritario para afrontar esta grave situación que amenaza no solo el desarrollo de la UE sino también a sus fundamentos.

BREXIT

- 7) La separación del RU de la UE, que de facto se produjo el pasado 31 de enero, aún se encuentra en un periodo de transición -hasta finales de 2020- en el que deben negociarse las condiciones que



regirán las futuras relaciones entre ambas partes. Salvo que finalmente la negociación conduzca a una situación de cierta equivalencia jurídica a la de la pertenencia de pleno derecho del RU a la UE, la separación modificará de forma relevante el statu quo vigente hasta ahora y tendrá gran impacto sobre la economía y los mercados europeos.

8) El RU representa un 15% del PIB europeo y cuenta con un potente y eficaz mercado de capitales del cual las empresas e intermediarios financieros de la UE se han beneficiado en las últimas décadas. Su separación es, por tanto, muy relevante y no solo por la propia pérdida para la UE de un área de negocios importante sino también por el precedente que crea. En particular, se verá muy afectada la UMC, uno de cuyos principales objetivos es el de diversificar las fuentes de financiación de las empresas europeas favoreciendo el acceso a los mercados de capitales.

9) Y en lo referente a los servicios bancarios y de inversión, las entidades británicas perderán su facultad de actuar libremente en el mercado único de la UE y recíprocamente, las entidades comunitarias perderán la misma facultad. Y esta restricción llega en un momento de debilidad de la banca europea, con rentabilidad y ratios de eficiencia bajos y una situación vulnerable a unos tipos de interés próximos a cero que parece va a extenderse por algún tiempo.

LOS EFECTOS DE LA REGULACIÓN SOBRE LOS MERCADOS SECUNDARIOS

10) La implantación de la normativa MI-

FID II y MIFIR no ha alcanzado aún los objetivos buscados en lo referente al incremento de la transparencia, la mejora del proceso de formación de precios y la devolución de la negociación OTC a los mercados organizados. Más bien, su implantación ha supuesto una notable alteración de las estructuras del mercado con impacto general tanto en la renta variable como en renta fija y derivados, con implicaciones colaterales sobre los intermediarios, las infraestructuras y los costes operativos.

11) En los mercados de renta variable, se observa un incremento de la fragmentación de la negociación y un debilitamiento del proceso de formación de precios que, presumiblemente, puede deberse a la existencia de múltiples sistemas alternativos de negociación y al incremento del volumen negociado en ellos y en operaciones fuera de mercado.

12) Además, como consecuencia del fuerte impacto de la carga regulatoria y de los altos costes e inversiones en tecnología necesarios para adaptarse a las nuevas exigencias en un mercado ya muy maduro, solo intermediarios de gran tamaño podrán mantener un modelo de negocio rentable, lo que significará una probable reducción del número de operadores, afectando principalmente a proyectos pequeños y especializados.

13) Esta situación pone de relevancia la importancia de la aplicación del principio de proporcionalidad como algo esencial y estratégico. Es preciso que reguladores y supervisores evalúen los



elementos que pueden incidir en la reducción o desaparición de operadores y hagan un análisis de los costes que la nueva regulación ha añadido al mercado frente a los beneficios que está generando, sin perder de vista el objetivo que no es otro que el de alcanzar mayores niveles de competencia e innovación en los mercados europeos.

