



FUNDACIÓN DE  
ESTUDIOS FINANCIEROS

# **OBSERVATORIO SOBRE LA REFORMA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EUROPEOS (2015)**

**PAPELES DE LA FUNDACIÓN**

**N.º 54**

ISBN: 978-84-606-7507-5  
Depósito Legal: M. 12789 - 2015  
Edita: Fundación de Estudios Financieros  
Imprime: Global F. Marketing C.S.L.



## ÍNDICE

<b>EXQUIPO DE TRABAJO</b>	<b>5</b>
<b>PRESENTACIÓN</b>	<b>7</b>
<b>INFORME Y CONCLUSIONES DEL OBSERVATORIO</b>	<b>9</b>
<b>RELACIÓN DE TRABAJOS APORTADOS AL OBSERVATORIO</b>	
<b>1. Introducción. Evolución de la integración financiera en Europa</b> <i>(Joaquín Maudos – IVIE)</i>	<b>57</b>
<b>2. Servicios de inversión</b>	<b>75</b>
<b>2.1. Nuevas medidas en la regulación europea en materia de protección de inversores y abuso de mercado</b> <i>(Ignacio Santillán – FOGAIN)</i>	<b>77</b>
<b>2.2. Impacto de MiFID II en el negocio. Experiencia RDR en el Reino Unido</b> <i>(Sara Gutiérrez y Gerard Sanz - Deloitte)</i>	<b>87</b>
<b>2.3. Régimen del depositario en la Directiva UCITS V</b> <i>(Gregorio Arranz)</i>	<b>95</b>
<b>2.4. Actividad legislativa e infraestructuras de mercado: MiFID II / MiFIR, EMIR, CSDR y otras normativas</b> <i>(Carlos López Marqués - BME)</i>	<b>107</b>
<b>3. Servicios Bancarios</b>	<b>119</b>
<b>3.1. La Unión Bancaria:</b>	<b>121</b>
(i) <b>Convergencia regulatoria y supervisión única</b> <i>(Francisco Uría - KPMG)</i>	<b>121</b>
(ii) <b>Nuevo marco de Resolución Bancaria en la UE</b> <i>(Antonio Carrascosa y Mario Delgado - FROB)</i>	<b>133</b>
<b>3.2. La propuesta europea de reforma estructural</b> <i>(Gloria Hervás Ortega - Banco Santander)</i>	<b>149</b>
<b>4. Evolución de los mecanismos de financiación</b>	<b>161</b>
<b>4.1. Covered Bonds y Titulizaciones: nuevas tendencias y propuestas de regulación</b> <i>(Enrique Carretero e Ignacio García Silvestre – Baker &amp; McKenzie)</i>	<b>163</b>
<b>5. Gobierno Corporativo</b>	<b>177</b>
<b>5.1. El nuevo entorno de retribuciones en el sector financiero: Impacto en las remuneraciones de CRD IV, MiFID, UCITS V y AIFMD</b> <i>(Salvador Espinosa de los Monteros y Eduardo Gómez de Salazar - Garrigues)</i>	<b>179</b>
<b>5.2. Control interno de las entidades financieras: funciones de control y riesgo reputacional</b> <i>(Pilar Lluesma - URJA)</i>	<b>193</b>
<b>6. Medidas tributarias: FATCA, FFTs.</b> <i>(Roberto Grau - CLIFFORD CHANCE)</i>	<b>207</b>
<b>PAPELES DE LA FUNDACIÓN</b>	<b>221</b>
<b>ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS</b>	<b>223</b>





**EQUIPO DE TRABAJO**

***DIRECTORES***

**Ramiro Martínez-Pardo del Valle**  
*Director, Gomarq Consulting*

**Francisco Javier Zapata Cirugeda**  
*Director de Cumplimiento Normativo y Vicesecretaría del Consejo de Administración, Banco Popular Español*

***REDACTORES***

**Sara Gutierrez Campiña**  
*Asociada principal, Deloitte*

**Gloria Hernández Aler**  
*Socio Regulatorio Financiero, Deloitte*

**Alfredo Jiménez Fernández**  
*Director de Análisis y Estudios de la FEF*

***COLABORADORES***

**Gregorio Arranz Pumar**  
*Consultor*

**Antonio Carrascosa Morales**  
*Ex-Director General del FROB*

**Enrique Carretero Gil de Biedma**  
*Socio, Baker & McKenzie*

**Mario Delgado Alfaro**  
*Partner, EY*

**Salvador Espinosa de los Monteros**  
*Socio, Garrigues*

**Ignacio García Silvestre**  
*Asociado, Baker & McKenzie*

**Eduardo Gómez de Salazar**  
*Asociado principal, Garrigues*

**Roberto Grau Ullastres**  
*Counsel fiscal, Clifford Chance*

**Gloria Hervás Ortega**  
*Analista Public Policy, Banco Santander*

**Pilar Lluesma Rodrigo**  
*Asociada coordinadora, Uria Menéndez*

**Carlos López Marqués**  
*Subdirector del Área Internacional de BME*

**Joaquín Maudos Villarroya**  
*Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia y Director Adjunto de Investigación IVIE*

**Ignacio Santillán Fraile**  
*Director General, FOGAIN*

**Gerard Sanz Fedorcio**  
*Senior Manager, Deloitte*



**Francisco Uría Fernández**

*Abogado del Estado-excedente, Socio responsable del sector financiero de KPMG*

**GRUPO DE CONSULTA**

**Ramón Adarraga Morales**

*Director del Departamento Internacional, BME*

**Sebastian Albella Amigo**

*Socio LINKLATERS*

**Lara de Mesa Gárate**

*Servicio de Estudios y Public Policy, Banco Santander*

**Emilio Díaz Ruiz**

*Socio, Uría Menéndez*

**Gonzalo Jiménez-Blanco**

*Socio Director Servicios Financieros Ashurts*

**Alejandra Kindelán Oteyza**

*Directora del Servicio de Estudios y Public Policy, Banco Santander*

**Manuel López Martínez**

*Partner, Ashurts*

**Alberto Manzanares Secades**

*Socio Financiero y Bancario, Clifford Chance*

**Ofelia Marin-Lozano Montón**

*Junta Directiva IEAF*

**Manuel Martín Martín**

*Instituto Español de Analistas Financieros*

**Antonio Mas Sirvent**

*Director Departamento Relaciones Internacionales, CNMV*

**José María Méndez Álvarez-Cedrón**

*Director General, CECA*

**Javier Méndez Llera**

*Director General, FEF*

**Cristina Noguera Chaparro**

*Associate Director Legal and Compliance, Fidelity International*

**José Luis Palomo Álvarez**

*Instituto Español de Analistas Financieros*

**Alberto Placencia Porrero**

*Socio Director Servicios Financieros, EY*

**Almudena Rodríguez Fernández**

*Responsable de Desarrollo y Relaciones Institucionales, Clifford Chance*

**María Gracia Rubio de Casas**

*RdC Abogados*

**Antonio Salido Montero**

*Head of Marketing & Comm. Spain & Portugal, Fidelity International*

**Juan Carlos Ureta Domingo**

*Presidente FEF e IEAF*

**Tomás Varela Muiña**

*Director Financiero - Director General Adjunto, Banco Sabadell*

**Sebastián Velasco Meseguer**

*Managing Director Spain&Portugal Fidelity International*



## PRESENTACIÓN

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

Tras varios años de crisis, en 2014 se han mejorado las condiciones económicas en los diferentes países de la eurozona, y poco a poco se ha aliviado la fragmentación que caracterizó a los mercados en los últimos años, aunque todavía estemos lejos de los niveles anteriores. Pese a todo, la localización de los negocios en la zona euro continúa siendo relevante y pone de manifiesto la ausencia de un verdadero espacio común financiero.

El último año también se caracterizó por el fin de la legislatura del Parlamento Europeo que ha supuesto la aprobación de un importante paquete de iniciativas normativas a raíz de la agenda regulatoria acordada por el G-20 y por la UE tras el estallido de la crisis. En este contexto, el trabajo de este año del Observatorio aborda la inmensa tarea de repasar los cambios normativos que se han ido gestando durante los últimos cinco años, ya aprobados o que deberán serlo en la nueva legislatura europea que finaliza en el año 2019.

Entre las medidas ya aprobadas destaca la más importante, la Unión Bancaria, que se constituye en un pilar básico para avanzar hacia el mercado integrado, devolver la confianza a los inversores y financiar la economía productiva. Se trata de una pieza clave de la política común europea pero inacabada, al no haberse acordado el mecanismo europeo de protección de depósitos, del que tan solo se ha conseguido la aprobación de una Directiva para armonizar los sistemas nacionales preexistentes.

Pese a todo, sí ha habido avances destacados en la implantación del Mecanismo Único de Supervisión que inició su andadura en noviembre del 2014 tras un cuidadoso periodo de preparación institucional y normativa. En consecuencia, los bancos de la eurozona están supervisados por una única institución (de forma directa o indirecta), de acuerdo a un nuevo modelo de supervisión, único para todas las entidades, ajustado a los más altos estándares regulatorios y a las mejores prácticas supervisoras internacionales.

Este nuevo modelo deberá servir para incrementar la solidez del sistema bancario europeo, potenciar la integración y asegurar una supervisión homogénea, pero requerirá un notable esfuerzo de adaptación de las entidades financieras a un entorno regido por nuevas reglas que resultan de aplicación a estructuras aún en fase de acomodo.

Tras este logro, la UE afronta nuevos objetivos entre los que el programa denominado Capital Markets Union, que incluye un plan de trabajo para desarrollar y armonizar diversos ámbitos no bancarios de los mercados financieros, que puede



ser un importante avance en el proceso de construcción del mercado único europeo. De este programa dará cumplida cuenta este Observatorio en sus ediciones futuras.

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

Como en ediciones anteriores, el trabajo que se presenta consta de dos partes: una primera que contiene el «Informe y Conclusiones del

Observatorio» y una segunda con diversos artículos en los que los distintos colaboradores, protagonistas relevantes en el mercado financiero español, ofrecen una visión completa de las materias anteriormente citadas. A todos los que han participado de alguna manera en la elaboración de este estudio y especialmente a sus directores D. Ramiro Martínez-Pardo del Valle y D. Javier Zapata Cirugeda, quiero agradecerles su dedicación, esfuerzo y apoyo a esta iniciativa de la FEF.

Un año más, desde la Fundación de Estudios Financieros esperamos que este estudio aporte sus reflexiones y conclusiones al debate sobre la integración de los mercados financieros europeos y contribuya, de esta manera, a su desarrollo.

Juan Carlos Ureta

*Presidente de la Fundación de Estudios Financieros*





# INFORME Y CONCLUSIONES DEL OBSERVATORIO SOBRE LA REFORMA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EUROPEOS (2015)

**Ramiro Martínez-Pardo del Valle.**

*Director, Gomarq Consulting*

**Francisco Javier Zapata Cirugeda.**

*Director de Cumplimiento Normativo y Vicesecretaria del Consejo de Administración, Banco Popular Español*

**Gloria Hernández Aler.**

*Socia Regulatorio Financiero, Deloitte*

**Sara Gutiérrez Campiña.**

*Senior Manager Regulatorio Financiero, Deloitte*

**Alfredo Jiménez Fernández.**

*Director de Análisis y Estudios, Fundación de Estudios Financieros*

## 1. EL OBSERVATORIO

Acometemos de nuevo una edición del Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos («el Observatorio») que es la octava de una serie iniciada 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 el crecimiento y sobre la construcción del mercado financiero único.

Tras varios años de crisis, en los que el proyecto de construcción de un mercado integrado europeo sufrió un notable retroceso, el trabajo del año 2013 se presentó cuando comenzaban a aparecer síntomas de recuperación económica en la UE aunque los mercados europeos estaban aún fuertemente fragmentados. En 2014 se han mejorado las condiciones de financiación del tejido empresarial en los diferentes países de la eurozona, y poco a poco el diferencial de tipo de interés ha ido convergiendo y ha aliviado la frag-

mentación que caracterizó a los mercados en años anteriores, aunque no suficientemente. Las condiciones en las que los agentes que operan en la eurozona actualmente se financian siguen mostrando diferencias relevantes en función de su localización, lo que continúa poniendo de manifiesto la ausencia de un verdadero espacio único financiero.

Se dice que la crisis del euro ha terminado y que la calma ha regresado a los mercados. Que la volatilidad se ha reducido y que los inversores se muestran más optimistas y con una menor aversión al riesgo. Los mercados descuentan escenarios positivos y algunos analistas advierten del riesgo de una excesiva euforia que pueda comprometer la recuperación. Sin embargo, algunas economías de la UE continúan con escenarios de crecimiento muy exigüos y la eurozona en su globalidad sufre una situación de estancamiento económico, una presión deflacionaria y, en los países más impactados por la crisis, un desempleo persistentemente alto.



Además, en algunos momentos a lo largo del último año han reaparecido las dudas sobre la integridad de la Unión Monetaria lo que ha requerido la actuación de las instituciones europeas, en particular del Banco Central Europeo (BCE), con promesas de que se preservará, incluso con el recurso a nuevas medidas monetarias heterodoxas, algo que finalmente ha llegado a principios de 2015. Y qué decir de las turbulencias políticas, con elecciones anticipadas en algún país de la eurozona cuyo resultado electoral ha creado nuevas incertidumbres cuyo impacto en los mercados financieros es aún incierto.

En este contexto, el dilema entre austeridad o la adopción de políticas de reactivación del crecimiento se ha convertido en uno de los focos de las negociaciones entre los diferentes Estados miembros y una dificultad añadida para lograr mayores avances en el proceso de integración europea<sup>1</sup>.

Por lo tanto, el proceso de construcción de un verdadero mercado interior, lejos de haber alcanzado su objetivo, tal como desde este Observatorio hemos venido advirtiendo año tras año aún afronta fuertes dificultades,<sup>2</sup> a pesar de que han transcurrido casi 30 años desde que fuera asumido como objetivo cardinal del proyecto europeo por las instituciones y Estados miembros de la UE<sup>3</sup>.

El año 2014 ha sido también el del final de la VII legislatura del Parlamento Europeo lo que en el ámbito de la regulación ha supuesto la aprobación de un importante paquete de iniciativas

normativas que han estado pendientes desde 2009, año de inicio de la legislatura y de la aprobación de la agenda regulatoria acordada por el G-20 y por la UE tras el estallido de la crisis.

Teniendo en consideración estos antecedentes, el trabajo de este año del Observatorio repasa los retos normativos que se han ido gestando durante los últimos cinco años, y que ya han sido aprobados, y presenta otros proyectos aún inconclusos, pero ya iniciados o anunciados, que deberán ser acometidos por la octava legislatura europea que se extenderá durante el periodo 2014-2019.

Entre las medidas ya aprobadas destaca, sin lugar a dudas, la reforma estructural de los mercados financieros de la que el proyecto de Unión Bancaria constituye su proyecto más señalado y un pilar imprescindible para construir el mercado integrado, devolver la confianza a los inversores y financiar la economía productiva.

Se trata, ciertamente, de la pieza clave de la política común europea cuyo alcance abarca varias iniciativas interrelacionadas: (i) la armonización de la regulación bancaria, (ii) el establecimiento de un mecanismo europeo de supervisión confiado al BCE, (iii) la fijación de prácticas homogéneas de supervisión (*single rule book*) por la Autoridad Bancaria Europea –EBA–, (iv) un mecanismo europeo de garantía de depósitos y (v) un mecanismo europeo de resolución bancaria con una autoridad y un fondo único europeos y reglas comunes de prelación para la asunción de pérdidas.

De todas estas iniciativas, no se ha podido aún culminar la construcción de un mecanismo europeo de protección de depósitos que por el momento se ha limitado a la aprobación de una Directiva para armonizar los sistemas nacionales preexistentes.

Por el contrario, ha habido avances destacados en la implantación del Mecanismo Único de Supervisión que inició su andadura en noviembre del 2014 tras un cuidadoso periodo de preparación institucional y normativa. Como resultado de su creación, los bancos de la eurozona están supervisados por una única institución (de

<sup>1</sup> El plan de inversiones Junkers y la decisión de otorgar dos años más a Francia para cumplir con las reglas de estabilidad son una buena muestra de la voluntad de los países europeos y de la Comisión Europea de alcanzar un equilibrio entre la consolidación fiscal y la necesidad de acometer inversiones para fomentar el crecimiento.

<sup>2</sup> Tal como el propio Presidente de la Comisión Europea ha declarado recientemente en una entrevista, «no solo la recuperación es frágil: la integración europea en conjunto está amenazada» (el País, 4 de marzo de 2015).

<sup>3</sup> El Acta Única Europea firmado en febrero de 1986 entró en vigor el 1 de julio de 1987 con el objetivo de alcanzar un mercado sin fronteras interiores, en el que la libre circulación de mercancías, personas, servicios y capitales estuviera garantizada. El Acta Única Europea se propuso lograr el objetivo antes del 31 de diciembre de 1992.



forma directa o indirecta), de acuerdo a un nuevo modelo de supervisión, único para todas las entidades, ajustado a los más altos estándares regulatorios y a las mejores prácticas supervisoras internacionales. Este marco de supervisión deberá ser completado con la creación de una autoridad y un fondo únicos de resolución y con el arranque del Mecanismo Único de Resolución, para cerrar, al menos por el momento a la espera del último pilar básico –el fondo común de garantías y depósitos–, el proceso de Unión Bancaria.

Este nuevo modelo deberá servir para incrementar la solidez del sistema bancario europeo, potenciar la integración y asegurar una supervisión homogénea, pero requerirá un notable esfuerzo de adaptación de las entidades financieras a un entorno regido por nuevas reglas que resultan de aplicación a estructuras aún en fase de acomodo.

Su éxito será la clave para avanzar en la Unión Bancaria y lograr en algún momento, además de la unificación de la política monetaria europea ya conseguida, más altos grados de unificación en la UE. Y no nos referimos al lejano objetivo de unificación política o fiscal sino a algo más cercano. El objetivo próximo debe ser una completa integración de los mercados de capitales, que favorezca un sistema financiero más diverso, competitivo, flexible y resistente, y complementemente la Unión Bancaria.

El programa de la nueva Comisión Europea, denominado *Capital Markets Union*<sup>4</sup>, incluye un plan de trabajo para desarrollar y armonizar diversos ámbitos no bancarios de los mercados financieros, aún lejos de estar integrados, que puede ser un importante avance en el proceso de construcción del mercado único europeo.

En este escenario se presenta esta edición del Observatorio, atento a todas las iniciativas de reforma de los mercados financieros europeos. Y lo hace con el convencimiento de que una regulación clara, ponderada y ajustada a los objetivos

juega un papel relevante para restablecer la confianza y culminar la tarea por tantos años inacabada de construir un mercado financiero único y una verdadera unión europea. Desarrollar un marco común normativo y regulatorio que favorezca el proceso es el reto para los próximos cinco años de legislatura europea.

## 2. CONTENIDO DE LA PRESENTE EDICIÓN

Al igual que en ediciones anteriores, el informe del Observatorio está compuesto por los trabajos realizados por varios colaboradores, todos ellos expertos en materias relacionadas con la regulación financiera, sobre diferentes materias que han sido objeto de tramitación durante el último periodo, aunque no en todos los casos hayan sido aprobadas.

Además, en este capítulo introductorio se exponen las principales conclusiones de los análisis realizados y un resumen de las posiciones mantenidas en sus trabajos por los redactores de los diferentes capítulos. Asimismo, se hacen algunas valoraciones sobre la oportunidad, impacto o conveniencia de las normas revisadas y se analizan otras iniciativas normativas en curso sobre las que no existen colaboraciones. 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.

Se trata de materias, todas ellas, de gran actualidad que, en ocasiones, han formado parte del índice de este Observatorio durante años, habida cuenta de la lentitud de su tramitación y la complejidad de las discusiones para su aprobación. El objetivo es ofrecer una revisión del estado actual de la agenda regulatoria europea.

### *Colaboraciones*

En el índice comprensivo de las diversas colaboraciones incluidas en este número se han agrupado los trabajos en seis bloques normativos, cada uno de ellos con diferentes análisis sobre los temas de mayor relevancia.

<sup>4</sup> La Comisión Europea ha publicado el 18 de febrero de 2015 un *GREEN PAPER «Building a Capital Markets Union»* que estará en fase de consulta hasta el 13 de mayo.



La primera colaboración, analiza los avances realizados hacia la consecución de un mercado europeo integrado y las razones de la alta fragmentación de los mercados, financieros europeos.

En un segundo bloque de colaboraciones, dedicado al mercado de servicios de inversión, se examinan diferentes aspectos relativos a la prestación de estos servicios con especial atención (i) a las normas de conducta, (ii) al impacto de la nueva normativa MiFID sobre el negocio de las entidades, (iii) al papel otorgado por la Directiva UCITS V a los depositarios de Instituciones de Inversión Colectiva –IIC– y (iv) a la reforma de las infraestructuras de mercado.

El siguiente grupo de trabajos aborda las principales novedades en el ámbito bancario. En concreto, se analiza el proyecto de Unión Bancaria, dentro del cual se encuadran el Mecanismo Único de Supervisión y el Mecanismo Único de Resolución, sobre los que se han producido notables avances en el último año. Asimismo, se estudia el impacto de las propuestas de reforma estructural del sector y, en particular del informe Liikanen, sobre las entidades bancarias europeas.

El cuarto apartado se refiere a algunos mecanismos de financiación a largo plazo, como alternativa a la financiación bancaria, tales como las titulizaciones o los *covered bonds*.

Por último, en lo que a colaboraciones se refiere, se incluyen tres artículos agrupados en los capítulos 5 y 6. El primero de éstos sobre Gobierno Corporativo, con trabajos dedicados al nuevo entorno regulatorio en cuanto a sistemas de remuneración y a analizar las propuestas de implantación de modelos de gobierno corporativo basados en el cumplimiento y prevención del riesgo. En el capítulo sexto se examinan algunas de las nuevas medidas tributarias internacionales.

#### *Informe y conclusiones*

Dado que la redacción de esta edición del Observatorio coincide con el final de la séptima legislatura del Parlamento Europeo, la sistemática seguida en la redacción de este capítulo de Informe y Conclusiones parte de una visión general de las iniciativas normativas que han caracterizado el período y de los grandes logros

alcanzados en el mismo en materias tales como (i) la regulación bancaria, (ii) el gobierno corporativo, (iii) las infraestructuras de mercado, (iv) la protección del cliente minorista, (v) la inversión colectiva, y (vi) el abuso de mercado.

A continuación, se repasa la agenda regulatoria prevista para el próximo periodo legislativo que se extiende entre 2014 y 2019. Es un periodo largo en el que deben abordarse numerosas materias pendientes. Entre otras, (i) la reforma estructural del sector bancario sobre la que ya existe una propuesta de Reglamento europeo, (ii) el impacto de la posible implantación de la tasa sobre transacciones financieras y de FATCA, (iii) la Banca en la sombra, y (iv) el régimen de la mediación de seguros.

Finalmente se analizan los nuevos horizontes de la regulación y los temas que pueden ser incluidos en la nueva agenda regulatoria. Nuevas prioridades dirigidas (i) a impulsar un mayor y más rápido crecimiento económico, fomentar una mayor competitividad de las empresas, implantar mejoras tecnológicas en los procesos y en las infraestructuras de mercado o promover la inversión a largo plazo o a (ii) la adopción de medidas para alinear la regulación europea con la internacional y evitar la complejidad extraterritorial.

Algunos de estos objetivos formarán parte del programa de la Comisión de Europea para integrar los mercados financieros no bancarios de la UE; el ya citado plan *Capital Markets Union*.

Todos los trabajos parten de la base de que la regulación es un elemento primordial para la consecución de los fines perseguidos y, por tanto, debe ser convenientemente valorada antes de su aprobación, analizando su contribución a la mejora del entorno frente a los costes que acarrea. Los legisladores europeos deberían, a juicio de este Observatorio, evaluar el impacto acumulativo de la gran cantidad de directivas y reglamentos que han sido promulgadas en años anteriores y realizar una revisión atenta de la evolución de su implementación y de los efectos imprevistos o cambios colaterales que se produzcan, para, en su caso, introducir medidas correctoras.



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

El principal objetivo de este Observatorio desde su creación ha sido el 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. Para dar cumplimiento a este propósito, a lo largo de los últimos años el Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, bajo la dirección de Joaquín Maudos, ha realizado para este Observatorio, mediante el análisis de serie históricas relativas a un número extenso de indicadores, el estudio de los avances alcanzados en la construcción del mercado interior financiero.

En la última edición, el examen realizado puso de manifiesto la excesiva fragmentación del mercado financiero. Y como principales consecuencias negativas de ello (i) la ruptura del mecanismo de transmisión de la política monetaria, (ii) la aparición de una Europa a dos velocidades con países con elevados tipos de interés frente a otros con tipos reducidos y (iii) la enorme dependencia de los tipos de interés bancarios de la prima de riesgo de la deuda soberana, generándose un círculo vicioso entre ésta y la deuda bancaria y a la postre un encarecimiento del crédito a familias y empresas. Y como corolario de todo ello, un impacto negativo sobre la inversión en aquellos países que han visto crecer en mayor medida su coste de financiación.

Este proceso de fragmentación y, por tanto de retroceso en la integración, se agravó tras la crisis iniciada a mediados del año 2007. El año 2012 representó una ruptura en este proceso de deterioro con un punto de inflexión en el mes de junio de ese año propiciado por el firme apoyo del BCE<sup>5</sup> en favor del euro, en un momento en

---

<sup>5</sup> La frase del Sr. Draghi de que haría todo lo que hiciera falta para salvar el euro y sobre todo la aprobación del programa OMT (*Outright Monetary Transactions*) para ayudar de forma ilimitada al país que solicite a cambio de que cumpliera con las condiciones recogidas en un memorándum de entendimiento (MoU) marcó el punto de inflexión.

que incluso se barajaba como posibilidad la ruptura de la unión monetaria. Pero sobre todo, fue definitivo para devolver la confianza al mercado el anuncio del impuso al proyecto de construcción de Unión Bancaria realizado en las mismas fechas. Un proyecto que como ya se ha mencionado, se basa en tres pilares fundamentales, de los cuales, el mecanismo único de supervisión comenzó su andadura en noviembre de 2014.

En esta ocasión, el Observatorio ha continuado con la labor realizada en años anteriores ampliando hasta 2013 el análisis sobre la fragmentación del mercado financiero europeo. La conclusión principal es que 2013 fue un año de recuperación del grado de integración aunque el nivel alcanzado quedó todavía muy alejado del que había antes del inicio de la crisis.

De nuevo, el objetivo del trabajo<sup>6</sup> ha sido valorar en qué grado las condiciones en las que los agentes que operan en la eurozona se financian son independientes tanto de su localización como del origen geográfico de las garantías que aportan. Se trata de evaluar (i) si el tipo de interés de productos homogéneos en términos de riesgo y vencimiento coincide con independencia del país de origen del acreditado, (ii) si las transacciones de carácter transfronterizo entre los agentes de los distintos mercados nacionales predominan sobre las transacciones puramente domésticas y (iii) si los inversores no muestran preferencia por invertir en activos emitidos en el propio país frente a los de otros terceros.

El trabajo realizado se ha fundamentado en tres tipos de indicadores, referidos a cantidades (como la importancia de las operaciones transfronterizas sobre el total), a precios (como la desviación típica de los tipos de interés de un determinado activo financiero) y a otros indicadores (como la distribución porcentual de las carteras de inversión según el país de origen del emisor).

Las principales conclusiones de las observaciones realizadas sobre estos indicadores para los

---

<sup>6</sup> Ver trabajo de Joaquín Maudos (Universidad de Valencia, Ivie y CUNEF) «Evolución de la integración financiera en Europa: 2013» incluido en esta edición del Observatorio



distintos segmentos del mercado financiero (interbancario, renta fija, renta variable y bancarios) son las siguientes:

- El análisis de la actividad en el mercado interbancario a través de la desviación típica de los tipos de interés para distintos plazos de vencimiento concluye que hasta el inicio de la crisis las diferencias de tipos de interés entre países se mantuvieron estables. Posteriormente se inició un periodo de inestabilidad financiera con un aumento de la desviación típica de los tipos de interés que ha cedido a partir de mediados de 2012, confirmando lo indicado anteriormente.

La actividad en operaciones repo interbancarias muestra una caída muy acusada sobre todo en los países que han sufrido con mayor intensidad el impacto de la crisis de deuda soberana. En concreto, entre 2007 y 2013, la actividad cayó un 87% en estos países y un 81% en el resto, si bien la caída acumulada desde 2003 es muy superior en los primeros (91% frente a 68%).

En cuanto a la contrapartida geográfica de las operaciones en el mercado interbancario, en los países más impactados por la crisis el peso relativo del negocio doméstico (entre bancos del mismo país) es muy superior al que tiene lugar en los restantes países, siendo en 2013 más del doble en porcentaje (55% frente a 24%). Esta circunstancia indica un grado de integración financiera más reducido en los países que han sufrido con más intensidad los efectos de la crisis.

- En el *mercado de deuda* el análisis se ha basado en la dispersión de los precios de los CDS de la deuda a 5 años para tres sectores distintos: deuda pública, deuda bancaria y la emitida por las empresas de telecomunicaciones. El resultado muestra que en los tres sectores, las diferencias de precio han experimentado un acusado aumento entre 2010 y principios de 2012, iniciándose a partir de entonces una reducción aunque no lo suficientemente intensa como para recuperar los niveles anteriores a la crisis.

Respecto a la tenencia de deuda pública por parte de las instituciones financieras monetarias, desde principios de 2006 se ha producido un aumento de la cartera de deuda pública doméstica en manos de aquellas, siendo éste el eslabón del círculo vicioso deuda pública-bancaria que está en el origen de la crisis de la deuda soberana y de la fragmentación del mercado financiero europeo. En cualquier caso, en 2013 el ratio se ha estabilizado lo que indica la vuelta a la senda de la integración, o al menos al no deterioro de la fragmentación.

- El *mercado de renta variable* ha experimentado en 2013 una reducción en las diferencias de rentabilidades obtenidas en los mercados de los diferentes países de la eurozona, regresando al nivel anterior a la crisis. El indicador de segmentación que construye el BCE confirma que la brecha alcanza su valor máximo en junio de 2012 y que desde entonces se ha venido recortando.
- En cuanto al peso en la *cartera de los fondos de inversión* de la eurozona de valores emitidos por entidades de países diferentes al de origen del fondo, el porcentaje se ha ido reduciendo desde el inicio de la crisis hasta 2012 produciéndose entonces un punto de inflexión que ha continuado en 2013, indicando una mejoría en el grado de integración. En cualquier caso, el peso actual de este ratio está por debajo de los valores máximos alcanzados en 2008.
- En los *mercados bancarios* el grado de integración es mucho mayor en el mercado mayorista que en el minorista. Son varios los indicadores utilizados para este análisis. Un primer indicador es la importancia relativa del crédito concedido a otros bancos de la eurozona. Desde la creación de la unión monetaria su porcentaje ha ido creciendo hasta alcanzar un máximo en torno al 33% a mediados de 2007. Desde entonces, se han perdido 11 puntos porcentuales aunque la situación se ha estabilizado a partir de junio de 2012.



Otros indicadores basados en precios permiten subrayar la gran desintegración financiera sufrida tras la crisis. En el caso del crédito a empresas no financieras la crisis de la deuda soberana abrió una brecha en el tipo de interés de los préstamos entre los países más afectados por la crisis y los restantes. Aunque las diferencias se han reducido, la situación actual revela un nivel de integración claramente inferior al que se alcanzó antes de la crisis de deuda soberana.

En el mercado de depósitos la situación es similar. A mayo de 2014 el tipo de interés de los depósitos en los países más impactados por la crisis, era 34 puntos básicos superior al de los del resto de países de la eurozona, lo que se explica por el hecho de que el coste de la financiación que obtienen los bancos vía depósitos es superior.

Un tercer indicador es la desviación típica de los tipos de interés de diversos productos bancarios, tanto préstamos a sociedades no financieras como los realizados para el consumo de las familias y la compra de vivienda. También de acuerdo con este indicador, la desintegración es relevante, alcanzándose las mayores desigualdades en el préstamo al consumo de las familias seguido por el crédito a las pymes. Por el contrario, es el préstamo para la compra de vivienda el producto en el que las diferencias de tipo de interés entre los sectores bancarios de la eurozona son más reducidas.

Por último, un indicador adicional sobre la fragmentación es el que aporta información sobre el endurecimiento o relajación de los criterios<sup>7</sup> que siguen los bancos a la hora de conceder o rechazar un crédito. El valor absoluto de las series indica que en el caso del préstamo a las empresas se han endurecido en mayor medida los criterios en los países más afectados por la crisis. Por el contrario, en el caso del préstamo para la com-

pra de vivienda, la situación ha mejorado en los países más perjudicados por la misma.

En conclusión, aunque con el anuncio y los posteriores pasos hacia la construcción de la Unión Bancaria se ha recuperado parte del terreno perdido en la integración, el mercado financiero europeo sigue fragmentado, lo que condiciona las posibilidades de recuperación de los países más afectados por la crisis como consecuencia del mayor coste que soportan en el acceso a la financiación. Esta situación actúa como rémora a la recuperación del consumo y la inversión de estos países como consecuencia del mayor coste de la financiación.

