



INFORME Y CONCLUSIONES DEL OBSERVATORIO

Ramiro Martínez-Pardo del Valle.

Presidente de Solventis SGIIC, Vicepresidente del IEAF

Francisco Javier Zapata Cirugeda.

Compliance Officer y Director de Regulación, Banco Popular

Gloria Hernández Aler.

Abogada

Sara Gutiérrez Campiña.

Socia de finReg360

Alfredo Jiménez Fernández.

Director de Análisis y Estudios, Fundación de Estudios Financieros

1. EL OBSERVATORIO

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

les y reformas que acompañen sus medidas monetarias.

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

2. CONTENIDO DE LA PRESENTE EDICIÓN

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

3.2. *EL ESCENARIO DE INCERTIDUMBRE EN LA UE*

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

4. EL SECTOR BANCARIO

4.1. LA CONSOLIDACIÓN DE LA UNIÓN BANCARIA⁴

EL MECANISMO ÚNICO DE SUPERVISIÓN

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

EL MECANISMO ÚNICO DE RESOLUCIÓN

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



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

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

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

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

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

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

FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS

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

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

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

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

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

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



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

4.2. EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LOS BANCOS

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

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

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

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

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

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



de gestión, que debe ejercer el Consejero Delegado.

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

4.3. LA PROPUESTA EUROPEA DE REFORMA ESTRUCTURAL DE LA BANCA⁵

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

5. SERVICIOS FINANCIEROS MINORISTAS

5.1. EL MERCADO INTEGRADO DE SERVICIOS FINANCIEROS MINORISTAS⁸

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

El Green Paper se divide en cuatro secciones:

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

6. MERCADO DIGITAL

6.1. BANCA DIGITAL EN EUROPA

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

7. MERCADOS FINANCIEROS

7.1. ABUSO DE MERCADO

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

MAR introduce importantes novedades, entre las que cabe destacar:

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

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

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

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

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



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

7.2. LA REFORMA DE LA POSTCONTRATACIÓN EN ESPAÑA

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

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

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

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

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

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

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

Como aspectos básicos de esta reforma destacan:

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

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



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

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

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

7.3. PROPUESTAS PARA LA RECUPERACIÓN Y RESOLUCIÓN DE LAS ECC

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

tinar recursos públicos a la resolución de futuras crisis.

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

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

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

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

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



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

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

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

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

7.4. INICIATIVAS EUROPEAS SOBRE COVERED BONDS Y TITULIZACIONES¹⁴

COVERED BONDS

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

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

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

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

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



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

TITULIZACIONES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

8. LOS AVANCES EN EL ÁMBITO ASEGURADOR

8.1. LA DIRECTIVA DE DISTRIBUCIÓN DE SEGUROS

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

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

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

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

Los principales aspectos que contempla la Directiva son los siguientes:

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

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



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

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

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

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

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

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

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

9. IMPUESTO DE TRANSACCIONES FINANCIERAS

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

CONCLUSIONES

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

7. *PROPUESTA DE REFORMA ESTRUCTURAL DE LA BANCA*

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

10. LA NECESARIA ARMONIZACIÓN DEL MERCADO ÚNICO DIGITAL

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

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

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

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

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

12. LA REGULACIÓN DE LOS COVERED BONDS Y LAS TITULIZACIONES

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

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

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

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

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



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

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

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

14. LA DIRECTIVA DE DISTRIBUCIÓN DE SEGUROS (IDD)

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

actuación que existen en la actualidad.

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

15. EL IMPUESTO DE TRANSACCIONES FINANCIERAS (ITF)

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

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

A) SERVICIOS BANCARIOS