- 14) Las salidas de empresas a Bolsa -o a Mercados para Pymes en crecimiento- se han venido reduciendo en los últimos años, tanto en número de operaciones realizadas como en cuanto al volumen de capital conseguido. La razón hay que buscarla, probablemente, en los costes que hay que asumir para hacer una oferta pública, por un lado, y en las exigencias regulatorias para hacerlo y para mantenerse en el mercado por otro. Solo las empresas más grandes pueden asumir holgadamente estas exigencias.
- 15) Además, la creciente disponibilidad de liquidez en otras fuentes de financiación (como el capital riesgo y el *private equity*) ha posibilitado que las empresas medianas accedan a importantes cantidades de capital de forma privada haciendo menos atractivo el acceso a los mercados organizados. Pero esta vía se centra en inversores institucionales y raramente está abierta a inversores minoristas lo que ha supuesto el alejamiento de éstos de los mercados primarios. Además, las exigencias normativas en materia de comercialización y colocación de productos en ofertas públicas y el alto nivel de litigiosidad que sufren los intermediarios en relación con inversiones que involucran a clientes minoristas, refuerzan el citado alejamiento.
- 16) La obligación de separar la actividad de análisis de la de intermediación ha ocasionado una reducción en el número de entidades que realizan esta actividad y que los que la siguen prestando dediquen menores presupuestos a ello eliminando del alcance de su actuación la cobertura de los emisores más pequeños; una reducción que potencialmente es un límite para el interés para acceder al mercado de los emisores de baja capitalización. La consecuencia inmediata, contraria a los objetivos perseguidos por la UMC, es que los inversores cuentan con menos elementos de información para tomar sus decisiones de inversión y que los emisores más pequeños se enfrentan a una menor visibilidad y a una merma de su liquidez en el mercado.
- 17) La multiplicidad de sistemas de negociación y de proveedores de liquidez, realza la importancia de que los operadores, inversores y supervisores, puedan tener el acceso adecuado a datos de calidad a un coste razonable. Sin embargo, esto no se ha producido. La calidad de los datos, la accesibilidad a ellos y su coste sigue siendo un problema sin resolver, especialmente en lo que se refiere a la información de la operativa de los *Internalizadores Sistemáticos* y de las operaciones OTC.
- 18) Aunque el camino recorrido ha sido largo, aún queda mucho por hacer en el ámbito de la post negociación. Desde el punto de vista de negocio, tanto



en lo referente a los operadores como a las infraestructuras, la evolución del mercado, con elevados costes operativos y reducción de márgenes, se orienta a modelos de crecimiento en volumen para mantener la rentabilidad. A esto se añade la previsible necesaria inversión adicional en nuevas tecnologías y en *ciberseguridad*. Todo ello lleva a pensar en próximos procesos de integración o de compra de negocio para crecer en dimensión y en la mejora de la eficiencia.

INNOVACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

- 19) La prestación de servicios financieros basados en *los* principios que rigen las plataformas tecnológicas -y en la posibilidad de compartir con otros competidores la información de los clientes propios- se convierten al mismo tiempo en una amenaza y en una oportunidad para todos los participantes en el mercado. Cualquiera de éstos puede convertir la amenaza en oportunidad y viceversa. El reto será el de ser capaces de desarrollar servicios de valor que permitan capturar el interés del cliente e interactuar con él. En este entorno, las capacidades operativas (como la disponibilidad de información sobre un cliente) dejarán de ser una ventaja competitiva, al ser accesibles a terceros, y se favorecerá la competencia en beneficio de los usuarios y de la economía en general.
- 20) La Directiva de servicios de pagos (PSD2) y sus reglamentos de desarrollo han propiciado la aparición de nuevos modelos de negocio asociados a los servicios de agregación de información de cuentas e iniciación de pagos (*Open banking*). Se trata de modelos que podrán ser utilizados por un proveedor tercero (TPP) para construir una oferta de servicios basada en la información financiera del cliente y en su capacidad de realizar transacciones, sin necesidad de que éstas sean realizadas desde las aplicaciones provistas por las entidades financieras a sus clientes, sin menoscabo del nivel de seguridad.
- 21) Junto al *Open banking*, la oferta de servicios de pagos electrónicos e instantáneos desarrollados en el entorno europeo y en España (como Bizum), permiten que particulares y empresas puedan realizar pagos instantáneos y directos mediante transferencias bancarias y posicionarse, en cuanto a la inmediatez, al mismo nivel que otros actores extranjeros que dominan actualmente el mercado de pagos minoristas.
- 22) Los nuevos proyectos serán desarrollados por empresas que precisarán contar con entornos regulatorios adecuados que faciliten la innovación. La aprobación de un espacio de pruebas en el que las empresas puedan experimentar y desarrollar tecnologías novedosas y procesos innovadores bajo la supervisión de los reguladores (*Sandbox* regulatorio), ofrecerá este nuevo entorno necesario para su crecimiento.
- 23) De forma análoga, la aparición de nuevos instrumentos, como las divisas digitales, con escala suficiente para poder ser utilizadas por el público en general, podrían cambiar la evolución futura,



no solo del mercado de pagos, sino también del modelo en el que se basa el sistema financiero europeo.

- 24) En definitiva, la innovación, entendida como el conjunto de acciones e iniciativas que conduzcan al desarrollo de nuevos productos, servicios o modelos de negocio, está revolucionando la industria financiera. Los inversores y los usuarios de estos servicios -que como resultado de la innovación tendrán acceso a una nueva oferta de productos y a mejores precios- serán sin duda los colectivos más favorecidos por el aumento de la competencia y de la eficiencia que la implantación de procesos innovadores trasladará a los mercados financieros.