En este contexto, sigue siendo prioritario avanzar con más celeridad hacia la Unión Bancaria, que es el gran proyecto para romper la fragmentación del mercado y el círculo vicioso entre deuda bancaria y soberana. Conforme vaya siendo una realidad el mecanismo único de resolución (con una autoridad y fondo de resolución únicos), se romperá del todo el nexo de conexión entre riesgo bancario y soberano. Si bien el periodo transitorio hacia ese mecanismo único de resolución pueda parecer demasiado largo, en poco tiempo se han dado pasos que hasta hace poco era impensables, lo que es indicativo de la voluntad firme de alcanzar un mercado financiero integrado que deberá finalmente complementarse con otros pasos hacia la unión fiscal.

#### 4. EL PASO DEL SÉPTIMO AL OCTAVO PARLAMENTO EUROPEO

El 15 de mayo de 2014 se celebró la última sesión plenaria del Parlamento Europeo antes de su disolución tras las últimas elecciones. Fue una sesión productiva desde el punto de vista de este Observatorio ya que en ella se aprobaron cuatro directivas y dos reglamentos sobre algunas materias relacionadas con el sector financiero que habían sido intensamente debatidas durante los últimos años.

Se trataba de dar un impulso final a buena parte de las iniciativas que se habían estado

<sup>7</sup> Encuesta trimestral del BCE en el «Bank lending Survey». La última analizada corresponde a abril de 2014.



tejiendo desde que el año 2009 se fijó la agenda normativa global como reacción a la crisis financiera. Pero a pesar de este esfuerzo de última hora para culminar el trabajo ya iniciado, han quedado pendientes de aprobación importantes iniciativas, que se encuentran aún en proceso de negociación. Y junto a ellas otras nuevas propuestas que comienzan ahora su tramitación.

Nos encontramos por tanto ante un cambio de legislatura que nos permite clasificar nuestro análisis sobre los avances normativos producidos en los mercados europeos en los últimos años en dos apartados. En un primer apartado, incluimos los retos regulatorios logrados a lo largo de la séptima legislatura (periodo 2009-2014). En segundo término, analizamos un grupo de normas o propuestas sobre aquellos asuntos que han quedado pendientes tras la disolución del Parlamento Europeo, a pesar de haber estado en gestación durante un largo periodo, y las nuevas iniciativas previstas para el periodo 2014-2019.

## 5. LA AGENDA LEGISLATIVA DEL PERIODO 2009-2014

### 5.1. VISION GENERAL DE LA INICIATIVAS COMPRENDIDAS EN EL PERIODO

El trabajo legislativo acometido por el Parlamento Europeo durante el periodo 2009-2014 ha sido intenso y especialmente fecundo en lo referente a los mercados financieros. Se trata del periodo inmediatamente posterior al inicio de la crisis, cuya agenda normativa nació como reacción a aquella y dio origen a una abundante, y probablemente excesiva, regulación, como ya hemos señalado en otras ediciones de este Observatorio.

Como muestra de esta importante producción legislativa, se señalan a continuación algunas de las principales normas relacionadas con la prestación de servicios financieros que fueron aprobadas en la legislatura.

#### Principales regulaciones aprobadas en el periodo 2009-2014

Principales regulaciones aprobadas en el periodo 2009-2014	
1	Directiva 2014/91/UE por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS V)
2	Directiva 2009/65/CE en lo que atañe a los datos fundamentales para el inversor (UCITS IV)
3	Directiva 2011/61/UE relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD)
4	Reglamento 345/2013 sobre los fondos de capital riesgo europeos
5	Reglamento 346/2013 sobre los fondos de emprendimiento social europeos
6	Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II)
7	Reglamento 600/2014 relativos a los mercados de instrumentos financieros MiFIR)
8	Directiva 2014/57/UE sobre abuso de mercado
9	Reglamento 596/2014 sobre abuso de mercado
10	Directiva 2013/36/UE relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión (CRD IV)
11	Reglamento 575/2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión (CRR)
12	Directiva 2014/59/UE por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión
13	Reglamento 806/2014 por el que se establecen normas uniformes y un procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión en el marco de un Mecanismo Único de Resolución y un Fondo Único de Resolución (MUR)





14	Reglamento 1024/2013 que encomienda al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito (MUS)
15	Reglamento 1022/2013 que modifica el Reglamento 1093/2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), en lo que se refiere a la atribución de funciones específicas al Banco Central Europeo (MUS)
16	Directiva 2014/51/UE sobre las facultades de la Autoridad Europea de Supervisión (EBA), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA) y la Autoridad Europea de Supervisión (ESMA) (Omnibus II)
17	Directiva 2010/78/EU sobre las facultades de la Autoridad Europea de Supervisión (EBA), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA) y la Autoridad Europea de Supervisión (ESMA)
18	Directiva 2014/49/UE relativa a los sistemas de garantía de depósitos
19	Directiva 2011/89/UE sobre la supervisión adicional de las entidades financieras que formen parte de un conglomerado financiero
20	Directiva 2010/76/UE sobre los requisitos de capital para la cartera de negociación y las re-titulizaciones y a la supervisión de las políticas de remuneración
21	Reglamento 648/2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (EMIR)
22	Reglamento 909/2014 sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores
23	Reglamento 260/2012 por el que se establecen requisitos técnicos y empresariales para las transferencias y los adeudos domiciliados en euros, (SEPA)
24	Reglamento 462/2013 sobre las agencias de calificación crediticia
25	Directiva 2014/17/EU sobre los contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial
26	Reglamento 236/2012, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago
27	Directiva 2013/50/UE, por la que se modifican la Directiva de Transparencia de emisores y la Directiva de Folletos
28	Directiva 2010/73/UE por la que se modifican la Directiva de Transparencia de emisores y la Directiva de Folletos
29	Directiva 2013/58/UE que modifica la Directiva 2009/138/CE (Solvencia II)

Como se desprende de esta extensa lista –dieciséis Directivas y trece Reglamentos–, la regulación de los servicios financieros ha tenido un lugar destacado en la agenda de las instituciones europeas durante el periodo analizado, lo que podría explicarse por la especialmente negativa coyuntura económica de esta etapa. Así, entre 2009 y 2013, la economía de la UE sufrió una contracción severa y la preocupación sobre posibles impagos de deuda soberana hizo aumentar la percepción del riesgo hasta el punto de que los Estados miembros debieron aportar fondos

públicos al sector financiero<sup>8</sup> e incluso se llegó a pensar en la posible ruptura de la zona euro.

La intensa gravedad de la crisis fomentó en los reguladores una mentalidad volcada en la idea de que «nunca más» volviera a ocurrir, y la mayoría de las piezas fundamentales de la arquitectura normativa promulgada en esos años res-

<sup>8</sup> Entre octubre y diciembre del año 2012, los Estados miembros de la UE proporcionaron 0,6 billones de euros de capital como apoyo al sector financiero.



ponde a esa inquietud. Las materias reguladas comprenden desde la actividad de los intermediarios financieros, y especialmente de la banca, hasta la gestión de activos, las normas de conducta, las infraestructuras de mercado o el entramado institucional de la supervisión de entidades.

El resultado ha sido la aprobación de un sinnúmero de nuevas normas que tendrán un impacto de calado en la industria de servicios financieros y requerirán importantes cambios en la forma en que deberán organizar su actividad las entidades que participan en ella.

Pero el hecho de que tan profusa legislación se haya concentrado en las últimas sesiones de la legislatura –con la aprobación del amplio paquete regulatorio ya citado– hará que sus efectos completos se extiendan a lo largo de los próximos años. Por un lado, porque una gran parte de los abundantísimos detalles técnicos que sustentan las nuevas directivas y reglamentos está aún en proceso de ser escritos. Por otro, porque algunos de los requisitos establecidos en las nuevas normas entrarán en vigor gradualmente (por ejemplo los requerimientos de capital, apalancamiento o liquidez para las entidades de crédito) o necesitarán de nuevos desarrollos (como en el caso de la compensación central de derivados OTC). Además, algunas de las normas aprobadas están aún pendientes de transposición al ordenamiento jurídico de los distintos Estados miembros.

Consecuentemente con estas consideraciones, en los siguientes apartados se analizan los principales logros del periodo y los efectos ya sentidos por el sistema en su conjunto, dejando para el capítulo dedicado a las iniciativas del próximo quinquenio aquellas otras que, aunque hayan sido ya aprobadas, comenzarán a desplegar sus efectos en la nueva etapa.

## 5.2. GRANDES LOGROS DEL PERIODO

Los principales avances regulatorios del periodo 2009-2014 que se analizan en este apartado, se

refieren al gobierno corporativo de las entidades, las infraestructuras de mercado, la protección del cliente minorista y la gestión de activos.

### 5.2.1. *La regulación de solvencia*<sup>9</sup>

Una de las causas principales de la crisis internacional fue la inadecuada ponderación y gestión del riesgo contraído por las entidades financieras, lo que condujo a que no pocos bancos internacionales dispusieran de niveles de capital insuficientes para afrontar los riesgos que realmente estaban asumiendo. Y no sólo se trataba de que contaran con poco capital. A ello había que añadir que se incluían en su cómputo instrumentos y activos que no eran adecuados para absorber pérdidas.

Adicionalmente, algunas entidades no contaban con niveles de liquidez suficientes para afrontar las tensiones que se presentaron en los mercados<sup>10</sup> o estaban fuertemente apalancadas, participando del endeudamiento excesivo que había afectado a todos los agentes económicos, públicos y privados.

Sobre la base de este diagnóstico, los trabajos del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, culminaron con un nuevo marco regulatorio para las entidades de crédito (Basilea III) que, tratando de dar respuesta a las debilidades evidenciadas durante la crisis, se centra en los tres aspectos ya mencionados: capital, liquidez y endeudamiento. Y todo ello, con el objetivo de mejorar la capacidad del sector bancario para afrontar tensiones financieras o económicas, mejorar la gestión de riesgos y su gobierno corporativo, y reforzar la transparencia y la divulgación de información.

<sup>9</sup> Ver trabajo de Francisco Uría, «Convergencia regulatoria y supervisión única» incluido en este número del Observatorio.

<sup>10</sup> El documento del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea «Coeficiente de cobertura de liquidez y herramientas de seguimiento del riesgo de liquidez», publicado en enero de 2013 reconoce que, durante la crisis, existieron bancos que «pese a mantener niveles adecuados de capital, se vieron en dificultades por no gestionar su liquidez de forma prudente» (<http://www.bis.org/publ/bcbs238.htm>).



En resumen, las nuevas reglas de Basilea III se centran en:

- elevar los ratios de capital,
- exigir más liquidez, con el objetivo de que los bancos dispongan de un «colchón» de activos líquidos, de alta calidad y libres de cargas, que puedan ser utilizados para afrontar tensiones de liquidez,
- limitar el endeudamiento de las entidades,
- penalizar las actividades más arriesgadas y
- establecer las reglas para la recapitalización interna de las entidades *–bail in–*, haciendo recaer en los accionistas y acreedores privados, bonistas y depositantes, las pérdidas y costes derivados de la crisis de una entidad y comprometiendo solo en última instancia, y de forma excepcional y limitada, fondos públicos.

A pesar de las novedades, el nuevo marco no supone una ruptura absoluta con el anterior (Basilea II) sino que más bien existe una cierta línea de continuidad entre ambos bloques normativos, manteniendo su estructura en tres pilares: (i) requerimientos mínimos de capital regulatorio, (ii) revisión del nivel de capital por parte del supervisor y (iii) divulgación al mercado de la información con relevancia prudencial.

#### *Adopción de los acuerdos de Basilea III por la UE*

Los acuerdos del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea fueron incorporados al ordenamiento jurídico de la UE a través de un doble sistema consistente en la aprobación de un Reglamento, de aplicación directa e inmediata en los Estados –para conseguir una mayor armonización regulatoria y evitar las discrecionalidades que la utilización de directivas producía– y una Directiva, que necesita ser transpuesta a través de normas nacionales.

Ambas normas componen el denominado paquete CRD IV<sup>11</sup>. Podría decirse que la opción

---

<sup>11</sup> Reglamento (UE) n° 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisi-

legislativa elegida es un camino intermedio entre la posición de aquellos Estados miembros que pedían que el paquete normativo se limitara a fijar normas de mínimos, reservándose ellos la elevación de los requerimientos, hasta los que reclamaban una armonización máxima, restringiendo la discrecionalidad de los Estados.

Con la adopción de estas normas, la UE ha cumplido la mayor parte de los compromisos asumidos en la Agenda impulsada por el G-20 y por el Consejo de Estabilidad Financiera tras la crisis, con un claro objetivo: que una situación como la sufrida no vuelva a repetirse y en todo caso, que los problemas del sector financiero puedan resolverse, en primer lugar, por las propias entidades y solo cuando fuera necesario recurriendo a los recursos públicos.

Además, el regulador ha aprovechado la aprobación de estas normas para ir más allá de lo dispuesto en Basilea III introduciendo varias medidas adicionales como, por ejemplo, (i) una más estricta regulación del gobierno corporativo de las entidades y de sus políticas retributivas o (ii) los *buffers* de riesgo sistémico cuya finalidad es prevenir o paliar los riesgos sistémicos o macroprudenciales acíclicos no cubiertos cuando se calculan los requerimientos de capital.

#### *Transposición al ordenamiento español del paquete CRD IV*

La transposición del paquete CRD IV al ordenamiento español ha servido para realizar una amplia modificación de la normativa vigente en lo referente a las entidades de crédito y a las empresas de servicios de inversión y se ha realizado en dos etapas.

---

tos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión y por el que se modifica el Reglamento (UE) n° 648/2012, y Directiva 2013/36/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE.



Inicialmente, se promulgó el Real Decreto-Ley 14/2013, de 29 de noviembre, de Medidas Urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la UE en materia de supervisión y solvencia de las entidades financieras y, posteriormente, la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito que además de efectuar la obligada transposición a nuestro derecho de la normativa europea, racionaliza y simplifica el régimen general de las entidades de crédito en España, refundiendo en un único texto normativo las principales leyes que lo contenían, que quedan ahora derogadas<sup>12</sup>.

Asimismo, la Ley 10/2014 realiza una reforma relevante de la Ley del Mercado de Valores (LMV) para adaptar el régimen de las empresas de servicios de inversión a la nueva normativa contenida en las normas europeas de referencia.

Por último, el pasado 13 de febrero de 2015 ha sido aprobado el Real Decreto 84/2015, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito. Queda pendiente a la fecha de redacción de este informe, la aprobación de las normas de desarrollo en lo referente a las empresas de servicios de inversión mediante modificación del Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero. Asimismo, algunos aspectos de la nueva regulación habrán de completarse con las reglas, guías de actuación y recomendaciones que emitan la EBA y ESMA.

*La armonización, condición necesaria de la supervisión única. El principio de proporcionalidad requisito necesario para una buena regulación*

El resultado de todo lo anterior representa un significativo avance en la armonización y homo-

geneidad de las reglas europeas en materia de recursos propios de las entidades financieras. La regulación por medio de un Reglamento comunitario, de aplicación directa, ha igualado las reglas de juego en toda la UE y limitado, de forma significativa, la capacidad de los Estados miembros para tomar decisiones propias en ámbitos distintos de los estrictamente previstos en las propias normas.

Esta armonización constituía un requisito necesario para la construcción de un mecanismo único de supervisión bancaria, al que se refiere el apartado 6.2.2.1 de este trabajo. De no haberse producido esta armonización, la supervisión única no hubiera sido posible en la práctica dada la variedad de normas existentes y la dificultad de aplicar reglas distintas por parte de un solo supervisor.

Pero este proceso plantea algunas deficiencias. La armonización se ha hecho demasiado extensiva obviando el, tantas veces repetido, principio de proporcionalidad.

La regulación de solvencia por su carácter eminentemente reactivo –solucionar las deficiencias detectadas y evitar que una situación similar vuelva a producirse– se ha centrado, en la adopción de medidas de refuerzo y resistencia de las entidades financieras ante la posibilidad de que se produzca una nueva crisis. Pero este proceso se ha hecho sin discriminar. Las mismas normas han sido adoptadas de forma general para todas las entidades financieras europeas –a través de un Reglamento cuya efectividad no requiere transposición–, cualquiera que sea su estatuto, sea éste de entidad de crédito o de empresa de servicios de inversión.

En opinión de este Observatorio, este proceso hubiera requerido un estudio centrado en cómo los principios que orientan esta nueva regulación prudencial debieran adaptarse a aquellas entidades que desarrollan esquemas operativos y de riesgo sustancialmente diferentes de los de las entidades de crédito –típicamente las empresas de servicios de inversión–, valorando la importancia que cada riesgo tiene en cada tipo de entidad.

<sup>12</sup> Así, por ejemplo, la nueva Ley ha derogado la Ley de Ordenación Bancaria de 31 de diciembre de 1946, la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito.



Por el contrario, la opción elegida de una regulación amplia, de general aplicación y poco adaptada a la diferente tipología de las entidades sujetas puede implicar costes injustificados para algunas de ellas –las que exclusivamente operan como intermediarios en valores–, e incluso lastimar el desarrollo de determinadas actividades.

Creemos que la evaluación de la actividad de las Empresas de Servicios de Inversión, de los riesgos que aportan al sistema y de sus necesidades regulatorias es una tarea pendiente a nivel europeo. Un análisis de adecuación y proporcionalidad y de los costes y beneficios que para cada tipo de entidades y para el sistema en su conjunto la norma comporta debería formar parte del proceso regulatorio y hacerse previamente a la implantación de las normas con carácter general.

### 5.2.2. *Las medidas de gobierno corporativo*

En el ámbito de la regulación financiera europea, el gobierno corporativo de las entidades se ha convertido en una pieza fundamental en el entramado normativo y de supervisión y son varias las disposiciones y normas técnicas que abordan esta materia. Pero al igual que hemos comentado para el caso de la regulación de solvencia, las normas son prácticamente comunes para todas las entidades financieras, sean éstas entidades de crédito o empresas de servicios de inversión, sin prestar la atención debida a la aplicación proporcionada de las reglas.

- Por un lado, el paquete normativo CRD IV –de reciente entrada en vigor y de aplicación a todas las entidades financieras– incorpora al derecho europeo los estándares de Basilea III en materia de gobierno corporativo, los cuales, a su vez, están siendo desarrollados por la EBA por medio de estándares técnicos sobre diversos aspectos de la regulación que forman parte del «*Single Rule Book*».

Entre las nuevas normas destaca la responsabilidad otorgada al Consejo de Administración, al que se atribuye la función expre-

sa de definir un sistema de gobierno corporativo que garantice una gestión eficaz y prudente de la entidad. El Consejo es responsable de la aprobación y vigilancia de la aplicación de los objetivos estratégicos, del perfil de riesgo deseado y del gobierno interno de la entidad y, en particular, de la adecuación de sus sistemas de gestión del riesgo a estos parámetros. Asimismo, el Consejo debe garantizar la integridad de los sistemas de información contable y financiera, incluidos el control financiero y operativo y el cumplimiento de la legislación, así como supervisar el proceso de divulgación de información y las comunicaciones externas.

Para garantizar el cumplimiento de este amplio conjunto de funciones, se incrementan los requisitos de idoneidad de los miembros del Consejo de Administración, que deben contar con la oportuna reputación, poseer los conocimientos, competencias y experiencia indispensables para ejercer sus funciones, y dedicar tiempo suficiente al desempeño de sus cargos. También se imponen nuevas obligaciones de transparencia como la obligación de publicar periódicamente las estructuras de gobierno corporativo, la política de selección de los miembros del Consejo y sus conocimientos, competencias, experiencia y la política de diversidad<sup>13</sup>.

- Por su parte, el Comité de Basilea sometió a consulta pública –hasta el pasado 9 de enero de 2015–, una vez había entrado en vigor el paquete CRD IV, un conjunto de orientaciones y propuestas de modificación de su Guía de gobierno interno para los bancos<sup>14</sup>. Aunque no existe un enfoque único de buen gobierno corporativo, los

<sup>13</sup> Sobre las nuevas tendencias regulatorias en Gobierno Corporativo, ver colaboración de Pilar Lluésma de Uría, «Hacia un nuevo modelo operativo de Gobierno Corporativo, cumplimiento, control y riesgo reputacional».

<sup>14</sup> «Principles for enhancing corporate governance», publicada en 2010.



principios contemplados en esa guía fijan un marco apto para que los bancos tengan una gestión sólida y transparente del riesgo y de la toma de decisiones y, así, promover la confianza y la seguridad y solidez del sistema bancario. Entre estos riesgos destaca, por su creciente relevancia, el riesgo reputacional, que ha sufrido un importante agravamiento en los últimos años<sup>15</sup>.

La Guía, en la misma línea que CRD IV y MIFID II<sup>16</sup>, hace hincapié en que la solidez del gobierno corporativo se fundamente en la implantación de mecanismos adecuados y dimensionados de control interno –entendido como conjunto de políticas y controles que regulan la estructura operativa y organizativa de una entidad financiera–. El modelo descansa en tres líneas de defensa. La primera incluye las funciones de identificación, gestión y control realizadas por las unidades de negocio y soporte; la segunda incluye las funciones independientes de control que aseguren que los riesgos están adecuadamente identificados y gestionados por las primeras líneas de defensa y la tercera compete a la función de Auditoría Interna.

- Finalmente, la Directiva MiFID II también aborda la materia haciendo extensivas a las Empresas de Servicios de Inversión, las reglas y normas técnicas sobre gobierno corporativo que ya vienen siendo exigidas a las entidades de crédito.

En España se ha aprobado recientemente la Ley 31/2014 de 3 de diciembre por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo, norma que

afecta a todas las sociedades de capital y en particular a las cotizadas. La norma pretende modernizar y mejorar la gobernanza de las sociedades de capital, en línea con las tendencias apuntadas, incluyendo cambios sobre su régimen jurídico<sup>17</sup>.

#### *Política de remuneraciones*<sup>18</sup>

Otra de las cuestiones que ha sido objeto de por menorizado desarrollo en estos años ha sido la regulación de las políticas de remuneraciones para los altos directivos, los empleados que asumen riesgos, los que ejercen funciones de control y aquellos cuya actividad profesional incida de manera importante en el perfil de riesgo de las entidades.

La Directiva 2010/76/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, ya reguló estos aspectos exigiendo que las entidades envíen al supervisor una lista anual de los profesionales sujetos a esta norma y, en todo caso, cuando se hayan producido alteraciones significativas sobre la misma. En la práctica, cada uno de los países de la UE ha interpretado de forma diferente el perímetro del grupo de empleados sujetos a la regulación, por lo que su efectividad ha sido limitada, tal como concluyó EBA en 2012, dos años después de la aprobación de la Directiva y de las *Guidelines on Remuneration Policies and Practices* del CEBS de 10 de diciembre de 2010.

Para paliar esta situación la Comisión Europea ha aprobado un Reglamento Delegado,<sup>19</sup>

<sup>15</sup> En las ediciones de los años 2013 y 2014 del «Risk Assessment of the European Banking System» publicadas por la EBA se advierte la continua agravación del riesgo reputacional en el sector bancario y una tendencia negativa en la apreciación del negocio bancario por el público.

<sup>16</sup> Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. Texto pertinente a efectos del EEE.

<sup>17</sup> Mediante esta norma, entre otras materias, se refuerzan las competencias de la Junta de Accionistas en las decisiones empresariales. En lo que respecta al Consejo de Administración, entre otras materias, (i) se tipifican de forma más precisa los deberes de diligencia y lealtad y los procedimientos que se deberían seguir en caso de conflicto de interés, (ii) se introducen controles más estrictos sobre las remuneraciones de los directivos y (iii) se regula la responsabilidad por su gestión.

<sup>18</sup> Ver colaboración de Salvador Espinosa de los Monteros de Garrigues.

<sup>19</sup> Reglamento Delegado (UE) N° 604/2014 de la Comisión de 4 de marzo de 2014 por el que se complementa la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Conse-



complementario de la CRD IV, de identificación de esas categorías de personal, con una combinación de criterios cualitativos y cuantitativos. El principio general es el de la alineación de la remuneración y el riesgo, en consideración a los intereses de la entidad a largo plazo y evitando acuerdos retributivos de corto plazo que puedan resultar contrarios a los de los propios accionistas. Asimismo la norma establece una serie de medidas concretas relativas a la liquidación y abono de la remuneración variable (diferimiento, pago en acciones, retención, ajustes ex-post,...) y cláusulas de «malus» y «clawback», con el fin de que el abono de la retribución variable, incluida la parte diferida, sólo se produzca si la situación de la entidad en su conjunto es sostenible y resulta justificada en función de sus resultados.

Aunque la regulación es muy detallada, se plantean algunas dificultades prácticas de cierto calado a la hora de su implantación. Entre éstas, (i) la determinación de los supuestos que deben activar su aplicación, (ii) cuál debe ser el órgano encargado de valorar y controlar que se han cumplido dichas circunstancias, (iii) su exigencia a determinados directivos incluidos en el colectivo afectado, o el (iv) el establecimiento de la retribución que debe ser objeto de reducción o devolución. Además, surgen problemas tanto desde el punto de vista jurídico (fiscal, laboral y mercantil), como desde un punto de vista meramente operativo (mecanismos de limitación y recuperación de la remuneración ya abonada).

En definitiva, todo el régimen de retribuciones descansa en el sistema de gobierno de las entidades, cuyos Consejos de Administración deben establecer y garantizar la aplicación de los principios generales de la política de remuneración y revisarlos periódicamente. A estos efectos, el Consejo debe designar en su seno una comisión de remuneraciones, compuesta por consejeros no ejecutivos con experiencia suficiente, que

se encargará de la preparación de las decisiones relativas a esta materia.

### *La supervisión intrusiva de las entidades financieras*

Como hemos visto, las nuevas tendencias regulatorias inciden en la importancia del buen gobierno de las entidades financieras, siguiendo exigencias que hasta hace poco tiempo solo afectaban a las empresas cotizadas. Y al mismo tiempo, en el ámbito supervisor, se observa idéntica preferencia hacia una vigilancia más intrusiva, centrada en la organización de las entidades.

Una muestra de ello es la reciente publicación por EBA de una guía sobre procedimientos de supervisión<sup>20</sup> en la que específicamente identifica como campos de la supervisión de las entidades bancarias, entre otros, (i) el análisis del modelo de negocio, (ii) la evaluación del gobierno interno y los mecanismos de control de la entidad (donde incluye la cultura corporativa y de riesgo, la organización y funcionamiento del Consejo, las políticas y prácticas de remuneración y el entorno de control interno), (iii) la evaluación de los riesgos y (iv) la adecuación del capital para cubrir esos riesgos.

Parece claro que el nuevo esquema supervisor no se limita a la verificación del seguimiento de una serie de reglas, recomendaciones o mejoras prácticas, sino que ha puesto su foco sobre el comportamiento general de las entidades, con el apoyo de la regulación que ha otorgado a las autoridades supervisoras la potestad para revisar los acuerdos de gobierno, la cultura corporativa y los valores de las entidades.

Nos encontramos ante una supervisión crecientemente intrusiva que se centrará, cada vez más, en la conducta de los órganos de gobierno de las entidades y en la dirección de sus actividades.

---

jo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación en relación con los criterios cualitativos y los criterios cuantitativos adecuados para determinar las categorías de personal cuyas actividades profesionales tienen una incidencia importante en el perfil de riesgo de una entidad.

---

<sup>20</sup> «Guidelines on common procedures and methodologies for the supervisory review and evaluation process (SREP)», publicada el 19 de diciembre de 2014, con entrada en vigor el 1 de enero de 2016.



Esta nueva actitud regulatoria y supervisora está teniendo su efecto sobre el gobierno de las entidades y sus grupos, cada vez más conscientes de la importancia de la existencia de políticas y controles adecuados que regulen su estructura operativa y organizativa. Un buen gobierno corporativo y la transparencia sobre la actuación, competencias y políticas del Consejo es, sin duda, la mejor manera de recuperar la confianza de los inversores, tan deteriorada por la crisis. Pero a la vez representa un reto para las entidades que deben superar, adecuando sus estructuras de gobierno a las exigencias y necesidades de su negocio y de la clientela, de acuerdo con el principio de proporcionalidad, que una vez más invocamos desde este Observatorio.

### 5.2.3. *La regulación de las infraestructuras de mercado*

Una gran parte de la intensa actividad legislativa desarrollada por las instituciones europeas

durante el período legislativo recientemente finalizado se ha centrado en la mejora y modernización del funcionamiento de las infraestructuras de mercado, entendidas éstas como el conjunto de entidades y sistemas multilaterales encargados de registrar, compensar y liquidar pagos, valores, derivados u otras operaciones financieras.

Es éste un aspecto de la reforma global que tiene un notable impacto sobre los mercados financieros y sus agentes –no sólo en el ámbito de la negociación de los derivados OTC sino también en el de otros activos– a los cuales está transformando de forma relevante.

El siguiente cuadro resume las principales infraestructuras de mercado introducidas por la nueva regulación europea y la nomenclatura utilizada para referirnos a estos actores del mercado en los que como consecuencia de la reforma se concentra una parte considerable del riesgo del sistema:

Nuevas infraestructuras críticas de mercado
– Centros de Negociación –ya sean Mercados Regulados, Sistemas Multilaterales de Negociación o Sistemas Organizados de Negociación
– Cámaras Centrales de Compensación («CCP»)
– Registros de Operaciones («RO»)
– Depositarios Centrales de Valores («DCV»)

Durante la reciente crisis financiera se ha probado la eficiencia de las infraestructuras existentes y ha quedado evidenciado su papel amortiguador del riesgo sistémico. A pesar de ello, las recomendaciones del G-20 tras la crisis, que conformaron la nueva agenda regulatoria, han desencadenado una intensa labor reformista que ha sido seguida por los trabajos de IOSCO y del Banco de Pagos Internacionales (BIS) sobre el

particular<sup>21</sup> o por los estudios e informes del *Financial Stability Board* (FSB).

<sup>21</sup> Ver los documentos conjuntos del BIS e IOSCO sobre los Principios de las Infraestructuras de Mercados Financieros y su metodología de evaluación de Abril de 2012 ([http://www.bis.org/cpmi/publ/d101\\_es.pdf](http://www.bis.org/cpmi/publ/d101_es.pdf)), o sobre Recuperación de Infraestructuras de mercados financieros de octubre de 2014 (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOS-COPD455.pdf>).





Estas iniciativas legislativas, y de las instituciones supervisoras, se han dirigido a resolver un conjunto muy heterogéneo de problemas o disfunciones identificados durante la crisis, entre los que cabe destacar (i) los costes de la compensación y liquidación transfronterizas en la UE, (ii) la competencia entre infraestructuras, (iii) la eficiencia y solvencia de los sistemas de compensación y liquidación, (iv) las disfunciones en el funcionamiento de los mercados de productos derivados, con especial atención al incremento de la transparencia, a la reducción de los riesgos de contraparte y liquidación, a la supervisión regulatoria y al control del riesgo sistémico que plantean los contratos extrabursátiles, y (v) a la diversidad de estándares tales como la fecha de liquidación, la gestión de recompras o la mutualización del riesgo.

En la UE, éstos y otros muchos aspectos del funcionamiento de las infraestructuras de mercado han sido tratados por tres normas:

- el Reglamento relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (EMIR) y su normativa derivada,
- el Reglamento sobre la mejora de la liquidación de valores y sobre los Depositarios Centrales de Valores (CSDR) y
- la Directiva (MiFID) y el Reglamento (MiFIR) sobre mercados de instrumentos financieros.

Para completar este fuerte impulso reformador hay que añadir tres elementos adicionales: (i) la reforma española de la compensación y liquidación, (ii) el sistema Target 2 Securities (T2S) y (iii) la propuesta de directiva sobre un posible marco de resolución de instituciones financieras no bancarias<sup>22</sup>.

Sin duda la reforma merece una valoración positiva por su impacto favorable sobre la mejora de la eficiencia de los mercados, pero hay

<sup>22</sup> En la colaboración de Carlos López Marqués de BME se explica el contenido de todas estas iniciativas y se señalan los posibles efectos que tendrán sobre la configuración de nuestros mercados de valores.

cuestiones de índole práctica y conceptual que aún deben ser revisadas.

Es el caso, por ejemplo, del enorme volumen de riesgos, de naturaleza desconocida hasta ahora, que potencialmente se acumulará en las cámaras de contrapartida central, lo que atribuye a éstas el carácter de entidades de importancia sistémica<sup>23</sup>; o del impacto que sobre el papel de las cámaras en la reasignación de riesgos pudiera tener el relevante incremento de costes que supondrá para las propias cámaras y para los intermediarios la obligación de compensar las operaciones con derivados OTC; o del efecto sobre la liquidez de los activos de la exigencia de mayores cantidades de colateral en determinadas operaciones OTC.

En suma, esta amplia reforma ha sometido a las cámaras de contrapartida central y a los depositarios centrales de valores a una extensa red de normas que aumentarán considerablemente sus obligaciones de cumplimiento. Las distintas características de cada una de estas entidades, sus diversas ofertas de servicios, sus variados tamaños y, en definitiva, la desigual amenaza que pueden suponer para el sistema financiero, hacen aconsejable una aplicación calibrada, flexible y acompañada en el tiempo de las nuevas normas.

<sup>23</sup> El informe de Iosco Securities Markets Risk Outlook 2014-2015, analiza en su parte II las potenciales fuentes de riesgos sistémicos para los mercados que desarrolla en cinco capítulos:

PART II: Potential Sources of Systemic Risk  
Chapter 1: The Search for Yield and the Return of Leverage in the Financial System  
Chapter 2: Search for Yield and Volatility Affecting Emerging Markets  
Chapter 3: Risks in Central Clearing 85  
Chapter 4: The Increased Use of Collateral and Risk Transfer  
Chapter 5: Governance and Culture of Financial Firms  
Y en el Capítulo 3, indica lo siguiente:

*CCPs have developed business models and risk management procedures that have proved robust. Nevertheless, as the nature of CCP business becomes more complex, through expansion into new markets, and more centralised through consolidation, the systemic importance of CCPs may grow, and it will be important for CCP risk management capabilities to evolve to reflect these developments.*

*Regulators, additionally, will need to be cognizant of the changing business environment that CCPs operate under, and remain vigilant to any moves in operational standards due to competitive pressures.*



Y, en beneficio de la seguridad del conjunto, es imprescindible que los pasos dados, y los que estén por venir, hacia la armonización y la competencia vayan acompañados de mecanismos de control y supervisión que garanticen un funcionamiento ordenado de las infraestructuras de mercado, algo que hasta la fecha ha sido una característica reconocida de los sistemas financieros europeos.

#### 5.2.4. *La protección del cliente minorista de servicios financieros*

En el ámbito de la protección de los clientes minoristas también se han logrado importantes acuerdos principalmente con la aprobación de MiFID II, de la Directiva de crédito hipotecario y del Reglamento PRIIPS<sup>24</sup>.

El reto principal que persiguen los reguladores con la aprobación de estas nuevas normas es el de reforzar las obligaciones de las entidades que prestan servicios financieros a clientes minoristas. A diferencia de la tendencia regulatoria seguida hasta el momento en lo referente a la protección del inversor, el regulador europeo está llevando a cabo, ahora, una aproximación transversal.

La finalidad perseguida es que las entidades atiendan a idénticas normas en la distribución de sus productos o servicios a clientes minoristas, independientemente de cuál sea su naturaleza –bancaria, de inversión o de seguros–, cuando aquellos tengan un componente de inversión.

El objetivo principal es asegurar que productos de estructura de riesgo y rendimiento similares, y que compiten entre sí, estén sometidos a normas de conducta y obligaciones de información similares así como garantizar que las entidades actúan de acuerdo con los mejores intereses de sus clientes. De esta forma, las entidades

deberán, entre otras obligaciones, (i) velar por que los clientes conozcan y comprendan los riesgos que están asumiendo al adquirir los productos de inversión, (ii) delimitar el «público objetivo» o características de los clientes a los que se dirijan los productos, (iii) reforzar sus mecanismos de gestión de conflictos de interés o (iv) limitar la percepción de retrocesiones o incentivos en la prestación de los servicios.

Asimismo, la normativa incrementa sustancialmente las obligaciones de las entidades que diseñan productos de inversión. Estas entidades «generadoras» de los productos deberán garantizar que los mismos se diseñan para satisfacer las necesidades de determinados segmentos de clientes finales y adoptar medidas razonables para garantizar que los instrumentos financieros se distribuyan al mercado destinatario identificado. Asimismo periódicamente deberán revisar la adecuación del producto al mercado destinatario y el rendimiento de los productos que ofrecen.

Todas estas nuevas obligaciones, de carácter transversal, relativas a la distribución y el diseño de nuevos productos, deberán aplicarse sin perjuicio de otras obligaciones que ya existían en el ámbito de la prestación de servicios financieros tales como la obligación de evaluar la conveniencia o la idoneidad.

A continuación se señalan las principales novedades que contiene la normativa relativa a la protección de clientes minoristas.

#### *Refuerzo de la información sobre productos*

El Reglamento PRIIPS regula el documento de información esencial que deberán elaborar las entidades originadoras de productos con componente de inversión, cuando el producto vaya a ser comercializado a inversores minoristas.

Estos productos se definen en el Reglamento como inversiones respecto de las que, independientemente de la forma legal de la inversión, la cantidad que pueda percibir el inversor esté sujeta a fluctuaciones por la exposición a valores de referencia o al rendimiento de uno o más activos

<sup>24</sup> REGLAMENTO (UE) No 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de noviembre de 2014 sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros



que no son adquiridos directamente por el inversor. Dentro de este concepto entran, por tanto, productos propios del mercado de valores (fondos de inversión o valores estructurados), productos bancarios (depósitos estructurados) y de productos de seguros (*unit link*).

Y cuando este tipo de productos se dirijan a inversores minoristas, el originador (*manufacturer*) deberá elaborar un documento con la información esencial (*Key Information Document*) cuyo contenido concreto será desarrollado por medio de estándares técnicos elaborados en colaboración por EBA, ESMA y EIOPA<sup>25</sup>. Este documento deberá entregarse a los clientes con antelación suficiente y al tratarse de un modelo normalizado permitirá asegurar que contiene toda la información necesaria para que el cliente pueda comparar productos financieros similares y adoptar una decisión fundada de inversión.

#### *Prohibición de percibir incentivos en los servicios de «asesoramiento independiente» y gestión discrecional de carteras*

MiFID II introduce la prohibición del cobro o pago de incentivos de/a terceros, cuando se presten los servicios de asesoramiento «independiente» y de gestión discrecional de carteras.

Para que se pueda indicar a los clientes que se les está prestando un asesoramiento «independiente» será necesario cumplir dos requisitos: (i) que no se cobre/paguen incentivos por parte de terceros; y (ii) que se realice una evaluación de un número suficientemente amplio de productos de distintos proveedores antes de formular una recomendación<sup>26</sup>. En el supuesto de que no se

cumplan los dos requisitos mencionados se podría seguir prestando asesoramiento en materia de inversión a los clientes, si bien sería necesario advertirles de que se trata de un asesoramiento «no independiente».

En todo caso, siempre que se preste el servicio de asesoramiento sobre inversiones, sea o no considerado independiente, las entidades deberán comunicar al cliente el coste del asesoramiento, exponer claramente los tipos de productos que evalúan para elaborar sus recomendaciones de inversión, las razones que las justifican y si se le ofrece una valoración periódica acerca de la idoneidad de los productos recomendados.

#### *Normas de organización interna orientadas a la protección de los clientes. Revelación de conflictos de interés*

Como consecuencia del incremento del número y variedad de las actividades que realizan las entidades financieras de forma simultánea, se ha producido un incremento de las situaciones que pueden originar conflictos de interés entre las entidades y sus clientes, los cuales deben gestionarse mediante normas internas que garanticen la prioridad del interés del cliente.

En este sentido, las entidades deben reforzar sus procedimientos y medidas dirigidos a la detección y prevención de potenciales conflictos y a la gestión razonable de los mismos con la finalidad de mitigarlos y, en último caso, si no se han podido gestionar adecuadamente, revelarlos al cliente para que este pueda adoptar sus decisiones con información adecuada.

En el mismo sentido, la nueva normativa incide en la necesidad de que las entidades cuenten con estructuras organizativas apropiadas para asegurar una relación ordenada con sus clientes y

<sup>25</sup> Entidades europeas de supervisión bancaria, de valores y de seguros respectivamente.

<sup>26</sup> En este sentido, la propia Directiva establece que no es necesario que se evalúen todos los productos ofrecidos en el mercado por todos los proveedores o emisores de productos, pero sí que el conjunto de productos evaluados no se limite a aquellos emitidos por entidades del grupo o con entidades con las que se mantengan vínculos estrechos, relaciones jurídicas o económicas.

<sup>27</sup> Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE)



para el adecuado cumplimiento de las normas de conducta.

Entre los principales aspectos internos que las entidades deben reforzar destacan: (i) la formación del personal; (ii) la necesidad de contar con políticas retributivas adecuadas y otros procedimientos que garanticen el cumplimiento de las normas de conducta; (iii) el incremento de las obligaciones sobre registros; y (iv) la delimitación de funciones y competencias de control interno y cumplimiento normativo.

### *El riesgo de exclusión del mercado*

Pero esta intensificación de los requerimientos exigidos para prestar servicios de inversión a la clientela minorista, sin perjuicio de que con carácter general pueda suponer una ventaja para éstos, presenta un riesgo cuya materialización dependerá de los desarrollos de nivel II de la Directiva MIFID II, mediante los *Technical Advice* de ESMA.

El documento publicado el pasado mes de diciembre por ESMA sigue una senda similar a la seguida en otros países que ya han desarrollado normativa al respecto, principalmente Holanda y Reino Unido y apunta en la misma dirección que la *Retail Distribution Review* (RDR) de este último país en el sentido de limitar al máximo las vías de comercialización de productos financieros a inversores minoristas.

Este camino puede no ser el adecuado toda vez que en el mercado británico ya se están dejando sentir los efectos perniciosos de RDR. Nos referimos al relevante *advice gap* que la prohibición del pago de retrocesiones por las gestoras de fondos de inversión a sus distribuidores ha producido en el mercado: los bancos han dejado de ofrecer el servicio de asesoramiento a clientes con patrimonio financiero menor de 50.000 libras y se ha estimado que 5,5 millones de personas en aquel país se han quedado sin posibilidad de acceso a este servicio.

En el mercado español, aproximadamente el 75% de los clientes de las entidades bancarias (de

banca comercial que no de banca privada) cuentan con patrimonios para la inversión menores a 50.000 euros y el asesoramiento se realiza por las propias redes bancarias – a través de sus sucursales y oficinas- y sólo de una manera muy residual por las EAFI u otras empresas de servicios de inversión.

Resulta relevante que en el desarrollo de la MiFID II se tengan en cuenta las diferentes circunstancias de los estados miembros y se llegue a una regulación de compromiso para evitar que una buena parte de la población quede excluida del acceso a los servicios de comercialización y asesoramiento financiero que hoy están disponibles.

### *5.2.5. La regulación en materia de fondos de inversión*

#### *5.2.5.1. Fondos alternativos*

La Directiva de Gestoras de Fondos de Inversión Alternativa –Directiva 2011/61/ UE (DGfIA)<sup>27</sup> fue aprobada y publicada hace más de cuatro años y aunque establecía un plazo de transposición que vencía en 2013 ésta no ha sido realizada hasta noviembre 2014 con la aprobación de la Ley 22/2014 que regula las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras y modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

La Ley entró en vigor el pasado 14 de noviembre, aunque se disponen plazos de adaptación de tres meses para las sociedades gestoras de IIC armonizadas y de seis meses para las de IIC no armonizadas.

En la línea de muchas de las disposiciones últimamente aprobadas, la Ley señala como uno de sus objetivos el de favorecer otras fuentes de financiación directa de las empresas distintas a la bancaria, entre las que la inversión colectiva se configura como una alternativa de creciente relevancia.

<sup>27</sup> Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n° 1060/2009 y (UE) n° 1095/2010.



Mediante la aprobación de esta Ley se establece un nuevo régimen jurídico para las entidades de capital riesgo incorporando a nuestro ordenamiento la DGFIA y quedando derogada la anterior normativa en esta materia.

Las principales novedades son las siguientes:

- Se modifica el régimen financiero de las entidades de capital riesgo flexibilizando los cálculos de los plazos de cumplimiento del coeficiente obligatorio de inversión y permitiendo que las entidades puedan distribuir resultados periódicamente.
- Con el fin de impulsar el sector de capital riesgo orientado a las etapas tempranas de desarrollo de las empresas y ofrecer una alternativa a la financiación bancaria, se crean las entidades de capital riesgo pyme, especializadas en la toma de participaciones minoritarias temporales en pymes, en las que podrán invertir hasta un 70% de su patrimonio, participar en su gestión y ofrecerles servicios de asesoramiento.
- Por primera vez se regulan en España las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC) que al igual que las entidades de capital riesgo podrán adoptar la forma de fondos o de sociedades. Estas entidades gozarán de la máxima flexibilidad operativa.
- Todas aquellas entidades que hubieran podido estar operando en España con forma de sociedad mercantil, invirtiendo en valores no cotizados sin cumplir con el régimen de inversiones y de diversificación del capital-riesgo deberán adaptarse a la Ley.
- Se regulan las condiciones de acceso a la actividad y de ejercicio de las sociedades gestoras de EICC (nueva denominación de las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo) con domicilio en España, así como los requisitos que tendrán que cumplir estas sociedades gestoras cuando pretendan gestionar y comercializar entidades de inversión extranjeras.
- Se recogen los requisitos para la comercialización y gestión transfronteriza, entre los que se encuentra el denominado pasaporte europeo para fondos de inversión alternati-

va de Estados miembros de la UE gestionados por gestoras autorizadas en Estados miembros de la UE.

- Para las IIC constituidas en terceros países que son gestionadas por sociedades gestoras autorizadas conforme a la Directiva o de IIC gestionadas por gestoras no establecidas en la UE, se establece la posibilidad de su comercialización en España siempre que se acredite previamente la concurrencia de ciertos requisitos legales, y se obtenga autorización previa de la CNMV.
- En relación con el régimen del depositario se establece con carácter general, el régimen jurídico de la Directiva, anticipando para el caso de las IIC armonizadas la adaptación a la Directiva UCITS V. La novedad fundamental en esta materia es el nuevo régimen de responsabilidad del depositario que queda notablemente ampliado. En el apartado siguiente se analiza en detalle el nuevo régimen que en lo esencial es común para las entidades depositarias de IIC y de EICC.
- En materia de políticas retributivas se establecen las nuevas obligaciones de la Directiva tanto para las entidades de capital riesgo como las de inversión colectiva y sus gestoras.

En suma, se trata de una Ley aprobada con un notable retraso que ha flexibilizado de forma relevante el régimen jurídico del capital riesgo en España con un claro objetivo de estimular la aparición de nuevas alternativas de financiación para las empresas.

#### 5.2.5.2. Protección de activos: El régimen del depositario<sup>28</sup>

Aunque la Directiva UCITS IV<sup>29</sup> ya incorporaba algunas reglas respecto al papel del depositario, no ha existido una regulación general sobre esta

<sup>28</sup> Ver colaboración de Gregorio Arranz sobre el régimen del depositario en la Directiva UCITS V.

<sup>29</sup> Directiva 2009/65/CE por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios.



materia hasta la aprobación de la DGFIA- en la que se desarrollan además de las funciones que les corresponde realizar a estas entidades (disposiciones recogidas en la propia Directiva así como en el Reglamento Delegado de la Comisión de 19 de diciembre de 2012), un régimen de responsabilidad cuasi objetiva para los casos de pérdida de los instrumentos custodiables.

Pero respecto a los fondos UCITS, la primera regulación completa y uniforme de los depositarios aparece con la Directiva 2014/91 de 23 de julio de 2014 (UCITS V). Se trata de una regulación muy exigente respecto a versiones anteriores, inspirada en la DGFIA, que incluso en algún caso refuerza sus previsiones, al prohibir por ejemplo, delegar la responsabilidad en el subcustodio, algo que sí permite la DGFIA, aunque bajo estrictas condiciones.

La Directiva ha sido prácticamente transpuesta en España (falta la transposición del régimen sancionador) mediante una disposición adicional introducida en la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado. Y el 13 de febrero de 2015, se ha aprobado el Real Decreto 83/2015 por el que se modifica el Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva.

Las principales modificaciones que introducen la Directiva y la nueva Ley de transposición respecto al régimen de los depositarios se refieren a (i) sus funciones y (ii) al régimen de responsabilidad.

### *Funciones del Depositario*

El nombramiento del depositario debe materializarse mediante un contrato escrito en el que se regule, entre otras cosas, el flujo de información necesario para permitirle desempeñar sus funciones<sup>30</sup>.

<sup>30</sup> Está previsto que mediante normas de nivel 2 se determinen los contenidos concretos de estos contratos, algo que para los depositarios de fondos alternativos ya hizo el Reglamento Delegado de 19 de diciembre de 2012.

La Directiva y la Ley señalan para los Depositarios cuatro tipos de funciones: (i) depósito y administración de los activos de la IIC, (ii) registro de otros activos no custodiables, (iii) control de efectivo y (iv) vigilancia y supervisión. De estas funciones solo es delegable la función de depósito y administración siempre que el depositario respete una serie de condiciones, entre las que se encuentra poder demostrar que hay una razón objetiva para hacerlo (hasta ahora la Orden de Depositarios –Orden EHA 596/2008– permitía también la delegación de la función de vigilancia).

- La Función de *depositaria y administración* se ejerce únicamente sobre los títulos físicos que puedan serle entregados y los instrumentos financieros que puedan consignarse en una cuenta abierta en los libros del depositario. El depositario debe garantizar que los instrumentos se consignen en una cuenta separada, a nombre de la IIC (o la sociedad gestora que actúe por su cuenta), de modo que se puedan identificar claramente en todo momento como pertenecientes a la IIC.
- Para los activos no custodiables la función que desarrolla el depositario es la de *comprobación y registro* de los activos lo que implica las siguientes obligaciones básicas: (i) comprobar la propiedad de los activos de la IIC, (ii) mantener un registro actualizado sobre éstos y (iii) asegurarse de que los terceros le proporcionan certificados cada vez que se lleve a cabo una operación sobre los valores depositados o exista un evento corporativo y como mínimo, una vez al año.
- La *función de supervisión y control de los flujos de efectivo* hace al depositario responsable de garantizar que el efectivo de las IIC está controlado en todo momento, y que el dominio sobre el mismo pertenece a la institución. En particular, el depositario se asegurará de que todo el efectivo de la IIC se haya consignado en cuentas de tesorería abiertas en una entidad de crédito, a su nombre, o al del depositario, prohibiéndose en este último caso que en las cuentas se consigne a la vez dinero de la IIC y del propio depositario.



- La regulación que ahora incorpora UCITS V respecto a la función de vigilancia coincide totalmente con la de la DGFIA y muy sustancialmente con la de la versión anterior de UCITS, exigiendo al depositario que se asegure de que se realiza de conformidad con la legislación nacional aplicable y con el reglamento del fondo de la IIC lo siguiente:
  - (i) la venta, emisión, recompra, reembolso y anulación de las participaciones,
  - (ii) el cálculo del valor de las participaciones,
  - (iii) la ejecución de las instrucciones de la sociedad gestora o de inversión;
  - (iv) el destino de los ingresos de la IIC y
  - (v) las operaciones relativas a los activos de la IIC.

### *Responsabilidad del depositario*

La Directiva UCITS V consagra un régimen de responsabilidad cuasi objetiva del depositario para el supuesto de pérdida de los instrumentos custodiables, agravándolo respecto al de la DGFIA, al no permitir la delegación de la responsabilidad para el caso de depositaría de fondos UCITS. Es decir, el depositario será responsable del depósito de los activos incluso si los ha confiado a un tercero en parte o en su totalidad.

No obstante, respecto de los fondos no UCITS la Ley de IIC prevé un régimen similar al de la DGFIA al permitir que en caso de pérdida de instrumentos financieros, custodiados por un tercero, el depositario pueda quedar exento de responsabilidad bajo algunas condiciones<sup>31</sup>.

---

<sup>31</sup> Deberá estar en disposición de probar que (i) se cumplen todos los requisitos para la delegación de sus funciones, (ii) existe un contrato escrito entre el depositario y el tercero por el que se transfiere expresamente a aquel la responsabilidad del depositario y otro entre el depositario y la IIC, o la gestora, que permita expresamente la exención de responsabilidad del depositario y establezca la razón objetiva para suscribir dicha exención.

Los depositarios serán responsables frente a los partícipes o accionistas de todos los perjuicios que les causen por incumplimiento intencionado o por negligencia de sus obligaciones legales. En caso de pérdida de los activos custodiados, el depositario también responderá salvo que pueda probar que ésta se ha producido como consecuencia de un acontecimiento externo cuyas consecuencias hubieran sido inevitables a pesar de todos los esfuerzos por parte del depositario por evitarlas<sup>32</sup>.

La responsabilidad del depositario podrá ser reclamada por los partícipes bien de forma directa o bien indirectamente a través de la sociedad gestora. Igualmente el depositario está obligado a exigir a la sociedad gestora responsabilidad en el ejercicio de sus funciones en nombre de los partícipes.

Este régimen de responsabilidad cuasi objetiva que se describe en este apartado, plantea algunos graves inconvenientes que a juicio de este Observatorio no compensan plenamente una pretendida mayor protección del inversor.

En primer lugar el nuevo sistema incrementa sustancialmente el esquema de responsabilidad anterior, que ya permitía exigir a los depositarios estándares elevadísimos de diligencia y responsabilidad, convirtiendo de hecho a los depositarios en entidades aseguradoras. Es de presagiar que la solución adoptada expulse del mercado a un gran número de depositarios, reduciendo la competencia.

Las entidades que permanezcan tenderán a cobrar unas remuneraciones mucho más altas que las actuales, como forma de compensar la elevadísima prima aseguradora que la solución comporta lo que en última instancia perjudicará la rentabilidad obtenida por el inversor ya que

---

<sup>32</sup> Entre estos esfuerzos, se incluyen el haber informado a la gestora de los riesgos significativos detectados y adoptar, en su caso, las medidas oportunas para prevenir o mitigar la pérdida de instrumentos financieros en custodia. Asimismo, si considera que el nivel de protección del instrumento financiero no es suficiente pese a reiterados avisos, el depositario podrá tomar medidas adicionales, como rescindir el contrato y solicitar su sustitución.



previsiblemente las nuevas cargas acabarán siéndole repercutidas en perjuicio del retorno financiero de sus inversiones.

Finalmente, dado el nivel de los activos depositados, el nuevo riesgo que asumen los depositarios no puede menos que ser calificado como sistémico.

#### 5.2.6. *El nuevo régimen del abuso de mercado*

El informe del Grupo de Alto Nivel sobre supervisión financiera en la UE (Informe DeLarosière, de febrero 2009) señalaba que los regímenes sancionadores de los Estados miembros de la UE son en general poco disuasorios y heterogéneos. Esta conclusión del citado informe ha dado lugar a un nuevo impulso regulador tendente a armonizar las normas penales de los países de la UE relativas a las prácticas de abuso de mercado.

El nuevo régimen jurídico sobre esta materia resultará de aplicación a partir de mediados del año 2016 y se recoge en la Directiva sobre las sanciones penales aplicables a las operaciones con información privilegiada y a la manipulación de mercado (MAD II), y en el Reglamento sobre abuso de mercado (MAR).

Por una parte, MAD II establece unas normas comunes para la definición de los supuestos de abuso de mercado más graves y unos niveles mínimos de sanciones penales, incluyendo la responsabilidad penal de la persona jurídica. Así, instituye un marco común normativo que incluye multas y penas de privación de libertad máxima de al menos cuatro años por operaciones con información privilegiada o manipulación de mercado, y de al menos dos años por la divulgación ilícita de información privilegiada. Asimismo, regula la responsabilidad de las personas jurídicas en los supuestos de abuso de mercado.

Las principales novedades de esta norma se refieren a las siguientes cuestiones:

- Se delimitan los supuestos de abuso de mercado que deben ser considerados como

delito por los Estados miembros y, por lo tanto, sujetos a sanciones penales. En concreto, el uso de información privilegiada y la manipulación de mercado, siempre que se cometan de forma intencionada, tendrán la consideración de delito.

- La inducción así como el auxilio necesario son también punibles al igual que el grado de tentativa con la excepción del supuesto de difusión inadecuada de información privilegiada y de información engañosa.
- Sanciones penales: Los Estados miembros deberán tomar las medidas adecuadas para asegurarse de que las sanciones penales correspondientes a las faltas criminales son efectivas, proporcionadas y disuasorias.

Por su parte el Reglamento sobre Abuso de Mercado introduce las siguientes novedades:

- Extiende su ámbito de aplicación, por un lado, a toda clase de plataformas de negociación y, por otro, a todo tipo de instrumentos financieros como los derivados sobre *commodities* que también quedan sujetos a algunos aspectos del nuevo Reglamento.
- Clarifica qué supuestos de negociación de alta frecuencia (*high frequency trading*) constituyen manipulación de mercado, entre los que se incluyen, por ejemplo, la remisión de órdenes sin intención de negociar sino de alterar o interrumpir el sistema de negociación.
- Amplía la obligación de remisión de operaciones sospechosas a las no ejecutadas y a las ejecutadas OTC, y permite a las autoridades obtener datos y registros telefónicos de operadores de telefonía y acceder a documentos privados, previa orden judicial, cuando exista una sospecha razonable de que existe abuso de mercado.
- Solicita de los Estados miembros que establezcan (i) canales de denuncias por medio de los supervisores, con normas de protección para quienes comuniquen supuestos de abuso de mercado e (ii) incentivos a este fin.





- Se contempla la tentativa de manipulación de precios como un nuevo supuesto de abuso de mercado, para que pueda sancionarse el intento aunque no se consiga realmente.
- Se establece un marco normativo común de infracciones y sanciones administrativas para operaciones con información privilegiada, para la revelación indebida de la misma y para la manipulación del mercado, así como medidas para impedir el abuso de mercado.
- Se introduce el principio general de que las multas no pueden ser inferiores al beneficio obtenido como consecuencia del abuso de mercado y que la multa máxima no debe ser inferior a dos veces dicho beneficio.
- Se prevén como nuevas sanciones administrativas, entre otras, la restitución de los beneficios obtenidos o de las pérdidas evitadas gracias a la infracción en caso de que puedan determinarse, y la prohibición permanente de ejercer funciones de dirección en empresas de inversión en caso de infracción reiterada de las responsabilidades sobre abuso de mercado.

En nuestra opinión, el reforzamiento de las normas sobre abuso de mercado previendo sanciones penales que demuestren una desaprobación social más severa que la que se deduce de las sanciones administrativas resulta esencial para defender la integridad del mercado. Y el hecho de que éstas sean tipificadas de forma armonizada por todos los Estados miembros, al menos en lo referente a las infracciones más graves, señalando los tipos de conductas particularmente inaceptables, es primordial para garantizar la aplicación general de la política destinada a combatir el abuso de mercado en todo el territorio comunitario y transmitir a los inversores y a los posibles infractores la enorme importancia de esta materia para el buen funcionamiento del mercado.

## 6. LA AGENDA LEGISLATIVA PREVISTA PARA 2014-2019

Como ha quedado de manifiesto, la actividad legislativa desarrollada durante los años 2009 a 2014 ha sido intensa. La pregunta que nos hacemos ahora es qué nos deparará el nuevo periodo. ¿Qué está previsto que aborde el octavo Parlamento?

De una parte, en esta etapa habrá que terminar de negociar y aprobar Directivas y Reglamentos que no llegaron a adoptarse durante la fase previa. Por otro lado, hay que acometer multiplicidad de desarrollos técnicos y concreciones de las normas aprobadas entre 2009 y 2014. Y finalmente hay que mirar hacia el futuro; observar cómo evolucionan las normas ya implantadas, valorar sus efectos sobre el mercado y los costes que ocasionan y proponer medidas correctoras.

### 6.1. ASUNTOS PENDIENTES

Los temas heredados de la anterior etapa, que deben abordarse en el periodo 2014-2019, son numerosos y el carácter crítico de alguno de ellos hace especialmente relevante que sean objeto de atención inmediata.

#### 6.1.1. *Medidas de reforma estructural de la banca*<sup>33</sup>

Las reformas estructurales de la banca no han formado parte de Agenda del G-20 que se aprobó tras la crisis. No era un tema que inicialmente fuera objeto de atención frente a otras materias que fueron consideradas urgentes (gestión de riesgos, gobierno corporativo, reforzamiento del capital,...).

Sin embargo, han sido varias las iniciativas en este sentido adoptadas en distintas jurisdiccio-

---

<sup>33</sup> Ver colaboración de Gloria Hervás Ortega, del Departamento de Public Policy de Banco Santander incluida en esta edición del Observatorio.



nes, las cuales, aun coincidiendo en sus objetivos finales, muestran grandes diferencias en su diseño. Esta situación ha hecho surgir en los reguladores una creciente preocupación por el impacto de estas reformas y por esta razón, el FSB recibió el mandato de analizar su impacto potencial sobre los mercados y estabilidad financiera. El informe, que se publicó en octubre de 2014, aunque concluye que todavía es prematuro valorar el impacto de estas reformas, sí alerta del posible impacto en operatividad y eficiencia de resolución de grupos cross border y en la liquidez de los bonos corporativos y de deuda soberana de los mercados donde operan los bancos globales.

En el marco de la UE, se publicó en octubre de 2012 el Informe Liikanen cuyas conclusiones mostraban el apoyo del grupo de trabajo a las tendencias que reclamaban reformas estructurales en el sector bancario y recomendaba 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 por otro, cuando superaran determinados volúmenes de actividad.

Este informe y dos consultas posteriores de noviembre 2012 y julio 2013 de la Comisión –con el objetivo de valorar la conveniencia de las reformas estructurales y recabar opinión sobre los posibles enfoques dados en otras jurisdicciones– dieron origen a la Propuesta de Reglamento de la Comisión Europea de reforma estructural en la banca de 29 de enero de 2014<sup>34</sup>.

Esta iniciativa se producía al tiempo que avanzaban propuestas similares en EE.UU. (norma Volcker), Reino Unido (reforma Vickers), Francia, Alemania y Bélgica. Todas estas propuestas de reforma estructural tratan de (i) limitar que los bancos puedan realizar ciertas actividades que pudieran poner en peligro sus depósitos y (ii) favorecer, llegado el caso, la resolución de las entidades. Sin embargo, las propuestas difieren

en cuanto 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.

#### *Alcance de la Propuesta de Reglamento*

Las principales cuestiones que plantea la Propuesta de Reglamento son las siguientes:

- El ámbito de la Propuesta incluye a las entidades globales de importancia sistémica (*Global Systematically Important Banks*) de la UE y a aquellas otras que, sin serlo, superen durante tres años dos condiciones:
  - Mostrar un tamaño de balance superior a 30.000 millones de euros.
  - Contar con un volumen de activos y pasivos de *trading* superior a 70.000 millones de euros o de importe superior al 10% de su balance.

Se incluyen en su ámbito 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.

- La Propuesta (i) prohíbe a las entidades afectadas la realización de operaciones por cuenta propia (excluida la negociación de deuda pública de la UE) y (ii) exige la separación de la actividad de creación de mercado y de otras actividades de *trading* (en este caso también se excluye la deuda pública de la UE).
- El marco regulador contempla que cuando una entidad supera unos determinados niveles de actividad medidos por ocho parámetros contables y prudenciales distintos (tamaño, apalancamiento, riesgo de contraparte, complejidad relativa de los derivados, rentabilidad relativa de las actividades de *trading*, riesgo de mercado, interconexión y riesgo de crédito y de liquidez) el supervisor sólo podría eximir a la entidad de la separación si estimara que la entidad no pone en riesgo su propia estabilidad ni la del sistema. Además, el supervi-

<sup>34</sup> «Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre medidas estructurales para aumentar la resiliencia de las entidades de crédito de la UE». COM/2014/043 final.



sor queda facultado para exigir la separación aun cuando una entidad no superara los límites fijados.

- Las entidades que se vean obligadas a separar sus actividades deben hacerlo a una entidad diferente, cuyos vínculos jurídicos, económicos, operativos y de gobernanza con el resto del grupo quedan sujetos a ciertas limitaciones para asegurar que no se produce contaminación alguna entre las actividades separadas.

### *Valoración de la Propuesta*

El proceso legislativo de este Reglamento se ve dificultado, por un lado, porque algunos países ya han hecho sus propias leyes en esta área y, por otro, porque cuenta con una oposición importante de la industria, que presumiblemente en el panorama actual no decaerá. No obstante, es de prever que con más o menos restricciones el Reglamento vea la luz próximamente.

En opinión de este Observatorio, la imposición de un marco general de reformas estructurales no parece la mejor solución. Es cierto que la separación de las actividades de riesgo puede ser adecuada en algunos casos pero bastaría para ello aplicar la normativa ya en vigor. Así, por ejemplo, la Directiva europea sobre rescate y resolución de las entidades de crédito<sup>35</sup> prevé que las autoridades de resolución puedan exigir a los bancos cambios estructurales –por ejemplo en su estructura organizativa y jurídica– si consideraran que es necesario para favorecer una resolución eficaz.

Asimismo, el Informe del FSB sobre los atributos clave para una efectiva resolución de entidades financieras<sup>36</sup> contempla que las autorida-

des de supervisión y resolución cuenten con poderes suficientes para exigir a una entidad la adopción de medidas adecuadas, tales como cambios en su gestión, estructura u organización, con el fin de reducir la complejidad y el coste de resolución. También en el Informe Liikanen se contempla una solución similar. En sus conclusiones, se indica que una parte del grupo de trabajo apoyaba una solución individualizada tras un análisis «caso a caso».

Por el contrario, propuestas como la del Reglamento, exigidas con carácter global con independencia de las circunstancias individuales de las entidades, harán incurrir a las que sean objeto de separación en costes significativos –financieros legales, tecnológicos, humanos, ...– que aun no siendo recurrentes pueden cuestionar la viabilidad del negocio desde su arranque. Costes que finalmente serán asumidos por el cliente final, en precio o en deterioro en la calidad del servicio.

Por último, vemos riesgos para la estabilidad financiera. Por un lado, la diversidad de modelos de negocio favorece una mejor absorción de los problemas financieros de las entidades. El beneficio obtenido en las actividades de banca mayorista puede servir para compensar menores ingresos en el negocio minorista, y viceversa. Ambas líneas de negocio resultan mucho más frágiles para el conjunto del sistema si están separadas. Por consiguiente, impedir que los bancos que puedan competir en varios segmentos de negocio desarrollen su actividad de forma diversificada puede afectar negativamente a los objetivos de estabilidad financiera. Además la expulsión de los bancos de depósitos del circuito financiero de los nuevos bancos de inversión incrementaría la exposición mutua entre éstos y ofrecería una amenaza adicional para la estabilidad del sistema.

Por otra parte, creemos que propuestas como la actual favorecen el traslado de las actividades que pretenden limitarse hacia otros sectores no regulados o bien que queden encubiertas, con las consiguientes consecuencias negativas para el sistema financiero.

<sup>35</sup> Directiva 2014/59/UE del Parlamento europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.

<sup>36</sup> «Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions». FSB. Octubre 2011



## 6.1.2. Impuestos sobre las transacciones financieras<sup>37</sup>

### 6.1.2.1. Impuesto sobre las transacciones financieras en la UE

Una de las más polémicas piezas legislativas entre los asuntos que han quedado pendientes es el impuesto transacciones financieras («FTT», por sus siglas en inglés). Aunque la iniciativa no sea aprobada por todos los Estados miembros en su conjunto, su impacto, por la naturaleza de las operaciones a las que afecta, se sentirá mucho más allá de los países que decidan aplicarla.

La propuesta de Directiva a la que se han adherido 11 países, entre los que no se encuentran Reino Unido y Luxemburgo, pretende gravar todas las transacciones financieras en las que participe una entidad financiera, ya sea actuando por cuenta propia o en nombre de terceros. Estas transacciones económicas deben efectuarse en alguno de los Estados que hayan suscrito el acuerdo o bien sobre instrumentos emitidos en estos Estados.

Por transacción financiera se entenderá la compraventa de instrumentos financieros, así como los pactos de recompra, préstamos de valores, cesión de derechos sobre instrumentos financieros y contratos de derivados. En cuanto a la base imponible se considerará la contraprestación pagada o endeudada por un tercero, y el tipo impositivo que vaya a aplicarse será fijado por cada Estado como un porcentaje que no podrá ser inferior al 0,1% excepto para derivados que tributarán al 0,01%.

La introducción del FTT tendrá en principio un gran impacto en los agentes participantes en los mercados financieros. Si bien todavía se trata de una regulación en fase de discusión, principalmente por la lista de instrumentos financieros que serán finalmente gravados –por ejemplo se debate la inclusión o no de la renta fija–, parece que la intención es que comience a aplicarse en 2016.

<sup>37</sup> Ver colaboración de Roberto Grau, y Fernando Escibano, Abogados del Departamento de Derecho Fiscal de Clifford Chance.

### 6.1.2.2. FATCA

La normativa FATCA nació con el propósito de evitar la evasión fiscal por parte de los contribuyentes con obligaciones fiscales en los Estados Unidos, que pudieran contar con activos o cuentas ocultas o no declaradas *offshore*.

FATCA prevé que las entidades financieras extranjeras (FFI) comuniquen información sobre las rentas obtenidas por personas estadounidenses, regulando un severo régimen sancionador en caso de incumplimiento. La norma demanda que las FFI firmen acuerdos individuales con la administración tributaria norteamericana (IRS) mediante los cuales aquellas asumen el compromiso de identificar a sus clientes estadounidenses y de facilitar dicha información al IRS.

Con el fin de facilitar el cumplimiento y flexibilizar el impacto de su implantación en las entidades financieras, se prevé la posibilidad de suscribir acuerdos intergubernamentales (*Intergovernmental Agreement*, –IGA–) que, en esencia, suponen desplazar el compromiso de obtención y suministro de información y la relación con las autoridades estadounidenses al Estado de residencia de las FFI.

Esta es la alternativa que se ha seguido en distintos países, entre los que se encuentra España, según la cual los Estados participantes en los acuerdos llevarán a cabo su propia regulación para lograr el cumplimiento de FATCA por parte de las entidades, facilitando información sobre sus clientes estadounidenses a las autoridades fiscales locales. A cambio, todas las instituciones financieras de dicho país serán consideradas automáticamente como entidades cumplidoras con la normativa FATCA.

El Acuerdo entre España y Estados Unidos fue firmado el 14 de mayo de 2013 y entró en vigor el 1 de julio de 2014.

El pasado 2 de julio de 2014 se publicó en el BOE la Orden HAP/1136/2014, que contiene el desarrollo legislativo que era necesario aprobar para regular las obligaciones de las entidades financieras con la administración española. La citada Orden Ministerial matiza y desarrolla algunas de las provisiones contenidas en el acuerdo,



además de aprobar el formulario mediante el cual deberá realizarse la declaración informativa anual de cuentas financieras de determinadas personas estadounidenses (modelo 290).

Asimismo, la Orden Ministerial establece el ejercicio 2014 como el primer año sobre el que habrá de recabarse información, y no el año 2013 como estaba inicialmente previsto.

Adicionalmente, la información recogida por las instituciones financieras respecto de las cuentas de personas estadounidenses deberá comunicarse a la administración tributaria española durante los tres primeros meses del año siguiente a aquél al que hace referencia la información suministrada. Excepcionalmente, la información correspondiente al año 2014 debe ser proporcionada por parte de las instituciones financieras españolas a la Agencia Tributaria antes del día 31 de mayo de 2015 mediante la presentación del citado modelo 290.

Por último, el Consejo de la UE aprobó el pasado 9 de diciembre de 2014, la Directiva 2014/107/UE<sup>38</sup> con la finalidad de resolver el problema que plantean el fraude fiscal y la evasión fiscal transfronterizas. Las disposiciones de la Directiva deben ser transpuestas por los estados miembros a más tardar el 31 de diciembre de 2015 y serán de aplicación a partir del 1 de enero de 2016.

### 6.1.3. *La banca en la sombra*

Los estrictos requisitos de capital y liquidez exigidos a la actividad bancaria tradicional han hecho emerger una nueva ingeniería financiera al margen del sistema, no sujeta a supervisión ni a regulación, que se ha venido a denominar banca en la sombra, a la que se achacan algunas de las deficiencias que condujeron a la reciente crisis financiera.

El término, en su origen, hacía referencia a la actividad desarrollada por instituciones financie-

ras no bancarias, transformando vencimientos de los activos financieros, mediante la captación de fondos a corto plazo en los mercados monetarios, para usarlos en la compra de activos con plazos de vencimiento más largos. Se trata de una actividad típica de los bancos que al ser realizada por entidades no sujetas a la regulación bancaria tradicional, se dice que está «en la sombra».

El Fondo Monetario Internacional utiliza un concepto más general; la define como cualquier actividad financiera que requiera un respaldo privado o público para operar. Asimismo, el FSB en sus informes maneja una definición amplia de este concepto. Se refiere a la banca en la sombra como *aquel sistema de intermediación crediticia conformado por entidades y actividades que están fuera del sistema bancario tradicional*<sup>39</sup>. En estas definiciones tan extensas tienen cabida actividades y entidades muy diversas. Desde los fondos de titulización, el *crowdfunding* o los microbancos, hasta los préstamos de valores, los fondos del mercado monetario, los fondos inmobiliarios, los de capital riesgo, los repos o actividades del ámbito asegurador. En muchas ocasiones, se definen como banca en la sombra actividades que son realizadas por la banca tradicional que, por tanto, ya están sujetas a algún tipo de control o supervisión y generan información pública.

Se trata de una actividad que está siendo fomentada por las autoridades europeas y las de los Estados miembros como alternativa a la financiación bancaria tradicional en un momento de especial escasez de crédito bancario. Es el caso, por ejemplo, del Proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial en España o del *Green Paper* de la Comisión Europea sobre *Capital Market Union*. Y ello está bien porque resulta preciso impulsar iniciativas de mejora y refuerzo del papel de los mercados de capitales en Europa en la financiación de la economía real.

<sup>38</sup> Directiva 2014/107/UE del Consejo de 9 de diciembre de 2014 que modifica la Directiva 2011/16/UE por lo que se refiere a la obligatoriedad del intercambio automático de información en el ámbito de la fiscalidad.

<sup>39</sup> Ver el reciente informe del FSB *Global Shadow Banking Monitoring Report 2014*, de 30 de octubre de 2014, en el que presenta los resultados del cuarto ejercicio de seguimiento de la actividad de la banca en la sombra.



Pero al mismo tiempo, no ha de perderse de vista que, tal como el propio FSB reconoce, también constituye una fuente importante de riesgo sistémico, en particular cuando se realizan operaciones de transformación de plazos y de apalancamiento. De hecho, en los Estados Unidos se han producido, en los últimos años, al menos tres crisis con trascendencia sistémica en ámbitos ajenos al de la banca regulada<sup>40</sup>.

Se presenta, por tanto, como una actividad en la que la cautela y la profesionalización de la gestión son imprescindibles, tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda de financiación y requiere un entorno de más disciplina y transparencia por parte de los emisores que los reguladores deben tener presente. Sobre todo teniendo en cuenta que son las empresas de menor tamaño, las que tienen mayor dificultad de acceder a la financiación no bancaria y las de menor profesionalización, las que en mayor medida se benefician de estas alternativas de financiación.

Y en cuanto a su importancia cuantitativa, hemos de señalar que es un sector cuya operativa está creciendo significativamente. Según el citado informe del FSB la actividad de intermediación no bancaria creció, solo en 2013, en 5 billones de dólares hasta alcanzar una cifra total de 75 billones de dólares.

Es, en consecuencia, una materia con una importante incidencia, cualitativa y cuantitativa, en la estabilidad del sistema financiero que los reguladores han tratado de abordar tras la crisis elaborando numerosas informes y recomendaciones. El FSB en su informe de 2011 expuso sus primeras preocupaciones. La Comisión Europea publicó, en marzo de 2012, un libro verde sobre el Mercado Bancario en la Sombra alertando sobre su importancia.

La respuesta más asentada por los reguladores e instituciones globales ante estas actividades ha sido la de tratar de incrementar el control y la transparencia sobre ellas evitando que queden en

la sombra. Así, algunas de las iniciativas legislativas europeas ya aprobadas están vinculadas con actividades que se incluyen en el perímetro de lo que constituye banca en la sombra e incluyen apartados que, de una u otra forma, abordan cuestiones relacionadas con ella. Tal es el caso de la regulación de los fondos de inversión alternativa, los fondos del mercado monetario y los fondos cotizados, o de la Directiva Solvencia II en el sector asegurador.

Y en este contexto, se incardina la propuesta de la Comisión Europea de Reglamento comunitario sobre notificación de las operaciones de financiación de valores y su transparencia, que, aunque afecte colateralmente al segmento bancario tradicional, se dirige a actividades crediticias realizadas al margen del sistema bancario tradicional. Su objetivo principal es incrementar la transparencia de las operaciones de financiación de valores<sup>41</sup> (*Securities Financing Transactions*), de otras estructuras de financiación con un efecto económico equivalente y de las rehipotecaciones, a fin de recabar toda la información necesaria para poder desarrollar instrumentos eficaces para prevenir riesgos sistémicos y, consecuentemente, asegurar una adecuada regulación y supervisión del recurso a estas operaciones por parte del sistema bancario en la sombra.

En concreto, la propuesta de Reglamento establece (i) la obligación de comunicar todas las operaciones a los registros centrales –Trade Repositories–, lo que facilitará su supervisión, (ii) la comunicación de información detallada sobre este tipo de operaciones, lo que hará que la toma de decisiones de los inversores sea lo más informada posible, y (iii) el establecimiento de condiciones mínimas para formalizar la rehipotecación de los instrumentos financieros, buscando que el cliente o la contraparte lo consientan expresamente, por escrito y con carácter previo a que se produzca la operación.

<sup>40</sup> Nos referimos al *hedge fund* Long Term Capital Markets, a las titulaciones *subprime*, y a los *money market funds*.

<sup>41</sup> Las operaciones de financiación de valores (*Securities Financing Transactions*) incluyen (i) los préstamos de valores y materias primas, (ii) las compraventas con pacto de recompra (repos) y con pacto de reventa (reverse repos) y (iii) las compraventas reversibles (*buy-sell back* o *sell-buy back transactions*).



En conclusión, la banca en la sombra es un concepto excesivamente amplio que incluso comprende actividades realizadas por entidades reguladas, aunque no sean bancarias. Aún cuando se imputa a estas actividades un papel relevante como causantes de la crisis, la realidad es que su importancia ha crecido desde entonces, probablemente como consecuencia de la más intensa y estricta regulación acometida como reacción a la crisis y de la laxitud monetaria prolongada de los bancos centrales. Ambas circunstancias han incentivado una mayor toma de riesgos, sesgada del lado de las entidades financieras no bancarias, las cuales, ante unos tipos de interés tan bajos, intentan buscar mayores rentabilidades en activos de más riesgo o apalancando en mayor medida sus balances.

Y si el riesgo de transferencia de actividades hacia la banca en la sombra trae causa de la excesiva y más estricta regulación en el sector bancario, cabría concluir que no parece conveniente ampliar esta abundancia regulatoria a otros sectores de forma extensiva. En opinión de este Observatorio, los reguladores deberían afinar el perímetro de actividades que se consideran banca en la sombra, y tener en consideración su importancia como alternativa a la financiación bancaria, concentrado su actividad normativa en aquellos casos en los que los agentes que la soportan sean inversores minoristas con un menor nivel de conocimiento financiero y del riesgo que asumen. Y todo ello, sin perder de vista que una extremada reacción puede tener efectos perversos sobre el desarrollo de circuitos de financiación alternativa necesarios para fomentar el crecimiento de la economía.

El dilema que se presenta exige modular la normativa para conseguir un equilibrio entre las opciones extremas de no regular para no entorpecer la mejora del crecimiento económico que la actividad crediticia no bancaria favorece, sustituyendo a la financiación bancaria tradicional, o regularlo todo en aras de evitar el riesgo de deterioro de la estabilidad financiera. La transparencia sobre la actividad en la sombra y la implantación de medidas macro-prudenciales podría ser la mejor forma de afrontar esta disyuntiva para

controlar un riesgo excesivo que es ya una realidad.

Asimismo, resultaría necesario para asegurar que los nuevos canales de financiación que los reguladores quieren impulsar cumplen sus objetivos sin incrementar las amenazas a la estabilidad financiera, mejorar el nivel de formación y educación financiera de los inversores posibilitando así la comprensión de los riesgos que las nuevas alternativas de financiación presentan.

#### 6.1.4. *Algunas alternativas a la financiación bancaria a largo plazo*

Los *covered bonds* y las operaciones de titulización han tenido una especial relevancia y protagonismo en los mercados financieros en las últimas décadas y de modo particular en España, que junto con el Reino Unido, ha llegado a ser uno de los países referentes en volúmenes de emisión.

A nivel internacional la crisis de los préstamos *subprime* estadounidense afectó de forma muy significativa a los bonos respaldados por estos activos, que se trasladó posteriormente al sistema financiero europeo. Posteriormente, la inestabilidad y la incertidumbre sobre la calidad crediticia de los activos se extendieron también al resto de activos titulizados.

A partir de entonces, el mercado de titulizaciones sufrió una notable disminución de actividad, que en parte se palió por las medidas de apoyo al sistema financiero que se implementaron a partir del año 2008, entre las que las destinadas a los activos de titulización desempeñaron un papel muy destacado.

En este contexto, la Comisión Europea ha aprobado recientemente un Libro Verde sobre la Financiación a Largo Plazo de la Economía Europea que hace alusión al necesario desarrollo y fomento de reformas de los mercados de capitales europeos, para que canalicen financiación a largo plazo de la manera más eficaz posible, y en particular, en el ámbito de la titulización y los *covered bonds*. Si bien dicho informe destaca que estos instrumentos han demostrado ser relativa-



mente resistentes durante la crisis, reitera la necesidad de introducir mejoras en su armonización en el ámbito europeo; asimismo, respecto a la titulización, el informe incide en la conveniencia de reforzar la supervisión y transparencia de estos instrumentos, como medidas que contribuirían a permitir a las entidades financieras la gestión de riesgos y la liberación de capital así como su movilización para la concesión de nuevos préstamos.

En el mismo sentido y según la opinión de la *Association for Financial Markets in Europe* (AFME), la recuperación del mercado de titulaciones –y por extensión de los *covered bonds*– contribuiría notablemente a la liberalización de los mercados de crédito y a sostener una mayor recuperación económica en toda Europa.

El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) ha anunciado recientemente la puesta en marcha de un programa de compra de bonos de titulización de activos de alta calidad y de *covered bonds*, revelándose así nuevamente una fuerte apuesta a nivel institucional en la eurozona por estos instrumentos financieros.

En el artículo de Enrique Carretero e Ignacio García Silvestre<sup>42</sup> que se incluye en este trabajo, se repasa el marco legal de estos productos en España y las nuevas propuestas de regulación. En él se señala que el régimen hasta ahora vigente en materia de titulización está siendo objeto de revisión a través del Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, que se encuentra en trámite de elaboración parlamentaria.

La reforma del régimen de titulaciones se articula con la finalidad de revitalizar el producto aproximando nuestro régimen jurídico al de otras jurisdicciones europeas más avanzadas y flexibilizando la operativa de estos instrumentos. A su vez, se fortalecen las exigencias en materia de transparencia y protección del inversor.

Como novedad, se señala que los fondos de titulización podrán conceder garantías a favor de

otros pasivos emitidos por terceros. Esta posibilidad permite la emisión de un nuevo producto –*covered bonds* estructurados– que ya ha sido realizada con éxito en los mercados europeos<sup>43</sup>. En realidad este tipo de bono es un híbrido de *covered bond* y titulización y supone la existencia de doble recurso por parte de los bonistas; en primer lugar a la entidad emisora (el fondo de titulización) y, en caso de incumplimiento de ésta, a la cartera que actúa como colateral o garantía de la emisión<sup>44</sup>. Esta posibilidad aumenta la gama de productos de financiación al alcance de las entidades de crédito, reduciendo su coste y puede suponer un incentivo para la concesión de nuevos préstamos.

#### 6.1.5. *La modificación de la directiva de mediación de seguros*

La reforma de la Directiva de Mediación de Seguros (IMD II) que comenzó en 2012, se encuentra ya en el proceso final para su aprobación definitiva. No obstante, en el último año se han producido importantes novedades que como ya hemos señalado en el apartado 5.2.4 anterior, inciden en la necesidad de igualar los requerimientos exigibles a la distribución de productos sustitutivos y afectan, por tanto, de manera indirecta a esta reforma normativa.

En primer lugar, la Directiva MiFID II, si bien finalmente no ha incluido dentro de su ámbito de aplicación relativo a las normas de protección al consumidor a los productos de seguros con componente de inversión, ya señala en sus considerandos la regulación que deberá contener la futura Directiva IMD II sobre la distribución de seguros que se ofrezcan como alternativas o sustitutos de instrumentos financieros.

Se establece expresamente que para proporcionar una protección coherente a los clientes

<sup>42</sup> *Covered Bonds y Titulizaciones: nuevas tendencias y propuestas de regulación* de Enrique Carretero e Ignacio García Silvestre, Baker & McKenzie, Madrid.

<sup>43</sup> COMMERZBANK realizó la primera emisión denominada Structured SME Covered Bond de 500 millones de euros en febrero de 2013.

<sup>44</sup> Ver «Financiación estructurada y crédito a las pymes», José Antonio Trujillo. «Los retos de la financiación del sector empresarial» FEF y Cde 2014.





minoristas y garantizar la igualdad de condiciones entre productos similares, es importante que los productos de inversión basados en seguros estén sometidos a los requisitos adecuados.

Por lo tanto, se prevé que la futura Directiva IMD II cuente con las mismas obligaciones que la Directiva MiFID II asegurando así «un enfoque normativo coherente en relación con la distribución de productos financieros distintos que satisfacen necesidades similares de los inversores y plantean problemas comparables de protección del inversor».

En segundo lugar, es importante señalar que la Directiva MiFID II ha llevado a cabo indirectamente una modificación de la actual Directiva de Mediación de Seguros con la finalidad de armonizar las normas relativas a la gestión de los conflictos de intereses y la información a los usuarios. Asimismo, la modificación introducida en la Directiva de Mediación de Seguros permite a los Estados miembros establecer restricciones a la remuneración de los intermediarios de seguros, siempre y cuando se justifique que estas restricciones persiguen aumentar la protección de los clientes.

#### 6.1.6. *Desarrollos técnicos de las directivas y reglamentos previamente aprobados*

Por último, hay que resaltar que una gran cantidad de las normas técnicas que sustentan las nuevas directivas y reglamentos aún no se ha escrito. Estas normas de desarrollo son críticas para que las Directivas y Reglamentos logren, en primer lugar, aplicarse y, en segundo lugar, para que pueda evaluarse el impacto total del paquete de reformas postcrisis.

Una buena parte de las normas que se han dictado hasta la fecha eran de máxima prioridad cuando se formularon y se pretendía que comenzaran a aplicarse lo antes posible. Sin embargo, y aunque muchas de ellas se encuentran teóricamente en vigor, pues su entrada en vigor se produjo pocos días después de su publicación (en particular los reglamentos comunitarios, que no

requieren de actos de transposición a los ordenamientos jurídicos nacionales) lo cierto es que de facto no lo estarán hasta mucho tiempo después.

Un buen ejemplo de este caso es EMIR, que pese haber entrado teóricamente en vigor el 16 de agosto de 2012, a la fecha de elaboración de este trabajo, aún hay una parte muy sustancial de la normativa que se encuentra pendiente de desarrollo y concreción.

Otro ejemplo es el Reglamento sobre la mejora de la liquidación de valores y sobre los Depositarios Centrales de Valores, en vigor desde el 14 de septiembre de 2014, que requiere igualmente de desarrollos normativos posteriores que se irán produciendo hasta el año 2025 para algunas de sus disposiciones.

## 6.2. *NUEVOS HORIZONTES*

### 6.2.1. *Nuevas prioridades en la regulación*

Están comenzando a surgir en las agendas legislativas nuevas prioridades respecto a las que lo fueron en la etapa anterior. El foco de los últimos cinco años se ha dirigido, tal y como ya se ha apuntado en este trabajo, a afianzar la estabilidad financiera y lograr una regulación proteccionista que evite que los mismos errores del pasado se repitan.

El mandato para el periodo 2014-2019 para las instituciones europeas busca, aparte de completar las iniciativas previas, el fomento de una mayor y más rápida recuperación económica y el crecimiento.

Un Informe publicado por «The City UK» y el nuevo Parlamento y Comisión Europeos indica que su trabajo deberá concentrarse en el nuevo periodo en la promoción de empresas competitivas, creando un ambiente estable para los negocios, en mejorar las infraestructuras y la tecnología y en promover la inversión a largo plazo. Completar el proyecto de mercado único de servicios financieros será una de las prioridades para ofrecer nuevas oportunidades a los inversores y alternativas de financiación para las empre-



sas. El programa *Capital Markets Union* de la Comisión Europea puede ser un importante avance en este proceso.

Así, el Green Paper de la CE, recientemente publicado, sobre el citado programa, marca el inicio de una consulta que se realiza a los grupos parlamentarios, a los Estados miembros y a la industria de mercados de capitales con el objetivo de desarrollar un plan de acción para la construcción de un Mercado de Capitales de la Unión europea que esté en pleno funcionamiento en 2019.

Dentro de este programa, se pretende avanzar en los próximos meses, en la siguiente dirección:

- desarrollar propuestas para fomentar la titulización de alta calidad y liberar los balances bancarios;
- revisar la Directiva de Folletos para facilitar el acceso al mercado y la financiación empresarial transfronteriza, la de las entidades más pequeñas;
- trabajar en la mejora de la disponibilidad de información de las Pyme para que sea más fácil para los inversores destinar fondos a ellas;
- impulsar, juntamente con la industria, un régimen europeo de colocación privada para fomentar la inversión directa en empresas de menor tamaño; y
- apoyar el lanzamiento de nuevos fondos de inversión a largo plazo en Europa dirigidos, entre otros proyectos, a la inversión en infraestructuras.

Es cierto que muchas de las cuestiones en juego se han discutido durante muchos años, pero es necesario impulsarlas, ahora más que nunca, para convertir en realidad el proyecto de Unión Europea.

La dirección es clara; construir un mercado único de capitales desde abajo, identificando las barreras existentes y creando un sentimiento de confianza para invertir en Europa.

Otro de los objetivos fijados para la nueva etapa es el de adoptar medidas para alinear la regulación europea con la internacional y evitar la complejidad extraterritorial. Estamos de

nuevo ante un reto extremadamente relevante dado el carácter cada vez más global de los participantes en el mercado que se enfrentan a regulaciones exhaustivas y similares, aunque lejos de ser coincidentes, que dificultan su expansión. En este contexto, las negociaciones sobre el comercio e inversiones transatlánticas también se ejecutarán en la próxima legislatura.

Los legisladores europeos deberían también, a juicio de este Observatorio, evaluar el impacto acumulativo de la ingente cantidad de Directivas y Reglamentos que han sido promulgadas en los años previos. Dada la amplitud y profundidad del programa de reforma aprobado, se esperan cambios muy relevantes en los mercados financieros. Algunos de ellos ya están previstos pero sin duda se producirán otros efectos imprevistos o colaterales derivados de las normas promulgadas.

Resulta necesaria una revisión atenta de la evolución de la implementación del paquete normativo impulsado en el entorno de la crisis para, en su caso, poner en marcha medidas correctoras o de contrapeso. De esta manera se evitará causar perjuicios no previstos a la industria financiera y dañar su desarrollo.

## 6.2.2. *Nuevos horizontes en la supervisión*

### 6.2.2.1. El Mecanismo Único de Supervisión<sup>45</sup>

La puesta en marcha del Mecanismo Único de Supervisión a finales de 2014 constituye uno de los hitos principales de la transformación de los mercados financieros europeos en este último periodo.

La consecución de una verdadera Unión Bancaria en la UE era, tal como se ha repetido insistentemente en ediciones anteriores de este Observatorio, un requisito indispensable para avanzar en la construcción de un mercado único de servicios financieros.

---

<sup>45</sup> Ver trabajo de Francisco Uría, «Convergencia regulatoria y supervisión única» incluido en este número del Observatorio.



La Unión Bancaria Europea dio sus primeros pasos formales en junio de 2012, coincidiendo con un momento de crisis en los mercados, y en particular, con una grave crisis de deuda que produjo una fragmentación financiera en la Eurozona que hizo urgente la agilización del proceso de Unión Bancaria como vía para romper el círculo pernicioso entre riesgo soberano y riesgo bancario<sup>46</sup>.

El proyecto estaba basado en tres pilares fundamentales<sup>47</sup>:

- Un mecanismo único de supervisión (MUS).
- Un mecanismo único de resolución bancaria (MUR).
- Un mecanismo europeo de garantía de depósitos.

La realidad es que al final de la legislatura europea, en mayo de 2014, solo se había avanzado en los dos primeros. La construcción de un mecanismo de protección de depósitos europeo quedó limitada a la aprobación de una Directiva para armonizar los mecanismos nacionales preexistentes<sup>48</sup>.

Así, los primeros acuerdos políticos referidos al MUS se adoptaron en julio 2012 por el Eurogrupo y por el Consejo Europeo. Los objetivos principales perseguidos eran los de (i) velar por la seguridad y la solidez del sistema bancario

europeo, (ii) potenciar la integración y estabilidad financieras en la UE, y (iii) asegurar una supervisión homogénea.

Por su parte, la Comisión Europea hizo públicos sus primeros planteamientos para el establecimiento del MUS con dos propuestas de Reglamentos. El primero atribuiría al BCE las funciones de supervisión de los bancos de la Eurozona (incluso la supervisión directa de entidades) y el otro modificaba el Reglamento 1093/2010 por el que se creó la EBA para acomodarlo a la nueva situación.

Las propuestas de la Comisión se aprobaron finalmente en octubre de 2013 mediante dos nuevas normas:

- Reglamento 1024/2013, del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al BCE competencias específicas de supervisión prudencial de las entidades de crédito que deberían ser implantadas a más tardar el 4 de noviembre de 2014.
- Reglamento 1022/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2013, que modifica el Reglamento (UE) n° 1093/2010, respecto a la atribución de funciones específicas al BCE en virtud del Reglamento (UE) n° 1024/2013.

En virtud del MUS, el BCE asume la supervisión directa de las entidades significativas teniendo en cuenta su especialización en macroeconomía y estabilidad financiera, y las Autoridades Nacionales Competentes (ANC), teniendo en cuenta su experiencia y especialización en la supervisión de las entidades de crédito bajo su jurisdicción, se encargan de las entidades menos significativas<sup>49</sup>. Asimismo, las ANC mantienen las

<sup>46</sup> En la declaración de la Cumbre de la Zona del Euro de 29 de junio de 2012 (Bruselas, 30 de julio de 2012) se incluyó el siguiente compromiso político:

*Afirmamos que es imperativo romper el círculo vicioso entre bancos y emisores soberanos. La Comisión presentará en breve propuestas relativas a un mecanismo único de supervisión basadas en el artículo 127, apartado 6. Pedimos al Consejo que estudie estas propuestas con carácter urgente antes de finales de 2012. Cuando se establezca un mecanismo único y efectivo de supervisión de los bancos de la zona del euro, en el que participe el Banco Central Europeo, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) podría, siguiendo sus procedimientos normales de decisión, tener la posibilidad de recapitalizar directamente los bancos. Tal posibilidad se basaría en la condicionalidad adecuada, incluido el cumplimiento de las normas sobre ayudas públicas, que debería ser específica de cada entidad, específica de cada sector o a escala de toda la economía y se formalizaría en un Memorando de Acuerdo.*

<sup>47</sup> «Hacia una auténtica Unión Económica y Monetaria. Informe del Presidente del Consejo Europeo Herman Van Rompuy». Bruselas, 26 de junio de 2012. EUCO 120/12. Presse 296. PR PCE 102.

<sup>48</sup> Directiva 2014/49/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, relativa a los sistemas de garantía de depósitos.

<sup>49</sup> Para que una entidad sea considerada significativa ha de cumplir con alguno de los siguientes requisitos:

- Que el valor total de sus activos supere 30 mill. € o –salvo que el valor total de sus activos sea inferior a 5 mill. €– supere el 20% del PIB del Estado miembro.
- Ser una de las tres entidades de crédito principales establecidas en un Estado miembro.
- Ser receptor de ayuda directa del Mecanismo Europeo de Estabilidad.
- Que el valor total de sus activos supere los 5.000.000.000 euros y la ratio entre sus activos/pasivos transfronterizos en más de uno de los restantes Estados miembros participantes y sus activos/pasivos totales supere el 20%.



competencias de autorización y revocación de entidades bancarias y de colaboración con el BCE en la supervisión de los bancos significativos.

Hay que señalar, no obstante, que con independencia de la distribución de competencias, el MUS es realmente un mecanismo único. Bien de forma directa o indirecta, en colaboración con las autoridades nacionales, el BCE es el supervisor de todos los bancos de la zona euro.

### *El arranque del Mecanismo único de Supervisión*

El 4 de noviembre de 2014 ha marcado el punto de arranque del MUS, tras un cuidadoso periodo de preparación para sentar las bases que posibilitaran un efectivo ejercicio de la actividad supervisora.

Por un lado, en este periodo de preparación se ha avanzado en el proceso de armonización de la regulación financiera aplicable a todas las entidades que debían ser supervisadas por una autoridad única, con la aprobación de los acuerdos de Basilea III y las normas comunitarias de solvencia, algo que resultaba imprescindible para que la función supervisora a cargo del BCE resultara efectiva.

En paralelo, el BCE ha desarrollado, desde la fecha de aprobación de los Reglamentos citados, una amplia labor de organización e implantación de sus nuevas funciones.

Entre otras tareas, (i) ha nombrado las nuevas autoridades de supervisión y contratado el personal directivo y técnico necesario, (ii) ha aprobado el Reglamento Marco para regular el ámbito de cooperación entre el BCE y las autoridades nacionales<sup>50</sup>, (iii) ha elaborado un Manual de supervisión<sup>51</sup> relativo tanto a los bancos bajo su supervisión directa como a los restantes bancos

de la Eurozona así como una guía para dar a conocer los elementos fundamentales de la nueva supervisión, y (v) ha realizado junto con la EBA un análisis integral de la situación y calidad de los activos de las entidades sujetas a sus nuevas competencias supervisoras (*comprehensive assessment, asset quality review y stress test*)<sup>52</sup> antes del inicio de su nueva función de supervisión directa de los bancos.

Los resultados finales de las entidades analizadas en el ejercicio de revisión de las entidades se hicieron públicos el pasado 26 de octubre y cabe decir que el proceso ha producido importantes beneficios para las entidades en cuanto a la identificación de sus debilidades y su recapitalización que deberá ser acometida en un plazo de entre seis y nueve meses a partir de aquella fecha.

### *Valoración de la reforma*

Tras múltiples trabajos preparatorios y ajustes del marco institucional, en el año 2014 se han completado el proceso de armonización y de construcción de los instrumentos jurídicos necesarios para la implementación de los pilares uno y dos de la Unión Bancaria: el mecanismo único de supervisión y el mecanismo europeo de resolución.

El resultado ha sido un nuevo modelo de supervisión, único para todas las entidades de la eurozona, ajustado a los más altos estándares regulatorios establecidos y a las mejores prácticas supervisoras internacionales, regido por los principios de homogeneidad, igualdad de trato, proporcionalidad y actividad supervisora mínima.

Un modelo enfocado hacia el nivel de riesgo de las entidades, que las agrupa en cuatro clases diferentes, desde el nivel mínimo hasta el de ries-

<sup>50</sup> Reglamento (UE) 468/2014, del BCE, de 16 de abril de 2014.

<sup>51</sup> El Manual es una herramienta interna de uso exclusivo del supervisor, pero el BCE ha anunciado ya la publicación de algún documento explicativo de sus contenidos más relevantes a fin de guiar la adaptación de las entidades supervisadas al nuevo mecanismo de supervisión.

<sup>52</sup> El proceso se ha realizado en tres fases: (i) análisis de riesgos (*Risk assessment*) desarrollado entre noviembre de 2013 y febrero de 2014, (ii) análisis de los activos y del balance de las entidades (*asset quality review o balance sheet assessment*), entre marzo y julio de 2014 y (iii) un *stress test*, ejecutado primordialmente por la Autoridad Bancaria Europea en virtud de sus propias competencias a lo largo del verano y hasta la publicación final de los resultados.



go crítico. De esta forma, el perfil de riesgo asignado a una entidad junto con su tamaño y su carácter sistémico se convierte en elementos esenciales para definir la intensidad de la supervisión de acuerdo con el principio de proporcionalidad.

A pesar de las excelencias del modelo escogido, se suscitan dudas que derivan del riesgo de que el tratamiento regulatorio y supervisor difiera entre los bancos de la eurozona directamente supervisados por el BCE y los que se mantengan bajo la supervisión de las autoridades nacionales o entre los bancos de la eurozona y los restantes de la UE. Este temor procede también de la constatación durante el proceso de revisión de entidades de la gran diversidad de criterios de interpretación y aplicación de las normas, incluso en el caso de algunas normas armonizadas, y de las prácticas de supervisión.

Las instituciones europeas implicadas han tratado de mitigar este riesgo con un intenso trabajo realizado con el objetivo homogeneizar la regulación, reducir las discrecionalidades nacionales anteriormente existentes y eliminar distorsiones competitivas entre las entidades financieras europeas. A este propósito han contribuido, entre otras acciones, la armonización regulatoria alcanzada con las nuevas normas de solvencia así como la elaboración del denominado «*Single Rule Book*» (aún no finalizado) por parte de EBA.

Desde este Observatorio valoramos muy positivamente, en su conjunto, la puesta en marcha del Mecanismo Único de Supervisión. Consideramos que el nuevo modelo contribuirá de forma relevante al reforzamiento del euro, a reducir la fragmentación del mercado europeo de capitales, a fomentar la financiación del tejido empresarial y el crecimiento de los países de la Eurozona y en definitiva nos aproximará a la consecución del objetivo de construcción de un mercado único de servicios financieros que no ha llegado a existir en plenitud hasta el momento, a pesar de que ha sido la meta a alcanzar desde la aprobación del Acta Única Europea en 1986.

Pero el nuevo marco regulatorio y supervisor enfrenta a las entidades europeas a un escenario

nuevo –y muy diferente al que hasta ahora se les venía aplicando– en el que todas quedan sometidas, en la práctica, a una única supervisión y les son aplicadas prácticas y reglas homogéneas, pero sustancialmente distintas y más exigentes que las anteriores.

Este nuevo entorno requiere de un esfuerzo de adaptación de las entidades a las nuevas reglas del juego y en particular de aquellas que han quedado sometidas a la supervisión directa del BCE. Es un esfuerzo ineludible que debería contar con un período de tiempo razonable por parte del supervisor para posibilitar el ajuste de la operativa, de la organización y del gobierno de las entidades al nuevo escenario.

#### 6.2.2.2. El Mecanismo Único de Resolución<sup>53</sup> (MUR)

La Unión Bancaria exige, como otra de las piezas clave de su complejo entramado institucional, la construcción del nuevo marco de resolución, que supere los problemas de riesgo moral advertidos en la crisis derivados de la «garantía implícita pública» y de la fragmentación financiera. El Mecanismo Único de Resolución<sup>54</sup> complementa la supervisión única y supone la creación de una autoridad y un fondo únicos de resolución. En términos generales, el MUR consiste en la creación de una Agencia Europea –*Single Resolution Board*, JUR–, junto con el Fondo Único de Resolución (FUR) dotado con contribuciones del sector.

La JUR tiene competencias sobre la resolución efectiva de entidades en crisis, sobre los pla-

<sup>53</sup> Ver colaboración de Antonio Carrascosa y Mario Delgado, del FROB. «Mecanismo de Resolución Único y Planes de Resolución y Recuperación (actualmente Antonio Carrascosa es Director de planificación y decisiones de resolución en la Junta Única de Resolución y Mario Delgado es Socio de Riesgos y Regulación en el grupo de Servicios Financieros de EY).

<sup>54</sup> Reglamento (UE) N° 806/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de julio de 2014 establece normas y un procedimiento uniformes para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión en el marco de un Mecanismo Único de Resolución y un Fondo Único de Resolución



nes de resolución, en la fase preventiva de la resolución, y sobre la gestión y disposición del FUR. A diferencia de la Directiva de Resolución que cubre tanto a los bancos como a las empresas de servicios de inversión, el mecanismo único de resolución se refiere exclusivamente a las entidades de crédito. Asimismo, otra diferencia relevante es que la Directiva se aplica a toda la UE mientras que el mecanismo único de resolución solo se aplica a la zona euro (y a los países que voluntariamente se adhieran).

La JUR cumple sus funciones de resolución sobre las entidades supervisadas directamente por el BCE y sobre las transfronterizas. Las autoridades nacionales de resolución, que seguirán las directrices de la JUR, desempeñan sus funciones respecto de las demás entidades.

El nuevo marco de resolución parte de un enfoque preparatorio de la resolución, que trata de garantizar que todas las entidades puedan ser resueltas ágilmente en caso necesario, por lo que afecta a todas las entidades, y no sólo a las que están en dificultades.

Todas las entidades deben contar con un plan de resolución. La autoridad de resolución puede pedir su modificación, cuando detecte algún obstáculo relevante para la resolución, incluso antes de que se produzca la situación de crisis.

Con esa misma finalidad preventiva, se exige a todas las entidades que, además de los requerimientos prudenciales, cuenten con un colchón de capital fácilmente aplicable a la compensación de pérdidas («*Minimum Requirement of Eligible Liabilities*» o MREL). Además, se establece una nueva prelación de pasivos en la que los depósitos no cubiertos de pymes y personas físicas tienen preferencia sobre los demás pasivos. Los depósitos cubiertos jamás sufrirán quitas al estar protegidos por el Fondo de Garantía de Depósitos que tiene «super-preferencia» al situarse por detrás de los depósitos no cubiertos de PYMES y personas naturales.

El mecanismo de resolución distingue tres momentos en la vida de una entidad:

- Fase de estabilidad, preventiva o preparatoria de la resolución, en la que se deben pla-

nificar las medidas que fueran precisas ante una eventual resolución. En esta fase se debe garantizar que la entidad es «resoluble», lo que exige una estructura de pasivo con suficiente capacidad de absorción de pérdidas antes de llegar a los depósitos de pymes y personas físicas, y una estructura operativa y legal que permita la continuidad de funciones críticas y que no imposibilite su resolución rápida.

- Las autoridades de resolución deben elaborar y revisar anualmente los planes preventivos de todas las entidades. Además, cada entidad elaborará un plan de recuperación (*recovery plan*), con las medidas que se aplicarían para retornar a la viabilidad en caso de dificultades, y lo presentará al supervisor para su aprobación.
- Fase de intervención temprana, que se activaría antes de que sea necesaria la resolución con ánimo de evitarla. El supervisor activaría esta fase, antes de que sea necesaria la resolución, cuando la entidad ya está sufriendo problemas. El banco tendría que tomar las medidas necesarias para restablecer su situación financiera, poniendo en marcha, por ejemplo, su plan de recuperación, modificando su estructura operativa y/o cambiando el equipo directivo.
- Fase de resolución, que contempla la liquidación ordenada –no necesariamente la disolución– que, en todo caso, no debería tener el impacto desestabilizador que tendría una liquidación a través del procedimiento ordinario.

En cuanto a la financiación de la resolución, la regla general es la recapitalización interna («*bail-in*»). La absorción de pérdidas debe comenzar por las acciones y títulos de deuda y, a continuación, la recapitalización subsiguiente consistirá en la conversión de pasivos en capital. El rescate con dinero público queda como última instancia y como recurso extraordinario.

El FUR aportará financiación excepcional a la resolución y deberá dotarse a partir de 2016. Su tamaño objetivo es alcanzar una cantidad equiva-



lente al 1% de los depósitos cubiertos de la zona euro (en torno a 55.000 millones de euros), que deberá obtenerse en 8 años. Las aportaciones al Fondo de Resolución se harán en función de los depósitos cubiertos de cada entidad, pero también de su perfil de riesgo. Además de la dotación progresiva, también la mutualización será gradual, por lo que el FUR solo será auténticamente único a partir del octavo año.

Sin embargo, el sistema debe superar aún la prueba de su aplicación práctica; es decir, la resolución de una entidad sin recurrir a fondos públicos y sin daños irreparables para la estabilidad financiera. Parece claro que el enfoque preventivo es esencial para su éxito. El nuevo marco ha logrado cierta credibilidad, ya que la mayor parte de analistas y agencias de «rating» ha asumido y reflejado en sus análisis que la deuda *senior* es susceptible de sufrir pérdidas en caso de crisis. Es decir, el mercado ha internalizado el «*bail-in*».

El problema de la cooperación internacional para la resolución de problemas con entidades transfronterizas ha sido abordado por la Directiva de Resolución<sup>55</sup> mediante la previsión de colegios de resolución en los que intervengan y se coordinen las autoridades de todos los países involucrados. Es de aplicación desde el 1 de enero de 2015, excepto en lo relativo al «*bail-in*» que será de aplicación no más tarde del 1 de enero 2016.

En el caso español, la transposición requerirá modificar la Ley 9/2012 de reestructuración y resolución de entidades de crédito, para incluir ciertos elementos en el «*bail-in*», establecer una nueva prelación de pasivos, crear el Fondo de Resolución y exigir planes preventivos de resolución a las entidades.

El Consejo de Ministros aprobó el 28 de noviembre de 2014, el Anteproyecto de Ley de Reestructuración y Resolución de Entidades de

Crédito y Empresas de Servicios de Inversión, que cumple con la Directiva 2014/59/UE y el Reglamento 806/2014, por el que se crea el Mecanismo Único de Resolución (MUR) en el que se integra España. El Anteproyecto impone que todas las entidades sometan sus planes de reestructuración y de resolución, aprobados por su Consejo, al Banco de España, al BCE o a la CNMV, según su respectivo ámbito de competencia.

## CONCLUSIONES

Esta edición del Observatorio, cerrada a comienzos del año 2015, ha coincidido con el final de la VII legislatura del Parlamento Europeo y con la constitución de un nuevo equipo de comisarios en la Comisión Europea que debe fijar sus prioridades para la nueva etapa quinquenal.

La primera circunstancia ha ocasionado la aprobación de un importante paquete de iniciativas normativas que tendrán un impacto de calado en la industria de servicios financieros y requerirá relevantes cambios en la forma en que deberán organizar su actividad las entidades que participan en ella.

De otra parte, el nuevo equipo de comisarios ha de identificar los retos y objetivos que el nuevo entorno presenta y conformar su agenda para los próximos años en un marco más global, de gran complejidad y con una amplia regulación extraterritorial. Un periodo en el que además habrá de finalizarse la obra ya iniciada y en proceso, (i) terminando de negociar y aprobar Directivas y Reglamentos que no llegaron a adoptarse en la etapa anterior, (ii) acometiendo multiplicidad de desarrollos técnicos y concreciones de las normas ya aprobadas y, mirando al futuro, (iii) observar cómo evolucionan las normas ya implantadas, valorar sus efectos sobre el mercado y los costes que ocasionan, y proponer medidas correctoras.

Del análisis realizado por los participantes en este trabajo sobre la regulación ya conocida, aprobada e implantada o en trámite de implantación, y sobre las nuevas iniciativas y propuestas que deberán ser acometidas en el próximo perio-

<sup>55</sup> DIRECTIVA 2014/59/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 15 de mayo de 2014 por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.



do legislativo merecen destacarse los siguientes aspectos y conclusiones:

### **1. Persiste la fragmentación de los mercados aunque atenuada**

Pese a los avances en el proceso de Unión Bancaria, la fragmentación sigue presente en los mercados europeos. Es cierto que se ha recuperado parte del terreno perdido durante la crisis pero las condiciones en las que los agentes que operan en la eurozona se financian siguen siendo muy desiguales y dependen en gran medida de la localización de los acreditados y del origen geográfico de las garantías que aportan.

Por otra parte, la posible introducción desigual del impuesto sobre Transacciones Financieras (FTT) en los diferentes estados miembros de la UE será un factor susceptible de incrementar la fragmentación del mercado.

Estas circunstancias condicionan las posibilidades de recuperación del consumo y la inversión de los países más afectados por la crisis y actúa como rémora para el crecimiento de la eurozona en su conjunto. Acometer proyectos que ayuden a mitigar la situación actual de fragmentación debería ser un objetivo destacado de la próxima agenda regulatoria y la Unión Bancaria es un elemento clave para conseguirlo.

### **2. La nueva regulación de los servicios de inversión más que proteger puede llegar a causar la exclusión de los clientes minoristas del servicio de asesoramiento y comercialización**

En el desarrollo de las normas de nivel II referentes a la oferta de servicios financieros se vislumbra un riesgo de exclusión que puede producir un nuevo tipo de fragmentación. En esta ocasión no ya impactando sobre las condiciones de financiación entre países, sino en la oferta de ciertos servicios de inversión a los diferentes tipos de inversores europeos.

El documento publicado el pasado mes de diciembre por ESMA en desarrollo de MIFID II sigue una senda similar a la de la *Retail Distribution Review* (RDR) del Reino Unido, al limitar al máximo las vías de comercialización de productos financieros a inversores minoristas.

Este camino puede no ser el adecuado toda vez que los efectos perniciosos de RDR ya se han dejado notar en el mercado británico generando un relevante *advice gap*: los bancos han dejado de ofrecer el servicio de asesoramiento a clientes que no alcanzan un cierto nivel de patrimonio financiero dejando a un altísimo número de inversores sin posibilidad de acceso a este servicio.

En el mercado español aproximadamente el 75% de los clientes de banca comercial son clientes con patrimonios destinados a inversión inferiores a 50 mil euros y son principalmente las redes bancarias –a través de sus sucursales y oficinas– las que les ofrecen asesoramiento. Las EAFI y otras Empresas de Servicios de Inversión lo hacen de manera muy residual.

Por ello, es de vital importancia que en el desarrollo de MiFID II se tengan en cuenta las particularidades de los diferentes mercados que componen la UE, lejos aún de estar integrados, y se llegue a una regulación de compromiso para evitar la exclusión de una buena parte de la población del acceso a los servicios de comercialización y asesoramiento financiero que hoy están disponibles para ellos.

### **3. Es prioritario culminar sin demora el proceso de Unión Bancaria**

Sin duda, el gran logro conseguido en el periodo viene representado por los avances en el proceso de Unión Bancaria, alcanzada por consenso y en plazo relativamente breve.

Se trata, ciertamente, de la pieza clave de la política común europea cuyo alcance abarca varias iniciativas interrelacionadas basadas en tres pilares que conformarán el nuevo marco institucional: (i) un mecanismo europeo de supervi-





sión, (ii) un mecanismo europeo de garantía de depósitos y (III) un mecanismo europeo de resolución bancaria.

El proceso aún no se ha completado pero en muy poco tiempo se han dado pasos que hasta hace poco eran impensables, lo que es indicativo de la voluntad firme de alcanzar un mercado financiero integrado que deberá finalmente complementarse con otros pasos hacia la unión fiscal y económica.

El arranque a finales de 2014 del Mecanismo Único de Supervisión constituye un hito relevante. Como resultado de su creación, los bancos de la eurozona están supervisados –de forma directa o indirecta– por una única institución, de acuerdo a un nuevo modelo de supervisión, único para todas las entidades, ajustado a los más altos estándares regulatorios y a las mejores prácticas supervisoras internacionales. No obstante, se suscitan dudas que derivan del riesgo de que el tratamiento regulatorio y supervisor difiera entre los bancos de la eurozona directamente supervisados por el BCE y los que se mantengan bajo la supervisión de las autoridades nacionales o entre los bancos de la eurozona y los restantes de la UE.

De cualquier manera, el nuevo modelo de supervisión es un paso muy relevante para incrementar la solidez del sistema bancario europeo y para la construcción de la Unión Bancaria, cuya culminación será definitiva para reforzar la moneda única, reducir la fragmentación del mercado europeo de capitales, fomentar la financiación del tejido empresarial, favorecer el crecimiento de los países de la eurozona y, en definitiva, aproximarnos a la consecución del objetivo de construcción de un mercado único de servicios financieros.

Asimismo, a principios de 2015 se ha creado la Junta Única de Resolución, poniéndose así en marcha el entramado institucional del pilar de resolución de la Unión Bancaria. La Junta se enfrenta a desafíos operativos importantes, puesto que debe poner en marcha un nuevo régimen a la vez que se construye institucionalmente, pero es importante que en esta fase de ejecución se mantenga el nivel de ambición que guió la fase de su diseño.

Culminar el proceso cuanto antes y hacer de la Unión Bancaria una realidad es una tarea prioritaria.

#### **4. La armonización de la regulación bancaria, requisito necesario para la construcción de un mecanismo único de supervisión bancaria**

Una de las causas principales de la crisis internacional fue la inadecuada ponderación y gestión del riesgo contraído por las entidades financieras, lo que condujo a niveles de capital insuficientes para afrontar los riesgos realmente asumidos. A ello habría que añadir que se incluían en el cómputo del capital instrumentos y activos no adecuados para absorber pérdidas.

La nueva regulación bancaria que exige más capital y mayor liquidez en las entidades, limita su endeudamiento, penaliza las actividades más arriesgadas y establece reglas para la recapitalización interna de los bancos en crisis, da respuesta a las debilidades detectadas y representa un significativo avance en la armonización y homogeneidad de las reglas europeas en materia de solvencia. Su aprobación por medio de un Reglamento comunitario, de aplicación directa, ha igualado las reglas de juego en toda la UE y limitado, de forma significativa, la capacidad de los Estados miembros para tomar decisiones propias en ámbitos distintos de los estrictamente previstos en sus normas nacionales y, por tanto, limita la posibilidad de arbitraje regulatorio.

Esta armonización constituía un requisito necesario para la construcción de un mecanismo único de supervisión bancaria y es una base sólida para avanzar en la construcción del mercado financiero integrado.

#### **5. Escasa aplicación del principio de proporcionalidad en la regulación financiera**

Sin embargo, la opción elegida plantea algunas deficiencias. La armonización se ha hecho dema-



siado extensiva obviando una aplicación proporcional de las normas.

Las reglas de solvencia, al igual que las de gobierno corporativo incluidas en el paquete normativo CRD IV, se han armonizado sin discriminar. Las mismas reglas han sido adoptadas de forma general para todas las entidades financieras europeas cualquiera que sea su estatuto, sea éste de entidad de crédito o de empresa de servicios de inversión.

El proceso de reforma y homogeneización de la regulación financiera hubiera requerido un estudio centrado en cómo los principios de las nuevas normas se orientan a aquellas entidades cuyos esquemas operativos y de riesgo son sustancialmente distintos de los de las entidades de crédito –nos referimos a las Empresas de Servicios de Inversión–, valorando la importancia que cada riesgo tiene en cada tipo de entidad.

Por el contrario, la opción elegida de una regulación amplia, de general aplicación y poco adaptada a la diferente tipología de las entidades sujetas, puede implicar costes injustificados para aquellas que exclusivamente operan como intermediarios en valores e incluso lastrar el desarrollo de algunas de sus actividades.

La evaluación de los riesgos que la actividad de las Empresas de Servicios de Inversión aporta al sistema y las necesidades regulatorias específicas de estas entidades son tareas pendientes a nivel europeo. Un análisis de adecuación y proporcionalidad y de los costes y beneficios que para cada tipo de empresas y para el sistema en su conjunto la norma comporta, debería formar parte del proceso regulatorio y hacerse previamente a la implantación de las normas con carácter general.

## 6. Reformas estructurales para la banca

Las iniciativas normativas ya adoptadas en algunas jurisdicciones –e incluidas en el marco de la UE con el Informe Liikanen y la propuesta de Reglamento de la Comisión– plantean reformas estructurales con el objetivo de aislar los depósi-

tos de otras actividades consideradas de riesgo. Aunque la definición de este concepto depende de cada jurisdicción, en términos generales se refiere al *proprietary trading*, al *market making* y a las actividades de banca mayorista.

Estas propuestas imponen un marco general de aplicación basado en causas objetivas que no parece la mejor fórmula. Si bien es cierto que la separación de las actividades de riesgo puede ser adecuada en algunas circunstancias, una solución individualizada tras un análisis «caso a caso» parece una solución más conveniente que, por otra parte ya existe, en algunas normas europeas.

Por el contrario, propuestas como la del Reglamento propuesto por la Comisión Europea, exigidas con carácter global con independencia de las circunstancias individuales de las entidades, harán incurrir a éstas, cuando sean objeto de separación, en costes significativos que, aun no siendo recurrentes, pueden cuestionar la viabilidad del negocio desde su arranque. Costes que finalmente serán asumidos por el cliente final, en precio o en deterioro en la calidad del servicio.

También pueden presentar riesgos para la estabilidad financiera dado que la diversidad actual de modelos de negocio, que puede favorecer una mejor absorción de los problemas financieros de las entidades, quedaría limitada.

Por consiguiente, impedir que los bancos que puedan competir en varios segmentos de negocio desarrollen su actividad de forma diversificada puede afectar negativamente a los objetivos de estabilidad financiera y favorecer el traslado de las actividades que pretenden limitarse hacia otros sectores no regulados o que queden encubiertas, con las consiguientes consecuencias negativas para el sistema financiero.

## 7. Nuevos riesgos: la banca en la sombra

La banca en la sombra es un concepto excesivamente amplio que merece un esfuerzo por concretar su definición, alcance y desarrollo. Los reguladores deberían afinar el perímetro de actividades que se consideran banca en la sombra y



tener en consideración su importancia como alternativa a la financiación bancaria, prestando muy especial consideración en su actividad normativa a aquellos casos en los que los agentes que la soportan sean inversores minoristas con un menor nivel de conocimiento financiero y del riesgo que asumen.

A pesar de que se imputa a estas actividades un papel relevante como causantes de la reciente crisis, la realidad es que su importancia ha crecido desde entonces, probablemente como consecuencia de la más intensa y estricta regulación acometida como reacción a aquélla y de la laxitud monetaria prolongada de los bancos centrales. Ambas circunstancias han incentivado una mayor toma de riesgos, sesgada del lado de las entidades financieras no bancarias, las cuales, ante unos tipos de interés tan bajos, intentan buscar mayores rentabilidades en activos de más riesgo o apalancando en mayor medida sus balances.

El dilema que se presenta exige modular la normativa para conseguir un equilibrio difícil entre las opciones extremas de no regular este sector para no entorpecer la mejora del crecimiento económico, sustituyendo a la financiación bancaria tradicional, o regularlo todo en aras de evitar el riesgo de deterioro de la estabilidad financiera. Y todo ello, sin perder de vista que una extremada reacción puede tener efectos perversos sobre el desarrollo de circuitos de financiación alternativa necesarios para fomentar el crecimiento de la economía.

Mientras tanto, la transparencia sobre la actividad en la sombra y la implantación de medidas macro-prudenciales podría ser la mejor forma de afrontar esta disyuntiva y controlar un riesgo que es ya una realidad.

## **8. La supervisión intrusiva de las entidades financieras**

Se observa una importante tendencia, en el ámbito supervisor, hacia una vigilancia más intrusiva, centrada en la organización de las enti-

dades. Un enfoque preventivo que no se limita a la verificación del seguimiento de una serie de normas, recomendaciones o mejoras prácticas, sino que pone el foco en el comportamiento general de las entidades. Así, por ejemplo, la guía sobre procedimientos de supervisión de EBA identifica específicamente como campos de la supervisión, entre otros, (i) el análisis del modelo de negocio, (ii) la evaluación del gobierno interno y sus mecanismos de control, (iii) la evaluación de los riesgos y (iv) la adecuación del capital para cubrir esos riesgos.

Parece que el efecto reactivo de la regulación dirigido a evitar que se repitan situaciones de crisis conduce a una supervisión crecientemente intrusiva centrada en la conducta de los órganos de gobierno de las entidades y en la dirección de sus actividades. Un nuevo juego competencial que les atribuye, por ejemplo, facultades de resolución, incluso antes de que aparezcan síntomas de debilidad.

Esta nueva actitud supervisora está teniendo su efecto sobre el gobierno de las entidades y sus grupos, cada vez más conscientes de la importancia de la existencia de políticas y controles adecuados que regulen su estructura operativa y organizativa. Pero a la vez representa un reto que exige un importante esfuerzo de adaptación a las nuevas reglas del juego. Es un esfuerzo ineludible que debería contar con un período de tiempo razonable por parte del supervisor para posibilitar el ajuste de la operativa, de la organización y de las estructuras de gobierno de las entidades a las exigencias y necesidades de su negocio y de la clientela, de acuerdo con el principio de proporcionalidad, que una vez más invocamos desde este Observatorio.

## **9. Avances contra el abuso de mercado para preservar la integridad del mercado**

El reforzamiento de las normas sobre abuso de mercado previendo sanciones penales que demuestren una desaprobación social más severa que la que se deduce de las sanciones adminis-



trativas resulta esencial para defender la integridad del mercado.

Y el hecho de que éstas sean tipificadas de forma armonizada por todos los Estados miembros, al menos en lo referente a las infracciones más graves, señalando los tipos de conductas particularmente inaceptables, es primordial para garantizar la aplicación general de la política destinada a combatir el abuso de mercado en todo el territorio comunitario y transmitir a los inversores y a los posibles infractores la enorme importancia de esta materia para el buen funcionamiento del mercado.

#### **10. La responsabilidad cuasi objetiva de los depositarios de IIC**

El nuevo marco normativo de los depositarios de IIC incrementa sustancialmente el esquema de responsabilidad anterior –que ya permitía exigirles estándares elevadísimos de diligencia y responsabilidad– convirtiendo de hecho a los depositarios en entidades aseguradoras.

Es de presagiar que la solución adoptada expulse del mercado a un gran número de depositarios, reduciendo la competencia. Las entidades que permanezcan tenderán a cobrar unas remuneraciones mucho más altas que las actuales, como forma de compensar la elevadísima prima aseguradora que la solución comporta, lo que en última instancia perjudicará la rentabilidad obtenida por el inversor ya que previsiblemente las nuevas cargas acabarán siéndole repercutidas en perjuicio del retorno financiero de sus inversiones.

#### **11. La reforma de las infraestructuras de mercado**

Sin duda, la reforma en marcha de las infraestructuras de mercado, entre cuyos elementos más destacados se encuentra la reforma española, merece una valoración positiva por su impacto favorable sobre la mejora de la eficiencia de los

mercados aunque hay cuestiones de índole práctica y conceptual que aún deben ser revisadas. Por ejemplo, ha de ser valorado el enorme volumen de riesgos que como consecuencia del nuevo régimen de funcionamiento se acumulará en las cámaras de contrapartida central, o el impacto que sobre su papel en la reasignación de riesgos pudiera tener el relevante incremento de costes que para las propias cámaras y para los intermediarios supondrá la obligación de compensar las operaciones OTC; o el efecto sobre la liquidez de los activos de la exigencia de mayores cantidades de colateral en determinadas operaciones.

La reforma ha sometido a las cámaras de contrapartida central y a los depositarios centrales de valores a una extensa red de normas que aumentarán considerablemente sus obligaciones de cumplimiento. Las distintas características de cada una de estas entidades, sus diversas ofertas de servicios, sus variados tamaños y, en definitiva, la desigual amenaza que pueden suponer para el sistema financiero, hacen aconsejable una aplicación calibrada, flexible y acompasada en el tiempo de las nuevas normas en esta materia.

Y, en beneficio de la seguridad del conjunto, es imprescindible que los pasos dados, y los que estén por venir, hacia la armonización y la competencia vayan acompañados de mecanismos de control y supervisión que garanticen un funcionamiento ordenado de las infraestructuras de mercado, algo que hasta la fecha ha sido una característica reconocida de los sistemas financieros europeos.

#### **12. Cambio en los protagonistas de los riesgos sistémicos**

Dado el nivel de los activos de las IIC custodiados en las distintas entidades que actúan como depositarios, no en todos los casos bancarias, y el nuevo régimen de responsabilidad atribuido a éstos, el riesgo que asumen los depositarios no puede menos que ser calificado como sistémico.



Lo mismo puede decirse del importante volumen de riesgos, de naturaleza desconocida hasta ahora, que potencialmente acumularán las cámaras de contrapartida central.

Igualmente, las actividades que numerosas entidades no bancarias desarrollan, en la sombra, como alternativa a la financiación bancaria presentan riesgos de importancia sistémica.

La realidad es que los riesgos que afectan a la estabilidad financiera se han desplazado desde el negocio tradicional bancario a otras actividades y sectores.

Los reguladores deben prestar atención a este fenómeno, consecuencia de las nuevas tendencias reguladoras, y vigilar los estándares operativos, de funcionamiento y de control de estas instituciones aglutinadoras de nuevos riesgos.

### **13. Es necesario un atento seguimiento de la implementación de las normas**

La multiplicación de reglas y su complejidad creciente ya ha producido para los agentes del mer-

cado un importante incremento de sus costes operativos. Además, es de esperar que la amplitud y profundidad del programa de reforma produzca nuevos cambios en los mercados financieros. Algunos de ellos ya están previstos pero sin duda habrá otros imprevistos o colaterales derivados de las normas promulgadas que tendrán relevancia para el mercado.

Los legisladores europeos deberían ser conscientes del impacto acumulativo de la gran cantidad de directivas y reglamentos que han sido promulgados en años anteriores y marcar como prioridad la revisión atenta de la evolución de su implementación y de sus efectos sobre el mercado para, en su caso, poner en marcha medidas correctoras o de contrapeso y evitar, de esta manera, causar perjuicios no esperados a la industria financiera y dañar su desarrollo.

\* \* \*



## **1. INTRODUCCIÓN**







# EVOLUCIÓN DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA EN EUROPA: 2013

Joaquín Maudos<sup>1</sup>  
(Universidad de Valencia, Ivie y CUNEF)

## 1. INTRODUCCIÓN

Si 2012 fue el año de ruptura en el deterioro de la integración de los mercados financieros europeos que se inició con el estallido de la crisis, 2013 ha sido el año de la recuperación de la integración, aunque el nivel actual está muy por debajo del alcanzado antes del inicio de la crisis.

Junio de 2012 fue el punto de inflexión de la desintegración financiera que ha tenido lugar gracias al firme apoyo del BCE a favor del euro en un momento en que incluso se barajaba como posibilidad la ruptura de la UEM con la salida de Grecia. Pero la tantas veces repetida frase del Sr. Draghi de que haría todo lo que hiciera falta para salvar el euro cambió por completo las expectativas de los agentes económicos, sobre todo después de que en septiembre de ese mismo año el BCE aprobara el programa OMT (*Outright Monetary Transactions*) ayudando de forma ilimitada al país que solicite ayuda con la condición de cumplir un memorándum de entendimiento (MoU).

El anuncio en verano de 2012 del proyecto de construcción de la unión bancaria ha afianzado el regreso hacia el mercado único financiero, tal y como lo demuestra el conjunto de indicadores

que se analiza en este artículo. Un proyecto vital para el futuro del euro y que se apoya en cuatro pilares: un mecanismo único de supervisión en manos del BCE; un mecanismo también único de resolución con una autoridad y fondo único de resolución; un esquema común de garantía de depósitos; y un misma regulación (*single rule book*) en temas como la solvencia y liquidez (Basilea III) y las reglas de juego en materia de reestructuración y resolución de bancos (BRRD=directiva sobre resolución/reestructuración) con un claro orden de prelación a la hora de asumir pérdidas (*bail-in*).

En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar la evolución reciente de la integración financiera europea, poniendo el énfasis en lo acontecido en 2013. Para ello, se construyen indicadores de integración basados en precios y en cantidades para los distintos segmentos del mercado financiero (interbancario, renta fija, renta variable, bancarios, etc.). Una vez analizada la evolución de la integración, el artículo analiza tres de las principales consecuencias negativas de la fragmentación financiera y su impacto sobre el crecimiento económico.

Además de esta introducción, el artículo se estructura de la forma siguiente. El apartado 2 analiza la evolución de la integración en base a indicadores que utilizan como fuente de información la que aporta con carácter semestral el BCE. El apartado 3 reflexiona sobre las consecuencias de la fragmentación del mercado financiero y la necesidad de recuperar el terreno per-

---

<sup>1</sup> Este artículo se enmarca en los proyectos de investigación ECO2013-43959 del Ministerio de Economía y Competitividad y PROMETEOII/20147043 de la Generalitat Valenciana.



dido en materia de integración con un rápido avance hacia la unión bancaria. Finalmente, el apartado 4 presenta las conclusiones del artículo.

## 2. REGRESO A LA INTEGRACIÓN

Analizar la evolución hacia la consecución de un mercado financiero único exige previamente definir el concepto de integración. Un mercado integrado es aquel en el que las condiciones de la financiación de los agentes que en él residen son independientes de su localización geográfica y del origen también geográfico de las garantías que aportan. En este escenario: a) el tipo de interés de productos homogéneos con características similares en términos de riesgo y vencimiento debe ser idéntico con independencia del país de origen (ley de un solo precio); b) deben adquirir importancia creciente (decreciente) las transacciones de carácter transfronterizo (domésticas) entre los agentes de los distintos mercados nacionales que conforman el mercado único; y c) no debe haber una preferencia por invertir en activos emitidos en el propio país frente a los emitidos por terceros países (sesgo doméstico en las carteras).

Con esta definición de mercado único, los indicadores que aproximan el grado de integración se agrupan en tres bloques: a) indicadores basados en cantidades, como la importancia de las operaciones transfronterizas en el total; b) indicadores basados en precios, como la desviación típica de los tipos de interés de un determinado activo financiero; y c) otros indicadores como la distribución porcentual de las carteras de inversión según el país de origen del emisor.

Los informes que de forma regular vienen realizando desde hace años tanto el Banco Central Europeo como la Comisión Europea, analizan el grado de integración financiera de forma desagregada por mercados, dado el distinto nivel de integración de los mayoristas y minoristas. En el primer caso, el análisis distingue entre el mercado monetario, el de deuda (tanto pública como privada) y el de renta variable, mientras que en el segundo caso se analizan distintos segmentos del

mercado bancario (préstamos vs. depósitos, distinguiendo las operaciones interbancarias del resto con el sector privado no financiero). Teniendo en mente esta clasificación, a continuación se analiza la evolución del mercado financiero europeo, prestando especial atención al bancario por ser el más importante como fuente de financiación de muchos países de la UE, entre ellos España.

### 2.1. MERCADO MONETARIO

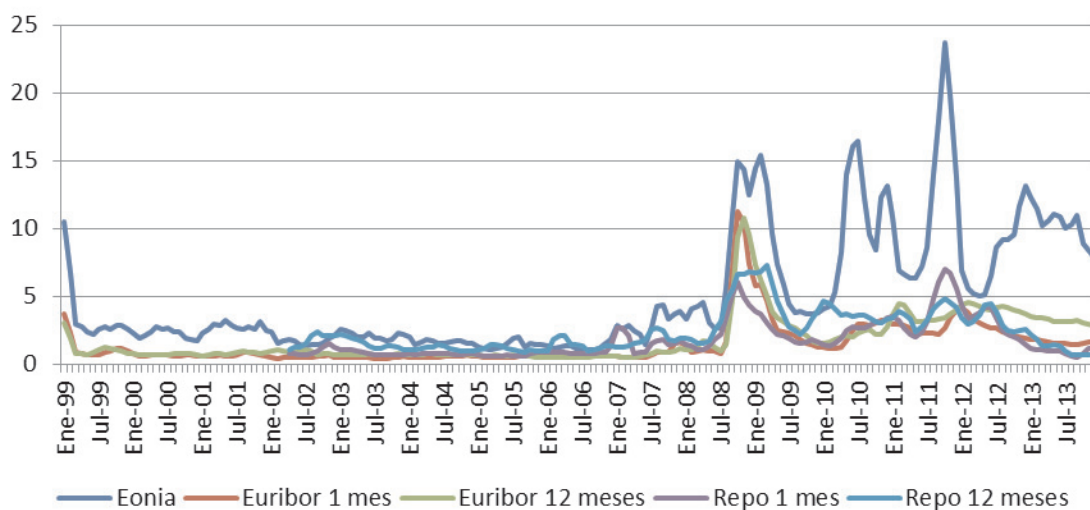
Es denominador común a cualquier informe de integración financiera analizar la evolución de la desviación típica de los tipos de interés del mercado interbancario para distintos plazos de vencimiento, contrastando así la ley de un solo precio. El perfil del gráfico 1 muestra claramente que hasta el inicio de la crisis a mediados de 2007, las diferencias de tipos de interés entre países se mantuvieron estables, dando paso a un periodo posterior de inestabilidad financiera y aumento de la desviación típica de los tipos de interés. En general, desde mediados de 2012, coincidiendo que el anuncio del firme apoyo del euro por parte del BCE y posterior concreción en septiembre de ese año del programa OMT, se ha recuperado parte de la integración conseguida en el pasado, si bien las diferencias de tipos de interés a finales de 2013 son superiores a las alcanzadas antes de la crisis, sobre todo en el tipo a un día (Eonia). 2013 ha sido un año de continuidad en el regreso a la integración, con reducciones porcentuales en la desviación típica que oscilan entre un 13% en el Euribor a un mes (segmento no asegurado) y un máximo del 72% en el segmento REPO a 12 meses. La reducción de las diferencias de tipos de interés también ha sido elevada en 2013 en el Eonia.

Si comparamos el valor de la desviación típica a finales de 2013 con el existente en verano de 2007 antes del estallido de la crisis financiera, los niveles actuales son muy superiores, con la excepción del tipo REPO a 12 meses. En el Eonia, las diferencias actuales son 4,6 veces superiores a las de junio de 2007, en el Euribor a 12



meses 3,5 veces superiores y en el Euribor a 1 meses 2,2 veces. En el segmento asegurado, la desviación típica en 2013 es un 34% superior en las operaciones a un mes, mientras que en las de 12 meses, es un 60% más reducida.

**GRÁFICO 1. DESVIACIÓN TÍPICA DE LOS TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO INTERBANCARIO**



Fuente: BCE.

El análisis de la actividad del mercado interbancario europeo en operaciones REPO muestra una caída muy acusada desde 2007, sobre todo en los llamados países vulnerables que son los que han sufrido con mayor intensidad el impacto de la crisis de la deuda soberana (Grecia, Portugal, Irlanda, España, Portugal, Italia y Eslovenia). En concreto, de 2007 a 2013, la actividad ha caído un 87% en los países vulnerables y un 81% en el resto, si bien la caída acumulada desde 2003 es muy superior en los primeros (91% vs. 68%). El motivo que justifica la mayor caída en los países vulnerables desde 2003 es que en los años de expansión, la actividad en el mercado REPO de los países no vulnerables aumentó un 67%, mientras que en los vulnerables cayó un 30%. La evolución puntual en 2013 en comparación con 2012 muestra una acusada caída de la

actividad: del 58% en los países vulnerables y del 43% en el resto.

El gráfico 2 también muestra la evolución de la actividad del mercado interbancario en el segmento no asegurado. En este caso el volumen actual de actividad es muy superior al de 2003 en los países no vulnerables. En 2013, se ha producido una recuperación respecto a la caída de 2012 de similar intensidad en ambos grupos de países.

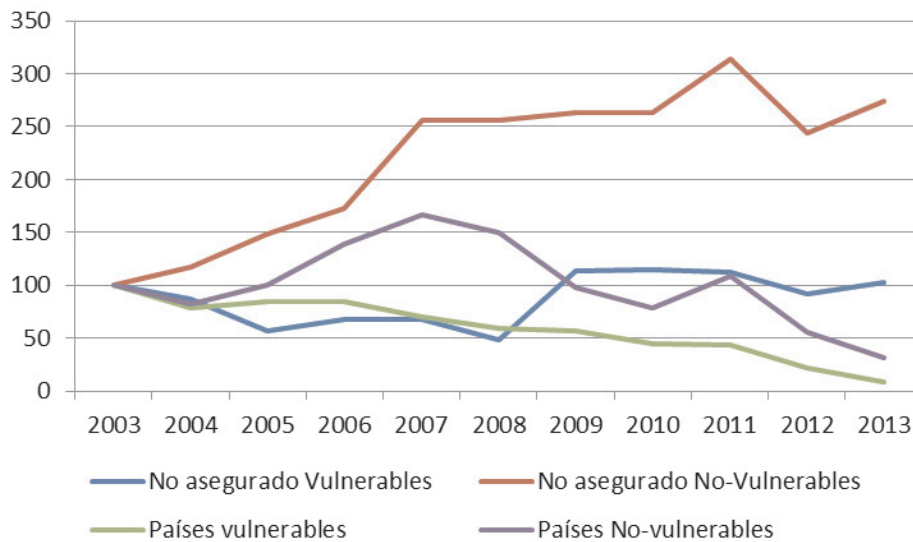
Un indicador que muestra la clara distinción entre los países vulnerables y el resto de la eurozona y la menor integración en el primer grupo es la contrapartida geográfica de las operaciones del mercado interbancario. En los países vulnerables el peso relativo del negocio con bancos del mismo país (negocio doméstico) es muy superior al que tiene lugar en el resto de países, siendo en



2013 el porcentaje más del doble (55% vs. 24%). Por el contrario, el negocio con otros bancos de la eurozona es muy superior en los países no vulnerables, con un porcentaje en 2013 24 puntos superior al de los vulnerables (56% vs. 32%). Esta diferencia en la estructura porcentual de las

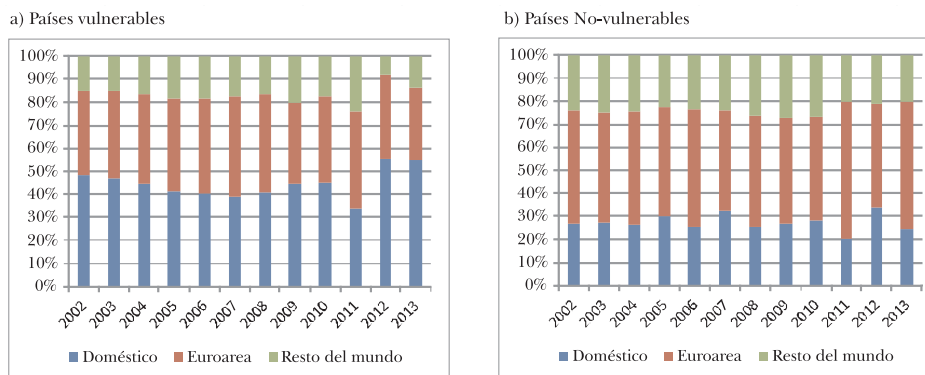
transacciones del interbancario según el origen geográfico de la entidad de contrapartida indica un grado de integración financiera más reducido en los países que han sufrido con más intensidad los efectos de la crisis.

**GRÁFICO 2. VOLUMEN DE ACTIVIDAD EN EL MERCADO INTERBANCARIO EUROPEO. 2003=100**



Fuente: BCE.

**GRÁFICO 3. DISTRIBUCIÓN DE LAS TRANSACCIONES DEL MERCADO INTERBANCARIO SEGÚN LA CONTRAPARTIDA GEOGRÁFICA**



Fuente: BCE.



La evolución temporal muestra que hasta el estallido de la crisis, el peso relativo del negocio doméstico se redujo en los países vulnerables, avanzando así la integración financiera. En cambio, en el resto de países aumentó, si bien hay que tener en cuenta que siempre ha sido superior dicho negocio doméstico al de los países vulnerables y que el aumento se concentró en 2007. En 2012 tuvo lugar una caída del negocio con bancos de la eurozona que se ha mantenido en 2013 en los países vulnerables pero no así en el resto de países. Así pues, en 2013, el comportamiento que ha tenido este indicador de integración es completamente distinto en los dos grupos de países.

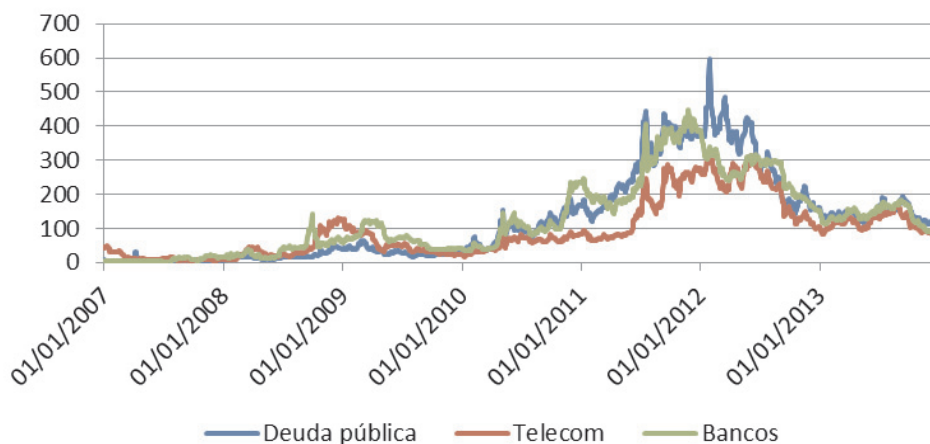
#### *Mercado de deuda*

En el mercado de renta fija, el sistema de indicadores que ofrece regularmente el BCE contiene uno que mide la dispersión de los CDS de la deuda a 5 años para tres sectores distintos: deuda pública, deuda bancaria y deuda emitida por las empresas del sector de las telecomunicaciones. El indicador tiene frecuencia diaria y está disponible desde 2007.

En los tres tipos de deuda (gráfico 4), las desigualdades del precio de los seguros de impago de las emisiones han experimentado un acusado aumento desde 2010 hasta finales de 2011 y principios de 2012, iniciándose a partir de entonces una reducción hasta situarse a finales de 2013 en niveles similares a principios de 2010. En cualquier caso, los valores actuales son muy superiores a los de antes de la crisis. En 2013, en relación al año anterior, las desigualdades son similares, si bien en la segunda mitad del año se han reducido.

En el caso de la deuda pública, las diferencias de prima de riesgo tras el impacto de la crisis de la deuda soberana en mayo de 2010 es lo que marca la evolución del indicador de integración basado en precios. Así, la dispersión que representa el gráfico 5 muestra que en 2013 el rango intercuartílico (diferencia entre el tercer y el primer cuartil) ha continuado con la tendencia descendente iniciada a mediados de 2012 tras el anuncio del compromiso del BCE apoyando firmemente el euro, siendo este anuncio el origen del punto de inflexión que se percibe en los distintos indicadores de integración financiera. Desde mayo de 2012, el rango intercuartílico ha caído un 66%, siendo la caída de 2013 incluso superior a la que tuvo lugar en 2012.

**GRÁFICO 4. DISPERSIÓN DE LOS CDS EN DEUDA A 5 AÑOS DE LOS PAÍSES DE LA EUROZONA (EXCLUIDOS GRECIA E IRLANDA)**



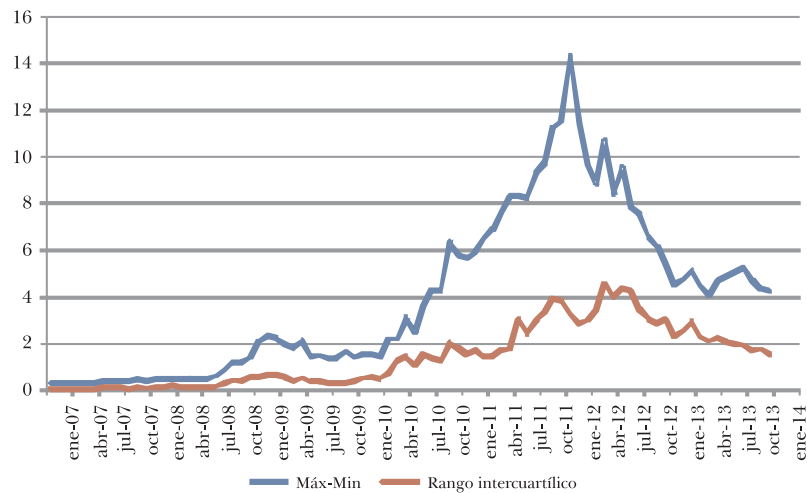
Fuente: BCE.



El mensaje anterior es similar en términos del rango de variación máximo-mínimo en el tipo de interés de la deuda pública. Así, tras alcanzar un valor máximo de 14 puntos porcentuales a principios de 2012, ha caído casi a la tercera parte, hasta situarse en diciembre de 2013 en 4,3 puntos porcentuales. En cualquier caso, la dispersión

actual de los tipos de interés de la deuda pública es superior a la que tenía lugar antes de la crisis, si bien ello no implica necesariamente una menor integración teniendo en cuenta que las diferencias de tipos de interés se deben al distinto riesgo que perciben los agentes y que se traslada a la prima de riesgo.

**GRÁFICO 5 DISPERSIÓN DE LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA (BONO A 10 AÑOS) EN LOS PAÍSES DE LA EUROZONA**



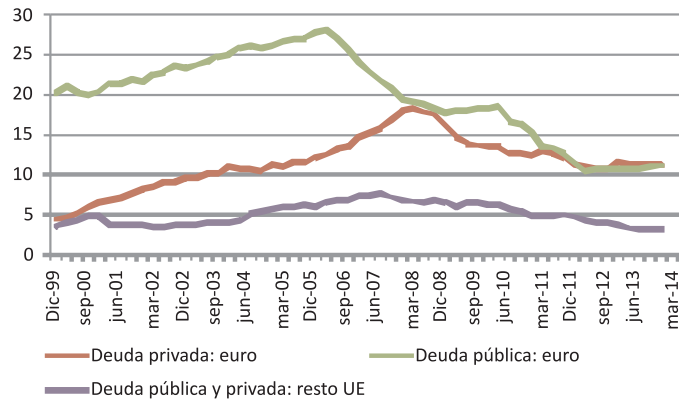
\* Grecia, Chipre, Estonia, Luxemburgo, Malta y Eslovenia no se incluyen por falta de suficientes observaciones.  
Fuente: BCE.

El indicador basado en cantidades que representa el gráfico 6 muestra que en el caso de la tenencia de deuda pública por parte de las instituciones financieras monetarias (IFM), desde principios de 2006 se ha producido una caída de la importancia relativa de la emitida por otros países del euro, hasta alcanzar un nivel mínimo del 10,7% en marzo de 2013, permaneciendo estable en lo que resta del año. La contrapartida de este comportamiento es un aumento de la tenencia de deuda pública doméstica, siendo éste

el eslabón del círculo vicioso deuda pública-bancaria que está en el origen de la crisis de la deuda soberana y de la fragmentación del mercado financiero europeo. En cualquier caso, la estabilidad en el peso de la deuda doméstica en 2013 es un signo que apunta hacia la vuelta a la integración, o al menos al no deterioro de la fragmentación. Algo similar ocurre con la deuda privada, ya que el porcentaje que la doméstica representa del total que hay en los balances bancarios se ha mantenido estable en 2013.

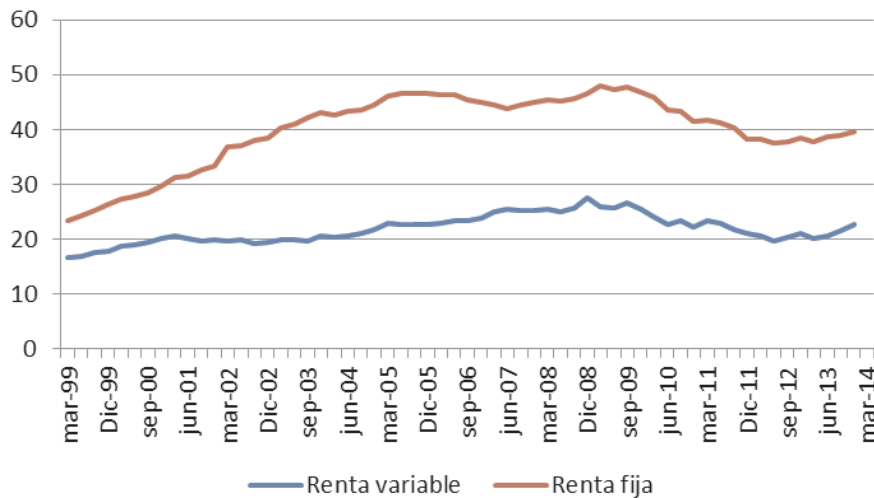


**GRÁFICO 6. PORCENTAJE DE LA DEUDA EMITIDA POR OTROS PAÍSES DE LA EUROZONA/UE EN LOS BALANCES DE LAS IFM DE LA EUROZONA RESPECTO DEL TOTAL DE LA DEUDA**



Fuente: BCE.

**GRÁFICO 7. PORCENTAJE DE DEUDA EMITIDA POR PAÍSES DE LA EUROZONA EN EL TOTAL DE TENENCIA DE DEUDA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN**



Fuente: BCE.

Un indicador que refuerza la visión hasta ahora obtenida de la evolución de la integración es el análisis de la importancia que tiene la renta fija y variable emitida por otros países de la eurozona en la cartera de los fondos de inversión de

los países de la zona euro. Como muestra el gráfico 7, hasta finales de 2008 aproximadamente, ese porcentaje fue aumentando, siendo un síntoma de aumento de la integración financiera. Pero desde entonces, cayó hasta mediados de 2012,



produciéndose entonces un punto de inflexión que coincido con el apoyo del Sr. Draghi a favor del euro. En 2013, el peso ha aumentado en 1,6 y 1,2 puntos porcentuales en la renta fija y variable, respectivamente, mejorando la integración. En cualquier caso, el peso actual de la renta fija y variable de emisores de los países de la eurozona en los fondos de inversión europeos está por debajo de los valores máximos que alcanzó a finales de 2008.

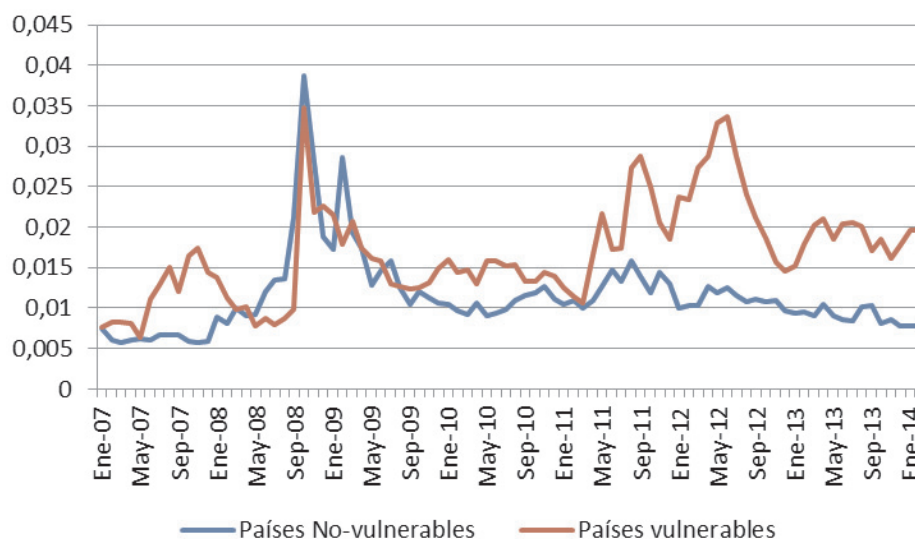
### *Mercado de renta variable*

El mercado de renta variable ha experimentado una reducción en las diferencias de rentabilidades de los países de la eurozona en 2013, regresando al nivel anterior a la crisis. El indicador de segmentación que construye el BCE y que reproduce el gráfico 8 toma un valor 0 en una situación de mercado integrado y aumenta conforme se reduce la integración. Para los países vulnerables, el valor del índice es mayor y se abre una brecha a principios de 2011 que alcanza su valor máximo

en junio de 2012, justo en el momento en el que el BCE tuvo que actuar anunciando su firme compromiso a favor del euro. Desde entonces, la brecha se ha recortado, si bien la integración del mercado de renta variable de los países vulnerables ha sido inferior al del resto de países. El impacto del estallido de la crisis de la deuda soberana en abril de 2010 es muy superior en los países vulnerables. También se observa en el gráfico que un denominador común a los dos grupos de países es el avance hacia la integración desde mediados de 2012 y su continuidad en 2013.

La visión que se desprende de la integración del mercado de renta variable utilizando indicadores basados en cantidades es la que se comentó anteriormente en base al gráfico 7, donde se observa una caída desde finales de 2008 de la tenencia de títulos emitidos por otros países de la eurozona en las carteras de los fondos de inversión y un aumento desde junio de 2012, nuevamente coincidiendo con el anuncio del BCE. En 2013, en concreto en la segunda mitad del año, es cuando más se recupera la integración.

**GRÁFICO 8. INDICADOR DE SEGMENTACIÓN EN EL MERCADO DE RENTA VARIABLE DE LA EUROZONA**



Fuente: BCE.





### Mercados bancarios

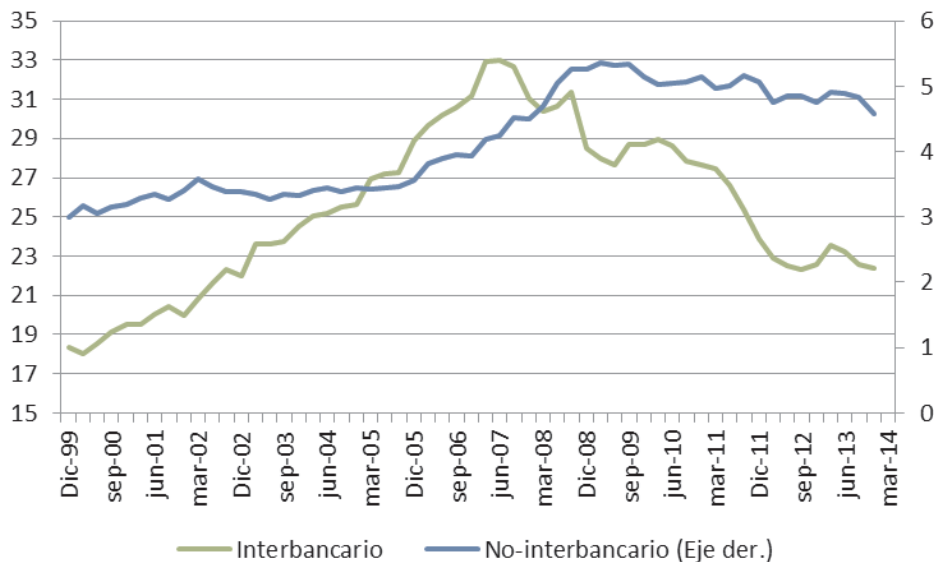
En numerosos países de la eurozona, la banca adquiere protagonismo por su importancia como fuente de financiación. Es un mercado tan amplio que el análisis de la integración es muy sensible al producto analizado, siendo como veremos muy superior el grado de integración en el mercado mayorista que en el minorista. El mercado del crédito es muy importante, dada su importancia en la financiación empresarial (sobre todo pymes) y en el de las economías domésticas, por lo que la actual fragmentación existente (y que se traduce en un tipo de interés bien distinto entre países) constituye una de las principales preocupaciones de la agenda europea y que justifica la importancia del proyecto de unión bancaria.

En el caso del préstamo interbancario, un primer indicador de integración es la importancia

relativa del concedido a otros bancos de la eurozona. Como muestra el gráfico 9, desde la creación de la UEM en 1999, su peso aumentó hasta alcanzar un máximo en torno al 33% a mediados de 2007, 15 puntos porcentuales por encima del nivel inicial. Pero desde el inicio de la crisis internacional, se han perdido 11 puntos porcentuales, regresando al nivel de integración de 2002. La situación se ha estabilizado desde junio de 2012.

En el caso del préstamo no interbancario (eje derecho del gráfico), el nivel de integración es inferior, con un menor peso del negocio transfronterizo con otros países de la eurozona. Hasta septiembre de 2008 aumentó el porcentaje de ese negocio hasta alcanzar un valor máximo por encima del 5%, valor que es la sexta parte del préstamo interbancario. También en los años siguientes se ha retrocedido en el grado de integración, siendo el valor de 2013 similar al de 2007.

**GRÁFICO 9. PORCENTAJE QUE EL PRÉSTAMO DE LAS IFMS A OTROS PAÍSES DE LA EUROZONA REPRESENTA DEL TOTAL**



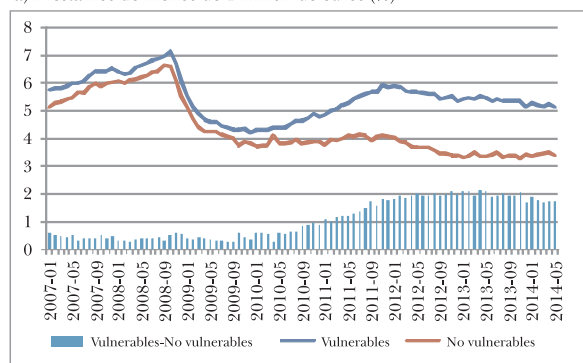
Fuente: BCE.

Los indicadores basados en precios dan una imagen preocupante de la desintegración financiera que ha tenido lugar como consecuencia de la crisis. En el caso del crédito a las empresas no financieras (gráfico 10), de soportar todos los países un coste de la financiación relativamente similar, con el estallido de la crisis de la deuda soberana se ha abierto una brecha entre el tipo de interés del préstamo en los países vulnerables y del resto de países, con un diferencia que llegó a superar los 200 puntos básicos en el préstamo

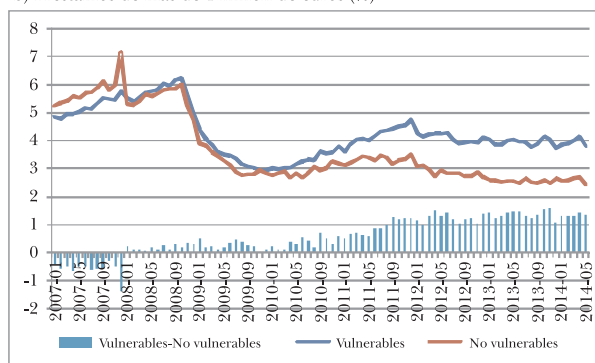
de menos de un millón de euros. En los últimos meses, el diferencial se ha reducido, si bien sigue siendo elevado. En los préstamos de mayor importe, también se ha fragmentado el mercado, aunque la brecha entre ambos grupos de países fue más reducida. En cualquier caso, también en estos préstamos de mayor tamaño la situación actual revela un nivel de integración claramente inferior al que se alcanzó antes de la crisis de la deuda soberana.

### GRÁFICO 10. TIPO DE INTERÉS DEL PRÉSTAMO A NUEVAS OPERACIONES DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE LA EUROZONA

a) Préstamos de menos de 1 millón de euros (%)



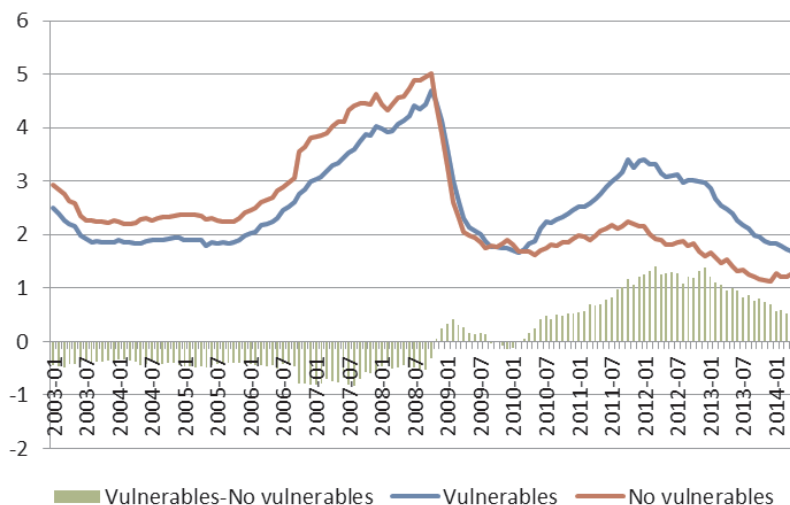
b) Préstamos de más de 1 millón de euros (%)



Fuente: BCE.

El mismo indicador de fragmentación referido al mercado de depósitos (gráfico 11) muestra una imagen similar: tipos de interés relativamente similares entre los dos grupos de países, divergencia desde mediados de 2010 y cierto cierre de la brecha desde finales de 2012. El último dato referido a mayo de 2014 muestra un tipo de interés de los depósitos en los países vulnerable 34 puntos básicos por encima del resto de países. En consecuencia, parte del mayor tipo de interés del préstamo en los países vulnerables se explica por el hecho de que el coste de la financiación que obtienen los bancos vía depósitos es superior.

La evolución de la integración también se puede analizar observando el comportamiento de la desviación típica de los tipos de interés de diversos productos bancarios. El gráfico 12 muestra las desigualdades de tipos para cuatro productos: préstamos de menos de un millón de euros a las sociedades no financieras; préstamos de más de un millón de euros a las empresas; préstamo al consumo de las familias; y préstamo para la compra de vivienda. Es en el préstamo al consumo donde mayores desigualdades de tipos existente entre los países de la eurozona, alcanzándose el mayor valor de la desviación típica a finales de 2013.

**GRÁFICO 11. TIPO DE INTERÉS DE LOS DEPÓSITOS A PLAZO EN LA EUROZONA**

Fuente: BCE.

El préstamo a las pymes (que se suele vincular al de menos de un millón de euros) es el segundo producto bancario donde en la actualidad hay más diferencias de tipos de interés entre países. Si de 2003 a verano de 2008 la desviación típica de redujo un 34%, en los años posteriores llegó a multiplicarse por 3 hasta alcanzar un máximo en abril de 2013. En los meses siguientes ha caído un 14%, regresando al nivel de enero de 2012. Por tanto, aunque se ha recuperado parte del terreno perdido, el nivel actual de integración está muy por debajo del alcanzado antes de la crisis.

En el préstamo de más de un millón de euros a las empresas, el perfil es muy similar al de menor importe, aunque el aumento de las desigualdades de tipos de interés desde verano de 2008 ha sido de menor intensidad. El valor actual de la desviación típica es similar al de octubre de 2012, por lo que está muy alejado del mayor nivel de integración alcanzado hasta la crisis. Puntualmente en 2013, se ha producido una ligera reducción de la desviación típica de octubre a diciembre.

El préstamo para la compra de vivienda es el producto en el que las diferencias de tipo se inte-

rés entre los sectores bancarios de la eurozona son más reducidas. También desde verano de 2008 se ha perdido el anterior logro alcanzado hacia la integración, aunque desde septiembre de 2012 las desigualdades se han reducido un 35%.

Un indicador adicional sobre la fragmentación que ha tenido lugar en el mercado financiero europeo del préstamo bancario es el que aporta información sobre el endurecimiento o relajación de los criterios que siguen los bancos a la hora de conceder o rechazar un crédito. Es información que proviene de la encuesta trimestral que realiza el BCE en el «Bank lending survey». La última en el momento de elaborar este artículo corresponde a abril de 2014.

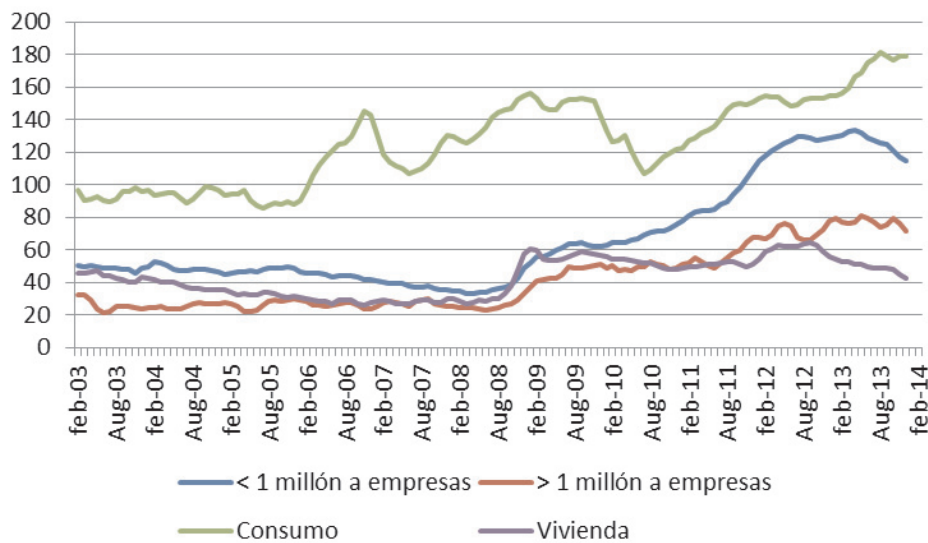
El gráfico 13 muestra la evolución de la diferencia entre el porcentaje de bancos que manifiesta que han endurecido los criterios de aprobación y los que declaran justo lo contrario, reportando los valores promedios para los bancos de los países vulnerables vs. no vulnerables. En el caso del préstamo a las empresas, aunque la evolución temporal es bastante parecida en ambos grupos de países, el valor absoluto de las series es superior en los países vulnerables, por lo



que han endurecido en mayor media los criterios. El porcentaje neto llegó a alcanzar un valor de 83 puntos porcentuales en diciembre de 2008 en los países vulnerables y 54 en los no vulnerables. Desde finales de 2011, las condiciones están mejorando, si bien los porcentajes netos siguen

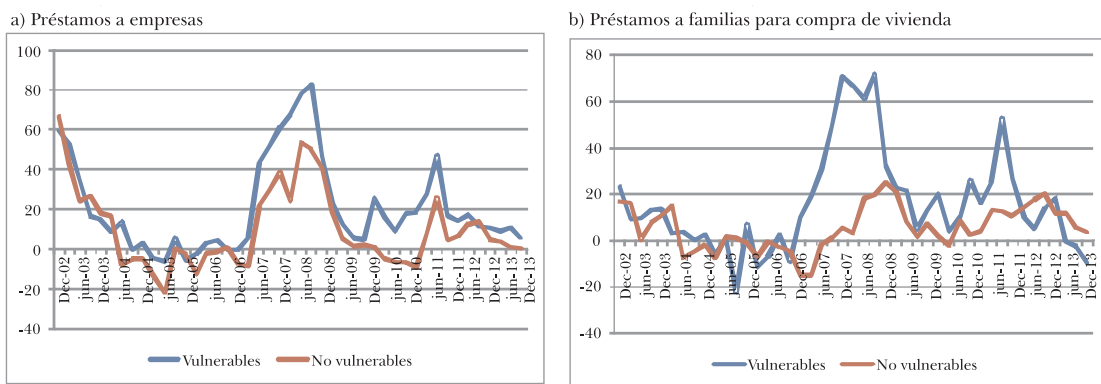
en terreno positivo, por lo que sigue siendo mayor el porcentaje de bancos que endurece las condiciones que el que las relaja. En 2013, el porcentaje neto se ha reducido 15 puntos en los países vulnerables y 17 en el resto.

**GRÁFICO 12. DESVIACIÓN TÍPICA DE LOS TIPOS DE INTERÉS DEL PRÉSTAMO DE LAS IFM DE LA EUROZONA**



Fuente: BCE.

**GRÁFICO 13. CAMBIOS EN LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN DE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA EUROZONA. PORCENTAJE NETO DE RESPUESTAS (SE HAN ENDURECIDO-RELAJADO)**



Fuente: BCE.



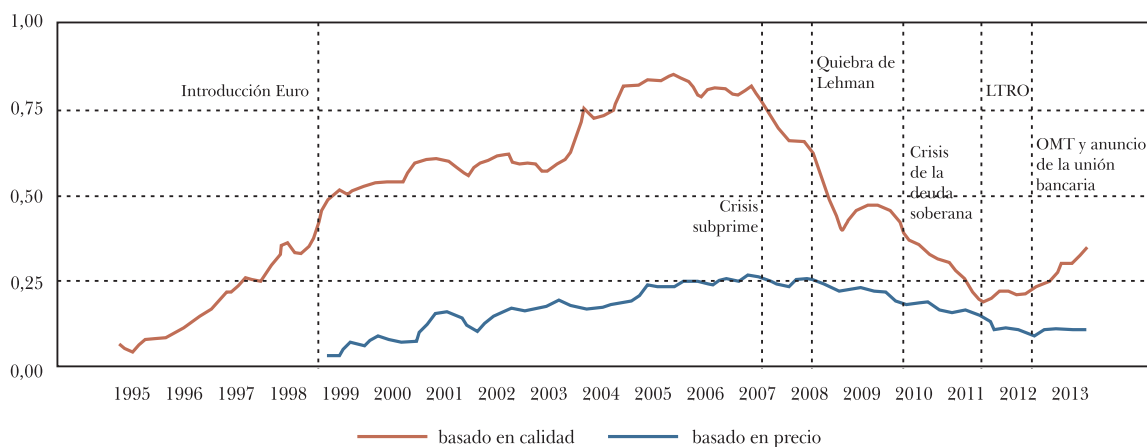
En el préstamo para la compra de vivienda de las familias, la situación ha mejorado mucho en los países vulnerables desde finales de 2011, hasta el punto de que el porcentaje neto de respuestas es negativo desde junio de 2013. En el resto de países, también se han relajado los criterios, aunque todavía predominan los bancos que declaran que endurecen los criterios que los que declaran lo contrario.

### *Visión conjunta de la evolución de la integración financiera*

El último informe semestral de la integración financiera que elabora el BCE (el correspondiente a abril de 2014) contiene como novedad dos indicadores sintéticos de integración: uno basado en precios y otro en cantidades. El gráfico 14 reproduce el gráfico del informe del BCE y en él se constata el gran avance hacia la integración

que tuvo lugar incluso antes del nacimiento del euro y que duró hasta 2007. Con el estallido de la crisis *subprime* el indicador basado en precios se redujo a la mitad y volvió a caer con intensidad tras el inicio de la crisis de la deuda soberana, alcanzado un valor similar al de antes de la creación de la UEM. Desde verano de 2012, con las barras libres de liquidez del BCE y con el anuncio del programa OMT y del proyecto de unión bancaria, se ha recuperado la integración, aunque el nivel a finales de 2013 es similar al de 2010, muy alejado de la máxima integración alcanzada antes de la crisis. El indicador sintético basado en cantidades tiene un perfil más suave, aunque reproduce el avance hacia el mercado único hasta 2007, el retroceso posterior y una ligera recuperación desde mediados de 2012. En términos de cantidades, la recuperación reciente es más reducida que en términos de precios.

**GRÁFICO 14. INDICADOR SINTÉTICO DE INTEGRACIÓN FINANCIERA EN LA EUROZONA**



Fuente: BCE.



### 3. CONSECUENCIAS DE LA FRAGMENTACIÓN

Tres son principalmente las consecuencias de la fragmentación del mercado financiero europeo: a) se rompe el mecanismo de transmisión de la política monetaria; b) se crea una Europa de dos velocidades: países vulnerables con elevados tipos de interés vs. resto de países con reducidos tipos de interés; y 3) los tipos de interés bancarios dependen enormemente de la prima de riesgo de la deuda soberana.

En el primer caso, cuando el mercado financiero está fragmentado, las variaciones del tipo de interés de intervención del BCE no se trasladan de igual forma en los distintos países de la zona euro, ya que los tipos de interés que fijan los bancos están fuertemente influenciados por las primas de riesgo soberana. Este es el principal argumento que ha llevado al BCE a plantear medidas no convencionales y a reclamar un rápido avance del proyecto de unión bancaria.

El círculo vicioso que se ha generado entre la deuda bancaria y la soberana ha provocado que exista una elevada correlación entre los tipos de interés de la deuda pública y los de los préstamos a empresas y familias. Los bancos de los países vulnerables han visto aumentar el coste al que se financian en los mercados a la hora de emitir deuda, porque el inversor exige la prima de riesgo del país. Este aumento en el coste de la financiación lo ha trasladado la banca a los tipos a los que presta, por lo que en última instancia la prima de la deuda soberana contamina los tipos a los que prestan los bancos.

Esto se pone claramente de manifiesto en el gráfico 15 en el que se muestra la relación que existe entre la variación del tipo de interés de la deuda pública (en concreto del bono a diez años) y la variación del tipo de interés de un préstamo de menos de un millón de euros a las sociedades no financieras. En el gráfico se muestra esa relación para dos subperiodos: a) desde el estallido de la crisis de la deuda soberana en abril de 2012 con el primer rescate a Grecia, y hasta el punto de inflexión del grado de integración que viene

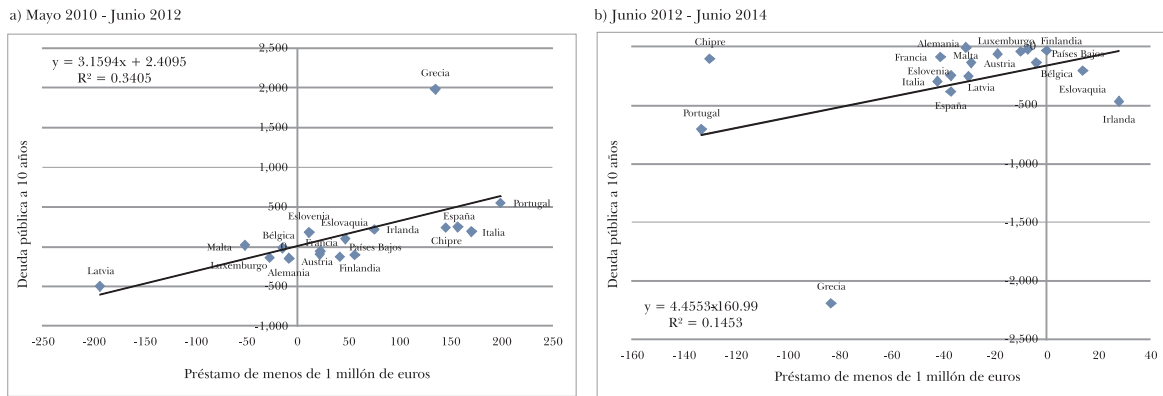
marcado por la actuación del BCE apoyando el euro en junio de 2012 con la famosa frase del Sr. Draghi; y b) desde junio de 2012 hasta junio de 2014, periodo que viene marcado por una recuperación de parte del terreno perdido en materia de integración financiera.

Como muestra el gráfico, en el primer subperiodo de fuerte inestabilidad financiera marcado por el impacto de la crisis de la deuda soberana, existe una correlación positiva entre la variación del tipo de interés de la deuda pública y los tipos bancarios, con una correlación del 58%. La correlación es muy superior (86%) si de la muestra se elimina Grecia, ya que es un caso excepcional por el intenso crecimiento de la prima de riesgo. En el segundo subperiodo, la correlación, aunque sigue siendo positiva, es menor (34%) y en este caso apenas varía cuando de la muestra se prescinde de Grecia. Por tanto, la actuación contundente del BCE y el anuncio de la creación de la unión bancaria, han reducido el grado de fragmentación del mercado financiero europeo, disminuyendo el grado de influencia del tipo de interés de la deuda pública sobre los tipos de interés de los préstamos bancarios.

Una visión similar de las consecuencias del círculo vicioso entre la deuda pública y la bancaria la ofrece el gráfico 16 en el que se representa la evolución desde el inicio de la crisis del coeficiente de correlación entre el tipo de interés de los préstamos bancarios a las empresas y el tipo de interés de la deuda pública. De partir en enero de 2008 de un valor de 0,55, inició una escala a principios de 2010 y alcanzó un primer máximo de 0,83 en abril de 2010 coincidiendo con el rescate de Grecia de forma que en solo cuatro meses el coeficiente se duplicó. Desde entonces fluctuó en torno al 70-80%, y desde principios de 2013 se mantiene estable pero en un nivel cercano al 90%. Por tanto, a pesar de las medidas del BCE y el avance de la unión bancaria, en la actualidad la prima de riesgo soberana tiene una influencia excesiva sobre los tipos de interés de la financiación bancaria.

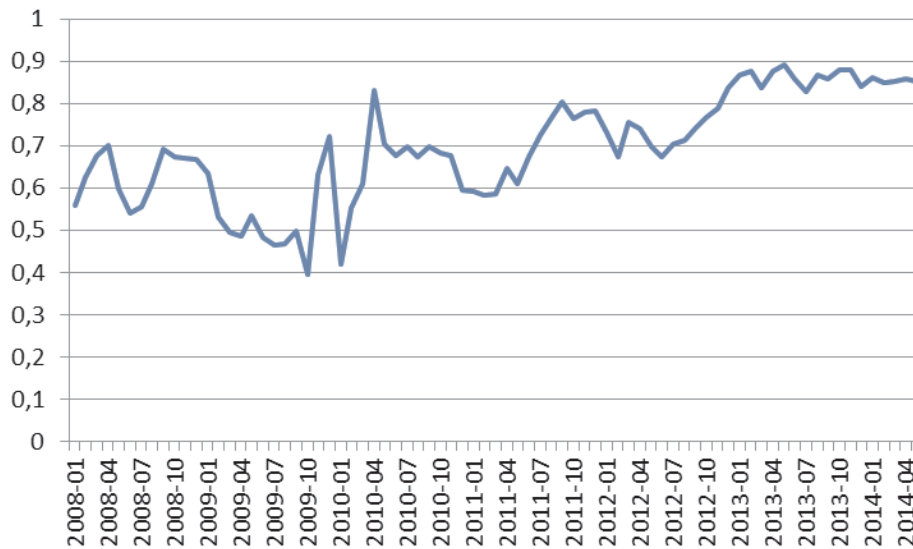


**GRÁFICO 15. CORRELACIÓN ENTRE LA VARIACIÓN DEL TIPO DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA (BONOS A 10 AÑOS) Y DEL PRÉSTAMO DE MENOS DE UN MILLÓN DE EUROS A LAS EMPRESAS. PUNTOS BÁSICOS**



Fuente: BCE y elaboración propia.

**GRÁFICO 16. COEFICIENTE DE CORRELACIÓN ENTRE EL TIPO DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA (BONOS A 10 AÑOS) Y EL DEL PRÉSTAMO DE MENOS DE UN MILLÓN DE EUROS A LAS EMPRESAS**



Fuente: BCE y elaboración propia.

En última instancia, la fragmentación financiera acaba teniendo un impacto negativo sobre la inversión de aquellos países que ven crecer en mayor medida el coste de la financiación, que es uno de los determinantes más importantes del

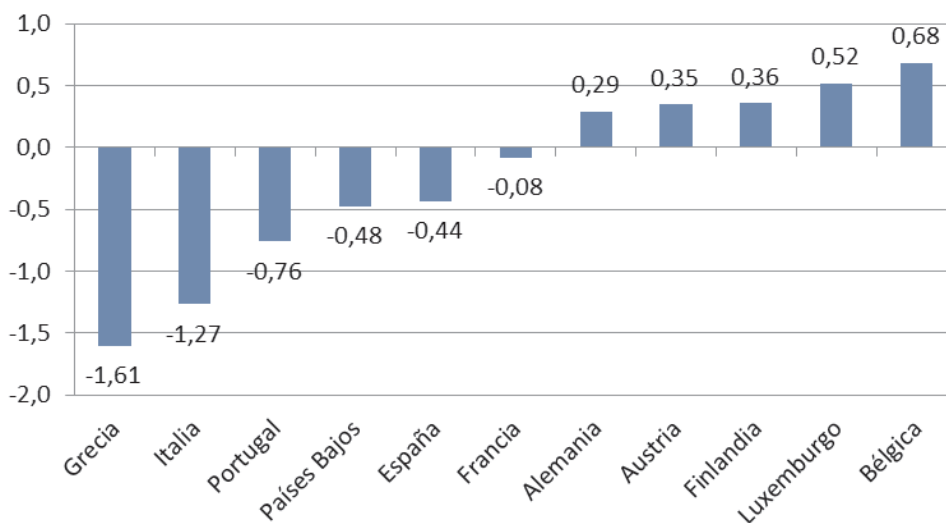
coste de uso del capital y por tanto de la inversión. Este es precisamente uno de los resultados del trabajo de Inklaar et al. (2013) en el que se cuantifica el impacto de la desintegración financiera sobre la inversión. El gráfico 17, que



reproduce el de ese trabajo, muestra que en los países en los que más ha incidido la crisis de la deuda soberana, el mayor aumento de los tipos de interés de la financiación ha restado puntos al crecimiento de la inversión, con caídas que han llegado a 1,6 pp al año en Grecia y que han

oscilado entre ese valor máximo y 0,09 pp. en Francia. En cambio, otros países (los no vulnerables), se han beneficiado de tipos de interés reducidos al actuar con refugio su deuda, lo que se ha traducido en un impacto positivo sobre la inversión.

**GRÁFICO 17. IMPACTO DE LA DESINTEGRACIÓN FINANCIERA SOBRE LA TASA DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN (2010-12). PUNTOS PORCENTUALES**



Fuente: Inklaar et al. (2013).

#### 4. CONCLUSIONES

La célebre frase del Sr. Draghi pronunciada en verano de 2012 actuó de bálsamo para dar fin al retroceso que se había producido en el grado de integración del mercado financiero europeo desde el estallido de la crisis de las *subprime*. Con el anuncio y los posteriores pasos firmes hacia la construcción de la unión bancaria, en 2013 se ha recuperado parte del terror perdido en la integración, si bien los niveles actuales distan mucho de los alcanzados antes de la crisis. El mercado financiero europeo sigue fragmentado, lo que condiciona las posibilidades de recuperación de los países vulnerables como consecuencia del mayor coste que soportan en el acceso a la financiación.

En este artículo se ha monitorizado el proceso de integración financiera europea en base a algunos indicadores basados tanto en precios como en cantidades, utilizando como fuente de información principal el BCE. El indicador sintético que resume la visión de la integración de todos los mercados en base a precios muestra claramente que en 2013 se ha ganado algo del terreno perdido, dando así continuidad al avance que empezó a conseguirse desde verano de 2012. No obstante, en términos de cantidades, ese mismo indicador sintético muestra un avance más modesto, seguramente porque los precios reaccionan antes que las cantidades.

A pesar del avance reciente de nuevo hacia el mercado único, el mercado sigue estando frag-





mentado, con una situación muy desigual en las condiciones en el acceso a la financiación entre los países vulnerables y el resto. Esta situación actúa como rémora a la recuperación del consumo y la inversión de los países del primer grupo, como consecuencia del mayor coste de la financiación.

En este contexto, sigue siendo prioritario avanzar más deprisa hacia la unión bancaria, que es el gran proyecto para romper con la fragmentación del mercado y romper el círculo vicioso entre deuda bancaria y soberana. Sigue siendo muy elevada la influencia que la prima de riesgo soberana tiene sobre los tipos de interés del préstamo bancario, por lo que todavía no se ha roto ese círculo vicioso. Pero conforme sea una realidad el mecanismo único de resolución (como una autoridad y fondo también único de resolución), se romperá del todo el nexo de conexión entre riesgo bancario y soberano. Si bien el periodo transitorio hacia ese mecanismo único de resolu-

ción pueda parecer demasiado largo, en poco tiempo se han dado pasos que hasta hace poco era impensables, por lo que en el fondo hay una voluntad firme hacia la construcción de un mercado financiero integrado que deberá complementarse con otros pasos hacia la unión fiscal.

## REFERENCIAS

- Banco Central Europeo (2014). *Financial integration in Europe*, Abril.
- Banco Central Europeo (2014). *Bank lending survey*.
- Inklaar, R., Fernández de Guevara, J. y Maudos, J. (2013). «The impact of the financial crisis on financial integration and investment in the European Union», en *Investment and Investment Finance in Europe*, European Investment Bank, capítulo 7, pp. 207-240.



## **2. SERVICIOS DE INVERSIÓN**





# NUEVAS MEDIDAS EN LA REGULACIÓN EUROPEA EN MATERIA DE PROTECCIÓN DE INVERSORES Y ABUSO DE MERCADO

**Ignacio Santillán**  
**Abogado. Director General de FOGAIN**

En la agenda regulatoria europea en los últimos años, junto a cuestiones prioritarias derivadas de la evolución de la crisis financiera –la Unión Bancaria, la mejora en la regulación de las infraestructuras de mercados, tanto de contratación como de post-contratación, la regulación de ciertas prácticas como los derivados OTC y las ventas en corto, etc– se ha seguido atendiendo a cuestiones que siempre forman parte de esta agenda y respecto de las que la finalidad última es poder seguir adecuadamente, la evolución de los mercados.

Este es el caso de la protección de inversores, en tanto que clientes de entidades financieras y la nueva regulación del abuso de mercado a nivel europeo, aspectos cuya evolución reciente vamos a revisar a continuación

## **I. INCREMENTO DE PROTECCIÓN DE LOS INVERSORES**

Los instrumentos normativos utilizados en la mejora de la protección de los inversores han sido, por un lado, la Directiva 2014/65/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo («MIFID II») que contiene además una modificación de la Directiva 2002/92/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 9 de diciembre de 2002 sobre la mediación en los seguros.

Asimismo, el Reglamento 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo (MIFIR) contiene también, junto a una mayoría de medidas relativas a la ordenación de los mercados secundarios, algunas medidas de protección de inversores.

El Reglamento 1286/2014 de 26 de Noviembre sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minoritaria vinculados y los productos de inversión basados en seguros (Reglamento PRIIPS)

Todos estos instrumentos normativos pretenden mejorar el nivel de protección de los clientes de entidades financieras en los procesos de comercialización de productos y, en general en su relación con dichas entidades. Para ello se utilizan indistintamente, conceptos tales como «cliente», «consumidor» o «inversor».

Cada uno de estos instrumentos normativos prevé desarrollos, en muy diversas materias, por medio de regulación de segundo nivel.

El trabajo que ESMA viene desarrollando en este sentido es muy relevante, y ha dado lugar a la publicación de documentos a consulta, que por su propio momento de elaboración no pueden darse por definitivos, pero que en ciertas materias si permiten averiguar en qué sentido se desarrollará previsiblemente este segundo nivel.

En los siguientes apartados revisaremos las líneas generales de las modificaciones más relevantes dentro de esta evolución regulatoria en el ámbito de la protección de los inversores.



### I.1. APROXIMACIÓN TRANSVERSAL A LA PROTECCIÓN DE LOS INVERSORES, CLIENTES DE ENTIDADES FINANCIERAS

Una de las novedades más resaltables en la protección de los clientes de entidades financieras, dentro del proceso de adquisición de productos financieros, es la aproximación transversal que la nueva regulación europea realiza a esta cuestión.

La regulación financiera europea, así como la estructura de la supervisión, tienen una estructura basada en el tipo de entidad/actividad, separando los ámbitos bancarios, de valores y de seguros, y estableciendo en cada uno de estos ámbitos una regulación tanto prudencial como de actividad, centrados alrededor de la actividad típica de estos tres tipos de entidades.

Solo el ámbito de las normas de conducta en materia de mercados de valores se extendía ya, a las entidades de crédito, en MIFID.

La aproximación ahora es diferente. Se identifica que hay productos financieros que se ofrecen a clientes minoristas conteniendo estructuras de rendimiento y riesgo similares, pero empaquetadas bajo diferentes estructuras jurídicas, que les harían caer bajo ámbitos de regulación diferentes. Sería el caso por ejemplo, de fondos de inversión, bonos estructurados, depósitos estructurados o seguros –como los denominados *unit links*– cuyo rendimiento depende de factores de evolución de los mercados.

La regulación identifica ahora la necesidad de tener similares normas de conducta (*selling rules*) y un similar nivel de información, cuando cualquiera de estos productos es ofrecido a un cliente minorista.

A esta necesidad se atiende mediante diversas medidas:

- Se somete a la normativa sobre normas de conducta en MIFID II, a los depósitos estructurados, que son depósitos cuyo rendimiento esté vinculado a una fórmula donde intervengan factores de mercado (ya sean índices, instrumentos financieros, materias primas o tipo de cambio). La

comercialización de estos depósitos estará sometida a similares normas de conducta e información que la comercialización de instrumentos financieros, si bien estos depósitos no se incluyen dentro del concepto de «instrumentos financieros» que contiene el Anexo de la Directiva.

- Se modifican las normas de conducta aplicables a la venta de «productos de inversión basados en seguros» por medio de la modificación del artículo 2 y de la introducción de un nuevo Capítulo III Bis «Requisitos adicionales de protección del cliente en relación con los productos de inversión basados en seguros» en la Directiva 2002/92/CE de Mediación de Seguros. De este modo, aspectos tales como la gestión de las situaciones de conflictos de interés, la exigencia de una actuación con honestidad, equidad y profesionalidad en beneficio de los intereses de los clientes, la exigencia de que la información sea veraz, clara y no engañosa y la posibilidad de regular a nivel nacional la prohibición de incentivos, se incluyen en esta modificación de la Directiva 2002/92/CE que contiene MIFID II.
- Se identifica un nuevo subtipo de productos de inversión respecto del que se establece unas obligaciones similares de información. Se trata de los denominados PRIIPS (ver apartado siguiente) para cuya comercialización a clientes minoristas se establecen normas específicas de elaboración de un documento– cuyo contenido se detalla– que recoja de manera, breve, clara y lo más sencilla posible, la información necesaria para comprender un producto y poder compararlo con otros productos similares.

Estas medidas deben conseguir que la comercialización de productos financieros de estructura de riesgo y rendimiento similares y que se ofrezcan a clientes minoristas, estén sometidos a normas de conducta y niveles de información similares.



## 1.2. REGULACIÓN ESPECÍFICA ACERCA DE LA INFORMACIÓN DE LOS PRODUCTOS PRIIPS, OFRECIDOS A CLIENTES MINORISTAS

El Reglamento PRIIPS regula el documento de información esencial que debe elaborar todo originador de un producto de los que cae dentro del ámbito de aplicación de este Reglamento, cuando el producto vaya a ser comercializado a inversores minoristas.

Para ello, el Reglamento define los PRIIP como inversiones respecto de las que, independientemente de la forma legal de la inversión, la cantidad pagable al inversor esté sujeta a fluctuaciones por la exposición a valores de referencia o al rendimiento de uno o más activos que no son adquiridos directamente por el inversor.

Dentro de este concepto entran, por tanto, productos propios del mercado de valores (fondos de inversión, valores estructurados) bancarios (depósitos estructurados) y de seguros (unit link).

Respecto de este tipo de productos, y cuando se dirijan a inversores minoristas, el originador (*manufacturer*) debe elaborar un documento con la información esencial (*Key Information Document*), en línea con lo que en el ámbito de las Instituciones de Inversión Colectiva ya exigió la Directiva 2009/65/UE. En particular, por ello, los productos PRIIPS que estén sometidos a dicha Directiva, tienen un plazo de cinco años –revisable– para adaptar sus KID a este nuevo Reglamento.

El contenido del documento se articula en el reglamento PRIIPS a través de un formato de preguntas respecto de las cuales se determina qué tipo y nivel de información se debe incluir.

Así, junto a información acerca del emisor del producto, se debe recoger información acerca del producto (¿Qué es este producto?) consistente en si es un producto de exposición directa o indirecta a la inversión; y el tipo de inversor a quien va dirigido, así como información acerca de los ries-

gos ¿Qué riesgos corro y qué podría obtener a cambio?.

Se debe recoger también, que ocurre si el emisor del instrumento no puede hacer frente a los pagos correspondientes, si existe o no cobertura de un fondo de garantía de inversiones o algún tipo de garante, así como cuáles son los costes, y si la inversión hay que mantenerla por un tiempo determinado y cómo y cuándo puede el inversor salir de ella.

También debe reflejarse información sobre dónde y cómo puede presentarse, en su caso, una queja, y otra información adicional.

El contenido concreto de este documento será desarrollado por medio de estándares técnicos en colaboración por la EBA, ESMA y EIOPA. El Reglamento contiene normas específicas en materia de idioma y extensión del documento y obliga a que los originadores a ponerlo a disposición de los comercializadores y a colgarlo en su web.

Por su parte, los comercializadores deberán, en los procesos de asesoramiento o de comercialización, poner a disposición de los clientes este documento.

## 1.3. NUEVAS NORMAS DE ORGANIZACIÓN INTERNA ORIENTADAS A LA PROTECCIÓN DE LOS CLIENTES

MIFID II continua la senda marcada ya por la ISD y MIFID requiriendo a las empresas que prestan servicios de inversión no solo que tengan estructuras organizativas, de gobierno corporativo y de control interno y de riesgos, adecuadas desde una perspectiva prudencial, sino también incidir en la necesidad de tener estructuras organizativas de soporte para la relación adecuada con los clientes y para el adecuado cumplimiento de las normas de conducta.

En este sentido, sobre lo ya requerido por MIFID, MIFID II fija una serie de nuevos requisitos de organización interna en relación con los siguientes aspectos:



### *Normas sobre elaboración de productos*

El artículo 16, apartado 3 de la MIFID II establece como una obligación formal específica nueva, la de que las entidades mantengan, gestionen y revisen un proceso para la aprobación de cada uno de los instrumentos y las adaptaciones significativas de los instrumentos existentes antes de su comercialización o distribución a los clientes.

Esto debe incluir la especificación del mercado destinatario, el colectivo de clientes a que se dirige el producto, garantizando que se evalúan todos los riesgos pertinentes para tal mercado.

Este proceso debe ser revisado periódicamente por las entidades, y debe informarse del mismo a los distribuidores.

### *Formación de personal*

MIFID II requiere de manera formal, que las entidades garanticen el adecuado nivel de conocimiento de los productos y servicios por parte de sus empleados. Habrá que estar al desarrollo efectivo de este requisito a nivel nacional para determinar qué obligaciones materiales concretas requiere esta nueva obligación de las entidades, dependiendo, además, del diferente perfil de negocio, de clientela, y de amplitud de la red de comercialización.

### *Políticas retributivas y normas de conducta*

La Directiva recoge como una obligación, ahora normativa, lo que hasta la fecha se había recogido en una Guía de ESMA sobre Políticas y Prácticas de retribución, vinculadas al cumplimiento de MIFID, emitida el uno de octubre de 2013.

Por tanto, es de prever que no se establezcan significativos cambios en la regulación concreta, si bien se eleva el nivel normativo de la obligación de alinear las prácticas retributivas de las

entidades al cumplimiento de las normas de conducta y la evitación de conflictos de interés con los clientes.

### *Registros*

MIFID II mantiene la exigencia general de mantenimiento de registros por parte de las entidades. Sin embargo, si supone una novedad la introducción, a nivel europeo, de la obligación de mantener registros de las comunicaciones telefónicas y las electrónicas. Esta obligación se recoge de manera detallada de forma que se evite la evasión de la misma, prohibiendo que se reciban instrucciones de los clientes por mecanismos no controlados y gravados.

Coherentemente con esta nueva obligación, se establece la obligación de que quede adecuada constancia de las instrucciones de los clientes recibidas de viva voz. El modo en que esta nueva obligación deba efectivamente cumplirse, queda a un desarrollo de normativa de segundo nivel.

### *Función de Cumplimiento*

MIFID II no modifica la regulación sobre la función de cumplimiento que recogía MIFID. No obstante, a la vista de los documentos sometidos a consulta por ESMA, sí parece que normativa de segundo nivel pudiera recoger a nivel normativo, lo que a día de hoy son Directrices de ESMA sobre la función de cumplimiento (Directrices emitidas el 25 de junio de 2012).

Esto tendrá como consecuencia que algunas cuestiones relativas a la organización, funcionamiento y supervisión de esta función –identificadas y tratadas por primera vez a nivel europeo en dichas Directrices– pasen a reflejarse en una norma de segundo nivel, cristalizando de esta manera sin posibilidad de una futura adaptación, que la experiencia de su aplicación pueda aconsejar en el futuro.





#### I.4. MEDIDAS ADICIONALES DE PROTECCIÓN DE ACTIVOS DE CLIENTES

MIFID II incorpora nuevas medidas de protección de los activos de clientes, complementaras de las ya existentes en la materia en MIFID. En concreto, se limita la posibilidad de realizar operaciones de garantía con transferencia de propiedad (Title Transfer Collateral Arrangements o TTCA) de los valores de los clientes minoristas a la compañía, en tanto esta operativa podría perjudicar muy sensiblemente la finalidad misma de la regulación sobre protección de activos de clientes.

En general, la regulación sobre protección de activos de clientes es algo a lo que MIFID ya prestó atención y que ahora se fortalece por esta vía, previendo además, que los Estados miembros puedan adoptar medidas más exigentes en esta materia. Asimismo, ESMA en los documentos sometidos a consulta, parece proponer el acogimiento, en norma de segundo nivel, de los principios de IOSCO en esta materia reflejados en su documento *Recommendations Regarding the Protection of Client Assets*, y que se centran en el mantenimiento de registros adecuados, la remisión de información periódica a los clientes, la organización interna para la protección de los derechos de los clientes, el análisis de los riesgos cuando se subcustodien activos de clientes en el extranjero, la obligación de informar de los riesgos a los clientes y el control de los casos en que los clientes pueden renunciar a su protección (como sería el caso de los TTCA).

Junto a esto, el mismo documento considera necesaria la involucración de los supervisores en esta cuestión, centrada en la revisión del cumplimiento de estos principios.

#### I.5. NUEVO SERVICIO DE ASESORAMIENTO INDEPENDIENTE. REQUISITOS

MIFID II contiene por primera vez a nivel de la Unión Europea –una regulación similar, si bien no idéntica, ya existía en Reino Unido– la regu-

lación del asesoramiento independiente, como un servicio de inversión diferenciado respecto del asesoramiento de inversión en general.

MIFID II, sin embargo, no define el asesoramiento independiente. Es, por tanto, un concepto nuevo que no se define como tal. La técnica normativa que escoge MIFID II es la de establecer determinadas obligaciones para las entidades que declaren a un cliente que les van a asesorar «independientemente» o que les van a prestar «asesoramiento independiente».

Estas obligaciones son las siguientes:

- Se prohíbe el cobro o retención de incentivos por la entidad o persona que asesora. Tales incentivos, de cobrarse, deben trasladarse al cliente. Tan solo beneficios no monetarios pequeños –cuya definición corresponderá a ESMA en el curso de la elaboración de normativa de segundo nivel– son posibles.
- Realizar un análisis lo suficientemente amplio de productos, que no se limite a los propios de la entidad o su grupo o con los que tenga especial relación. El alcance de este concepto –y si es un concepto necesariamente cuantitativo, o cualitativo– deberá desarrollarse en normativa de segundo nivel.

Esta nueva figura puede tener significativos efectos en el diseño de la prestación del servicio de asesoramiento de inversión por parte de las entidades financieras.

Se trata, como hemos señalado más arriba, de una diferenciación procedente de la específica estructura de los prestadores de servicios de inversión en Reino Unido, cuyo acogimiento a nivel de Unión Europea no se había manifestado como necesario. No obstante, una vez incorporado, todas las entidades de la Unión Europea deberán revisar la forma y estructura para la aplicación de esta nueva figura.

#### I.6. MODIFICACIÓN DE DETERMINADAS NORMAS DE CONDUCTA

Como hemos señalado más arriba, MIFID II supone, entre otras cosas, una revisión de deter-



minados aspectos de las normas de conducta recogidas en MIFID. En este sentido, junto a lo señalado en el apartado anterior, las más relevantes serían las siguientes:

#### *Asesoramiento de inversión*

La Directiva incide de una manera especial en la regulación del asesoramiento de inversión. Así, junto a la nueva regulación del asesoramiento independiente, se obliga a las entidades ahora, para cualquier clase de asesoramiento de inversión –independiente o no– a que se entregue al cliente un documento explicativo de en qué manera el asesoramiento se ajusta a las preferencias, objetivos y otras características del cliente minorista.

Asimismo, como novedad, el cliente debe ser informado de (i) si el asesoramiento se presta de forma independiente o no; (ii) si el asesoramiento se basa en un análisis general o más restringido de los diferentes tipos de instrumentos financieros y, en particular, si la gama se limita a instrumentos financieros emitidos o facilitados por entidades que tengan vínculos estrechos con la empresa de servicios de inversión, o bien cualquier otro tipo de relación jurídica o económica, como por ejemplo contractual, que pueda mermar la independencia del asesoramiento facilitado, y (iii) si la empresa de servicios de inversión proporcionará al cliente una evaluación periódica de la idoneidad de los instrumentos financieros recomendados para ese cliente.

#### *Incentivos*

El régimen sustantivo de los incentivos no se altera significativamente. Los pagos realizados por el cliente o por cuenta del cliente dejan de considerarse incentivos, y los incentivos pasan a ser de dos categorías. Por un lado, los que se corresponden con servicios que se prestan por terceras entidades y que son necesarios para la prestación del servicio al cliente y por otro, los

pagos o beneficios no monetarios pagados o recibidos por la entidad que presta el servicio de inversión.

Se mantiene la exigencia de que estos segundos incentivos:

- a) hayan sido concebidos para mejorar la calidad del servicio pertinente prestado al cliente, y
- b) no perjudiquen el cumplimiento de la obligación de la empresa de servicios de inversión de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes.

La existencia, naturaleza y cuantía de los pagos o beneficios debe seguir informándose al cliente.

MIFID II es más restrictiva que MIFID en cuanto que prohíbe la percepción de incentivos en el caso de gestión de carteras y los limita, como hemos visto más arriba de manera casi total, en el caso del asesoramiento independiente.

#### *Revisión del colectivo de contraparte elegible*

La definición del colectivo de las contrapartes elegibles –que no disfrutaban de la protección de normas de conducta en el ámbito de la intermediación –se limita por MIFID II respecto de MIFID, eliminando del mismo– esto es, sometiendo a mayor protección– a los entes de la administración pública de nivel inferior al nacional.

Por otro lado, se extiende respecto de las contrapartes elegibles, la obligación del trato con honestidad, imparcialidad y profesionalidad y de comunicar la información siempre imparcial, clara y no engañosa, teniendo en cuenta la naturaleza de la contraparte elegible y su actividad.

#### *Colectivo de productos complejos*

MIFID II limita el colectivo de productos no complejos, eliminando de ellos aquellas acciones coti-



zadas de instituciones de inversión colectiva distintas de los OICVM y las acciones que incorporen derivados; los bonos que incorporen derivados o incorporen una estructura que dificulte al cliente la comprensión de los riesgos en que incurre; los instrumentos del mercado monetario que incluyan derivados o incorporen una estructura que dificulte al cliente la comprensión de los riesgos en que incurre; y las participaciones o acciones de UCITS estructuradas, para cuya definición se remite la Directiva al Reglamento (UE) 583/2010.

Por otro lado, se incluyen los depósitos estructurados como productos no complejos, siempre que no incorporen una estructura que dificulte al cliente la comprensión de los riesgos en que incurre en lo que respecta al rendimiento o al coste de salida del producto antes de su vencimiento.

#### *Nuevas exigencias en materia de mejor ejecución*

En materia de mejor ejecución, la revisión del régimen regulatorio existente no es muy amplia. Se obliga a los centros de negociación a hacer públicos, al menos una vez al año, datos sobre calidad de ejecución. Esta información deberá ser tenida en cuenta por las entidades en las revisiones de sus políticas de ejecución.

Las entidades, por su lado, deberán hacer públicos, una vez al año, los cinco mejores centros de negociación en los que haya ejecutado operaciones a lo largo del año, respecto de cada tipo de activo.

Por último, se regula específicamente el cobro de incentivos provenientes de centros de negociación, permitiéndolos solo cuando cumplan con los requisitos normativos de la Directiva referentes a los conflictos de intereses e incentivos.

### **I.7. NUEVA CAPACIDAD DE LOS SUPERVISORES DE PROHIBIR O INTERVENIR EN RELACIÓN CON PRODUCTOS Y SERVICIOS**

El Reglamento MIFIR regula en sus art. 40 a 43 la capacidad de ESMA, EBA o las autoridades

nacionales competentes, de prohibir la comercialización o venta de determinados productos o la prohibición de determinadas prácticas, siempre que exista una preocupación significativa relativa a la protección del inversor o a una amenaza para la integridad y el funcionamiento ordenado de los mercados financieros o de los mercados de materias primas o para la estabilidad de la totalidad o de parte del sistema financiero de la Unión.

Esta capacidad se articula como una capacidad de actuación en situaciones extremas y en este ámbito debe desenvolverse.

## **II. NUEVAS MEDIDAS EN MATERIA DE ABUSO DE MERCADO**

La revisión global de la regulación del abuso de mercado a nivel europeo se ha llevado a cabo por medio de dos instrumentos normativos, aprobados simultáneamente.

– Uno de ellos es el Reglamento 596/2014, de 16 de abril, sobre el abuso de mercado y por el que se deroga la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión.

Este Reglamento tiene por finalidad sustituir enteramente el anterior marco normativo europeo sobre abuso de mercado que se recogía en las directivas ahora derogadas y en el Reglamento 2273/2003 de la Comisión que ahora también, se deroga.

Como ocurre en otros ámbitos de la regulación financiera más reciente en Europa, el instrumento normativo utilizado es un Reglamento. Ello indica la existencia de un alto grado de armonización y acuerdo previo sobre la regulación a establecer, que permite una aplicación directa de esta nueva norma en todos los Estados de la Unión a un mismo tiempo.

– El otro instrumento normativo es la Directiva 2014/57/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014 sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado.



Esta Directiva establece normas mínimas dirigidas a los Estados miembros, en materia de sanciones penales aplicables a las operaciones de abuso de mercado.

– Estos dos cuerpos normativos, fijan todo el marco regulatorio europeo en materia de abuso de mercado, si bien prevén en diversos apartados el desarrollo de los mismos a través de normativa de segundo nivel. ESMA ya está trabajando en este sentido, con la publicación de documentos a consulta.

Se pueden identificar tres aspectos a que atiende esta nueva regulación.

### *1. IDENTIFICACIÓN DE MEJORAS PRECISAS EN EL ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE ABUSO DE MERCADO*

Durante el tiempo de aplicación de la normativa europea aún vigente hoy en parte, se han ido poniendo de manifiesto determinados elementos que precisaban de una adecuada aclaración o regulación a nivel europeo, en materia de abuso de mercado. El desarrollo de sistemas multilaterales de negociación en sus diversos perfiles, así como la creación de la nueva figura de los sistemas organizados de contratación, la constatación de la posibilidad de utilizar la operativa en mercado de contado de materias primas para alterar el precio de instrumentos financieros a ellas indiciados, la extensión de las nuevas técnicas de negociación automatizadas y de alta frecuencia, las deficiencias observadas en los procesos de negociación de derechos de emisión, considerados instrumentos financieros en MIFID entre otros aspectos, han atraído la atención de los supervisores y reguladores europeos y han fundamentado la regulación de estas materias nuevas en el Reglamento.

En concreto, el Reglamento, incorpora las siguientes previsiones:

- Extiende el régimen legal sobre abuso de mercado a los activos negociados en un SMN o en un SOC, además de a los activos negociados en mercados regulados como preveía la normativa anterior.

- Extiende el régimen de prohibición de manipulación de mercado a las operaciones de contado sobre materias primas, en tanto puedan afectar al precio de activos negociados en un mercado regulado, SMN o SOC.
- Extiende el régimen de abuso de mercado a las conductas y operaciones relativas a las subastas en una plataforma de subasta autorizada como mercado regulado de derechos de emisión.
- Se prohíbe expresamente en su artículo 15 la tentativa de manipulación de mercado, que no recogía el anterior artículo 5 de la Directiva 2003/6/CE.
- Extiende, en su artículo 16 el ámbito de la obligación de análisis y comunicación de operaciones sospechosas por parte de las entidades que preparen o ejecuten operaciones a las órdenes y no solo a las operaciones sospechosas de abuso de mercado.
- La regulación sobre prevención de manipulación de mercado recoge específicamente que las estrategias de negociación algorítmica y de alta frecuencia cuando incluyen, cancelan o modifican órdenes en un mercado, pueden suponer abuso de mercado si tiene como consecuencia:
  - o perturbar o retrasar el funcionamiento del mecanismo de negociación utilizado en el centro de negociación, o hacer que ello tenga más probabilidades de ocurrir;
  - o dificultar a otras personas la identificación de las órdenes auténticas en el mecanismo de negociación del centro de negociación, o aumentar la probabilidad de dificultarla, en particular introduciendo órdenes que den lugar a la sobrecarga o a la desestabilización del carné de órdenes, o
  - o crear, o poder crear, una señal falsa o engañosa sobre la oferta y demanda o sobre el precio de un instrumento financiero, en particular, emitiendo órdenes para iniciar o exacerbar una tendencia;



- Se regula detalladamente la obligación de los Mercados Regulados, los Sistemas Multilaterales de Negociación y los Sistemas Organizados de Contratación, de comunicar a las autoridades la admisión de cualquier instrumento financiero.

## *2. REUNIÓN EN UN CUERPO NORMATIVO DE REGULACIÓN EUROPEA SOBRE ABUSO DE MERCADO*

El Reglamento tiene una vocación de codificación de la normativa existente a nivel europeo sobre abuso de mercado, como da a entender el considerando 4 del mismo. Sin ánimo de exhaustividad, por tanto, se puede señalar que el mismo recoge la regulación anterior en todos sus aspectos, al tiempo que refleja algunos nuevos que se venían, en algunos casos, aplicando por vía de práctica supervisora.

Así, se recogen aspectos previamente regulados con algunas mejoras, en ámbitos tales como el régimen aplicable a la elaboración de listas de iniciados, los perfiles de las excepciones para programas de recompra y estabilización, el concepto de información privilegiada, los términos en que es obligada la difusión de la información privilegiada, el proceso y los criterios para el reconocimiento de prácticas de mercado aceptadas, el régimen de notificación de operaciones realizadas por directivos, el régimen de las recomendaciones de inversión o la utilización de medios de comunicación.

Junto a estos aspectos, el Reglamento recoge en su artículo 9, con detalle, aquellos casos en que no se considera que se está operando con información privilegiada, incluyendo tanto supuestos en que la entidad se ha organizado y prevenido adecuadamente el abuso de mercado, opera en su condición de creador de mercado o en el curso normal del ejercicio de su trabajo, profesión o funciones, opera en ejecución de órdenes o instrucciones previas al conocimiento de la información privilegiada, o cumpliendo un mandato legal o reglamentario.

Asimismo prevé específicamente, en sus apartados 4 y 5 los márgenes en que el acceso a información privilegiada dentro de un proceso de oferta pública de adquisición o de una operación de fusión no supone uso de información privilegiada.

Por último, el Reglamento establece en su artículo 11 el régimen que deben observar los emisores u oferentes en mercados secundarios, en relación con una operación, cuando se pretende explorar el interés del mercado en dicha operación con carácter previo a su realización.

## *3. BÚSQUEDA DE UN MARCO SANCIONADOR ADECUADO A NIVEL EUROPEO*

Es una preocupación de las autoridades europeas, particularmente en materia de abuso de mercado, la falta de homogeneidad en el régimen sancionador en los diferentes Estados de la Unión.

De ello son reflejo, por un lado, los Considerandos 70 a 74 del Reglamento, que hacen referencia a la Comunicación de la Comisión de 8 de diciembre de 2010, así como su Capítulo 5, denominado «Medida y Sanciones Administrativas» y, por otro, la Directiva 2014/57 sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado, que, junto al Reglamento, constituye el cuerpo regulatorio del abuso de mercado a nivel europeo.

El Reglamento incide en que en los Estados miembros las autoridades competentes deben tener las suficientes facultades sancionadoras respecto de, al menos, determinadas conductas, y para imponer, al menos, determinadas sanciones, según refleja el artículo 30. Asimismo, se deben tener en consideración a la hora de la determinación del tipo y el nivel de la sanción a imponer, al menos, las circunstancias relevantes que señala el artículo 31 del Reglamento.

Por otro lado, el artículo 32 del Reglamento tiene por objeto promover y facilitar que se comuniquen a las autoridades competentes infracciones o posibles infracciones del Regla-



mento. Para ello se prevé, entre otras cosas, la protección de los empleados de las entidades que comuniquen estas circunstancias frente a represalias, discriminación u otros tipos de trato injusto.

También prevé que las entidades que desarrollen actividades reguladas de servicios financieros, deban tener procedimientos internos para la comunicación de este tipo de infracciones.

Por último prevé que, incluso, se puedan ofrecer incentivos económicos a las personas que ofrezcan información relevante sobre posibles infracciones del reglamento, siempre que estas personas no tengan una obligación legal o contractual de facilitar dicha información.

La Directiva, por su lado, establece la obligación para los Estados miembros de prever determinadas sanciones penales para aquellos casos más graves e intencionados de utilización de información privilegiada (o recomendación a inducción a un tercero de hacerlo) comunicación ilícita de información privilegiada, o manipulación de mercado.

Se prevé, por otro lado, la responsabilidad, además de las personas físicas, de las personas jurídicas en determinados casos. Debe asimismo, sancionarse penalmente la incitación, complicidad y tentativa en relación a cualquiera de estas conductas.

Por último, se exige a los Estados miembros que se dé una formación adecuada en esta materia, a los jueces, fiscales, miembros de las fuerzas y cuerpos de seguridad, personal judicial, y autoridades competentes que intervengan en los procedimientos penales y en las investigaciones.

## CONCLUSIONES

La regulación europea ha avanzado en la adopción de medidas encaminadas a procurar una mejor protección de los inversores, destacando

en este sentido por un lado, una modificación y refuerzo de determinadas normas previamente existentes, cuya implementación y efectos deben aún determinarse, y por otro, la adopción de medidas de naturaleza transversal que extiendan el nivel de protección a los clientes minoristas –en cuanto toca a nivel de información y normas de conducta– a los productos financieros, independientemente del tipo de entidad que lo origine o comercialice, y de la forma legal que el producto adopte.

En este sentido, la revisión del marco de regulación de MIFID con la aprobación de MIFID II y MIFIR, la modificación de la Directiva de Mediación de Seguros y la aprobación del Reglamento PRIIPS, suponen los elementos normativos de referencia.

Por lo que respecta al abuso de mercado, se ha producido una unificación, actualización y aclaración de la normativa sobre esta materia. Este proceso ha incluido la extensión de la normativa de prevención a conductas y activos nuevos o respecto de los que se ha considerado adecuado, por razones de política regulatoria, someterlas a similares previsiones normativas. Asimismo, se ha reunido en un solo cuerpo normativo toda la regulación concerniente a esta materia, incidiendo de manera mucho más intensa que en la actualidad, en la necesidad de instrumentos sancionadores eficientes.

Esta regulación se ha llevado a cabo a través de dos instrumentos normativos. El primero de ellos y más relevante, el Reglamento que contiene toda la regulación sustantiva en la materia. El uso de un Reglamento garantiza una aplicación uniforme de la regulación a nivel europeo y es señal de un ámbito regulatorio maduro a dicho nivel.

El segundo, la Directiva que pretende extender a nivel europeo la necesaria aplicación de sanciones penales a las conductas intencionadas y más graves en materia de abuso de mercado.



# IMPACTO DE MIFID II EN EL NEGOCIO. EXPERIENCIA RDR EN EL REINO UNIDO

Sara Gutiérrez – Gerard Sanz  
Deloitte

## 1. INTRODUCCIÓN

El pasado 12 de junio de 2014 se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea la Directiva 2014/65/UE, relativa a los mercados de instrumentos financieros, más conocida como MiFID II. Entre las novedades que introduce MiFID II destacan aquellas dirigidas a incrementar la protección de los inversores minoristas, teniendo un importante impacto en el refuerzo de las obligaciones de las entidades financieras que prestan los servicios de asesoramiento en materia de inversión y gestión discrecional de carteras.

Uno de los principales aspectos introducidos por MiFID II, que fue muy debatido por parte de la industria durante su tramitación, fue la prohibición del cobro de incentivos o retrocesiones de terceros en la prestación de determinados servicios de inversión. Los reguladores de los distintos países consideraban que la percepción de incentivos de terceros es contraria a la transparencia y que por lo tanto, era necesario adoptar medidas para, o bien prohibir su percepción, o bien disminuirla de forma drástica.

En este sentido, distintos países se han adelantado a MiFID II introduciendo en su normativa local restricciones a la percepción de incentivos de terceros en determinados servicios de inversión, como es el caso del Reino Unido, Países Bajos o Dinamarca. La experiencia en estos países ha demostrado que estas nuevas medidas afectan directamente a los modelos de negocio de las entidades financieras, que han tenido que

ser adaptados para dar cumplimiento a la nueva normativa, y evitar que se produzcan impactos relevantes en sus cuentas de resultados.

## 2. PRINCIPALES NOVEDADES DE MIFID II: PROHIBICIÓN DE COBRO/PAGO DE INCENTIVOS DE TERCEROS

Tal y como hemos indicado, MiFID II incorpora importantes novedades que afectan de manera directa al modelo de negocio de las entidades financieras que prestan servicios de inversión. En concreto, los servicios que a priori se van a ver más afectados por MiFID II son el asesoramiento y gestión discrecional de carteras, por el impacto que sobre los mismos tendrá la prohibición del cobro/pago de incentivos de/a terceros.

En relación con el servicio de asesoramiento en materia de inversión, MiFID II establece que, para que se pueda indicar a los clientes que se les está prestando un asesoramiento «independiente», será necesario cumplir con los dos requisitos siguientes: (i) que no se cobren/paguen incentivos por parte de terceros; y (ii) que se realice previamente una evaluación de un número suficientemente amplio de productos de distintos proveedores antes de formular una recomendación. En relación con este último requisito, la propia Directiva establece que no es necesario que se evalúen todos los productos ofrecidos en el mercado por todos los proveedores o emisores de productos, pero sí que el conjunto de productos



evaluados no se limite a aquellos emitidos por entidades del grupo o por entidades con las que se mantengan vínculos estrechos, relaciones jurídicas o económicas.

En el supuesto que no se cumplan los dos requisitos mencionados se podría seguir prestando asesoramiento en materia de inversión a los clientes, si bien sería necesario indicar a los clientes que se trata de un asesoramiento «no independiente», siempre y cuando se cumpla con las obligaciones de información y se justifique el aumento de la calidad del servicio prestado.

En todo caso, siempre que se asesore a los clientes, sea o no sea considerado como asesoramiento «independiente», las entidades deberán comunicar al cliente el coste del asesoramiento, exponer claramente los tipos de productos que se evalúan para elaborar las recomendaciones de inversión, las razones que justifican sus recomendaciones y si se le va a ofrecer una evaluación periódica acerca de la idoneidad de los productos recomendados.

En relación con el servicio de gestión discrecional de carteras, MiFID II ha ido más allá prohibiendo en todo caso la aceptación o retención de incentivos de terceros.

Adicionalmente, entendemos relevante señalar que MiFID II ha incorporado en su texto final la posibilidad de que los Estados miembro puedan reforzar estas obligaciones siempre y cuando la finalidad sea aumentar la protección de los clientes. Así ha pasado ya en algunos países como Reino Unido, que ha prohibido los incentivos para todos tipo de asesoramiento, sea o no independiente o Países Bajos que ha ido más allá prohibiendo los incentivos en la prestación de cualquier tipo de servicio de inversión. Por lo tanto, será imprescindible realizar un seguimiento de la transposición de MiFID II para saber cuál es la intención de los reguladores o supervisores locales, en nuestro caso la Comisión Nacional del Mercado de Valores («CNMV»), antes de definir o determinar el modelo de negocio a seguir en el futuro próximo.

Finalmente, y antes de pasar a analizar el impacto concreto de MiFID II en el negocio,

señalar que esta nueva normativa deberá comenzar a aplicarse a mediados de 2016. Si bien parece una fecha lejana, al tratarse de una reforma de gran calado, con un número muy elevado de novedades a implantar, que en gran parte dependerán del resultado del análisis del impacto en negocio, se debería comenzar a evaluar el impacto cuanto antes, con el fin de asegurar el cumplimiento futuro sin que se vea afectado drásticamente el modelo de negocio.

### 3. IMPACTO DE MIFID II EN EL NEGOCIO

Como hemos indicado anteriormente, los dos servicios de inversión que se ven afectados por la prohibición de los incentivos serán el asesoramiento en materia de inversión y la gestión discrecional de carteras, servicios típicos de las áreas de banca privada y banca personal.

Ante las novedades introducidas por MiFID II las entidades que actualmente prestan a sus clientes el servicio de asesoramiento en materia de inversión deben comenzar a plantearse qué tipo de asesoramiento le van a querer prestar a sus clientes en el futuro, «independiente» o «no independiente».

Para tomar esta decisión las entidades deben definir su posicionamiento teniendo en cuenta distintas variables, como por ejemplo: ¿quiénes son los principales proveedores de productos para llevar a cabo las recomendaciones de inversión?, ¿cuál es la estructura actual de ingresos por la prestación del servicio de asesoramiento?, ¿qué van a hacer los competidores directos?, ¿en qué momento se tiene previsto que se produzcan cambios en el mercado?, ¿qué expectativas tienen los clientes?, ¿cuál es el «*willingness to pay*» de los clientes?, ¿qué efectos puede tener la decisión adoptada en el actual modelo de negocio?, ¿con qué capacidades cuentan las entidades o será necesario desarrollar para adecuar el modelo de negocio?, etc.

La contestación a estas, y otras muchas preguntas que se planteen durante el análisis a realizar por las entidades debería determinar si la entidad va a:





- (i) Continuar prestando el servicio de asesoramiento percibiendo incentivos de terceros, o recomendando únicamente productos de proveedores o empresas del grupo o con las que se mantenga una estrecha relación, o ambos, en cuyo caso el asesoramiento será «no independiente» y así deberá explicarse a los clientes.
- (ii) Prestar asesoramiento «independiente» a todos los clientes, sin posibilidad de percibir incentivos y ampliando la cartera de productos que se analizarán para realizar las recomendaciones de inversión.
- (iii) Establecer un sistema mixto, pudiendo prestar a la vez asesoramiento «independiente» y «no independiente», en cuyo caso, probablemente el supervisor exija una segmentación de los clientes a los que se prestará un tipo de asesoramiento u otro, la separación de los gestores, la separación de los proveedores, etc.

En todo caso, la decisión que se adopte por las entidades afectará a sus modelos actuales de prestación del servicio de asesoramiento.

### 3.1. *ASESORAMIENTO «NO INDEPENDIENTE»*

En el supuesto que se decida seguir prestando el asesoramiento o bien, percibiendo incentivos de terceros, o recomendando únicamente productos de proveedores o empresas del grupo o con las que se mantenga una estrecha relación, será necesario comunicarle al cliente que el asesoramiento que se está prestando es «no independiente», explicarle los motivos y justificar la recomendación dada al cliente. En este sentido, es necesario tener en cuenta que en todo caso, las entidades deberán cumplir con las obligaciones de gestión de conflictos de interés, contando con los mecanismos apropiados que puedan justificar el cobro de incentivos por parte de terceros o una recomendación de producto propio, aumentando la calidad del servicio, y en el caso de no poder evitar el perjuicio, comunicar su existencia expresamente a los clientes.

Esta alternativa, parece a priori la que seguirán aquellos grupos que cuenten en su estructura societaria con entidades «fabricantes» de productos, puesto que probablemente incluyan dentro de sus recomendaciones instrumentos financieros generados por estas entidades. No obstante, será en todo caso necesario ver como evoluciona el posicionamiento en el mercado del grupo y sus competidores, así como la visión o desarrollos que se realicen por los supervisores tanto a nivel europeo, a través de ESMA o local por la CNMV a la hora de tomar una decisión definitiva.

### 3.2. *ASESORAMIENTO «INDEPENDIENTE»*

En el supuesto que se opte por prestar a los clientes un asesoramiento «independiente» será necesario implantar nuevos modelos de negocio.

Tal y como hemos mencionado el asesoramiento «independiente» prohíbe la percepción de incentivos de terceros por lo que será necesario cobrar una comisión directa a los clientes por la prestación del servicio con el fin de sustituir la pérdida de ingresos por las retrocesiones. El hecho de comenzar a cobrar una comisión al cliente por el asesoramiento puede impactar en el modelo de negocio de distintas formas:

- En primer lugar, probablemente disminuya el número de entidades que presten el servicio de asesoramiento, puesto que existirán clientes que no estén dispuestos a pagar una comisión por un servicio que hasta ahora se le había prestado sin comisión explícita. En estos casos, estos clientes que no estén dispuestos a pagar las nuevas comisiones de asesoramiento podrán optar por dirigirse a entidades que presten asesoramiento «no independiente» o bien acceder directamente a los «fabricantes», principalmente gestoras, a través de plataformas.
- En segundo lugar, el asesoramiento «independiente» seguramente se restringirá a ciertos segmentos de clientes, posible-



mente aquellos clientes con rentas más altas que estén dispuestos a pagar una comisión por las recomendaciones de inversión.

- En tercer lugar, pueden surgir en el mercado nuevos modelos de asesoramiento menos costosos, dirigidos a clientes con rentas más bajas o que no estén dispuestos a pagar comisiones de asesoramiento, en los que se proporcionen guías de inversión en lugar de un asesoramiento personalizado completo.

Finalmente, entendemos que la nueva normativa tendrá un importante impacto en los márgenes que perciben actualmente las entidades por recomendar productos sofisticados. Los productos más complejos requieren comisiones más altas debido a los mayores costes, la singularidad y complejidad de los mismos. MiFID II exigirá que los costes sean explícitos, y en el caso del asesoramiento independiente deberá ser repercutido a los clientes a través de las comisiones por asesoramiento, por lo que, es probable que la demanda de este tipo de instrumentos disminuya considerablemente.

### 3.3. *ASESORAMIENTO «INDEPENDIENTE» Y ASESORAMIENTO «NO INDEPENDIENTE»*

Por último, MiFID II no establece ninguna restricción a que las entidades opten por prestar los dos tipos de asesoramiento, si bien que esta casuística será objeto de desarrollo por parte de la normativa de segundo nivel o las guías y recomendaciones de los supervisores. En nuestra opinión, en estos casos las entidades deberán diferenciar los tipos de clientes a los que se preste un tipo de asesoramiento u otro, asegurando que los clientes entienden el tipo de servicio que se le está prestando. Asimismo, es posible que los supervisores exijan una separación clara entre los gestores, con niveles de formación específicos, con el fin de reforzar la protección de los clientes a los que se les prestan las recomendaciones de inversión.

## 4. EXPERIENCIA DEL RDR EN EL REINO UNIDO

El Reino Unido ha sido el primer Estado miembro que ha impuesto la prohibición del cobro de incentivos en la prestación del servicio de asesoramiento. El regulador anglosajón, a través del «Retail Distribution Review», más conocido como «RDR», modificó las normas de conducta que debían seguir las entidades que prestaban asesoramiento sobre productos con componentes de inversión.

Al igual que MiFID II, el RDR busca aumentar la protección del inversor minorista. De acuerdo con el Financial Conduct Authority, el RDR busca: (i) acabar con los conflictos de interés que surgen en las estructuras de pago del asesoramiento; (ii) aumentar la transparencia frente a los clientes; y (iii) aumentar la profesionalidad y formación de los empleados que prestan servicios de asesoramiento.

Antes de analizar el impacto en el negocio que ha tenido el RDR es necesario enumerar las principales diferencias entre esta normativa y MiFID II:

- A diferencia de MiFID que se circunscribe a los instrumentos financieros – en nuestro ordenamiento jurídico aquellos contenidos en el artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores – el RDR se aplicará a recomendaciones sobre otros instrumentos financieros bancarios o de seguros con un componente de inversión. MiFID II ha incluido a los depósitos estructurados, sean o no con capital garantizado, dentro de su ámbito de aplicación, por lo que las recomendaciones sobre estos productos tendrán que cumplir con las normas de conducta contenidas en el nueva Directiva, si bien no se han incorporado todavía los seguros con componentes de inversión.

En este sentido, es necesario tener en cuenta que, en el supuesto de los productos de seguros con componente de inversión, si bien es cierto que no han quedado incluidos dentro del ámbito de aplicación de MiFID II, se prevé expresamente en el



Considerando 87 de la Directiva que, puesto que las inversiones que implican contratos de seguro a menudo se ofrecen a los clientes como alternativas o posibles sustitutos de los instrumentos financieros, para proporcionar una protección coherente a los clientes minoristas y garantizar la igualdad de condiciones entre productos similares, es importante que los productos de inversión basados en seguros estén sometidos a los requisitos adecuados. Así, MiFID II prevé expresamente que la modificación de la Directiva de Mediación de Seguros, que se encuentra actualmente en tramitación, incorpore las mismas obligaciones que MiFID II para aquellas inversiones que asumen la forma de contratos de seguros.

- El RDR prohíbe la percepción/pago de incentivos de terceros en todo tipo de asesoramiento. La diferencia entre el asesoramiento «independiente» y el asesoramiento «restringido» (restricted advice) versa únicamente en que las recomendaciones de inversión se realicen sobre un número suficientemente amplio de productos, y no se circunscriban a producto propio o de terceros con los que la entidad mantenga vínculos estrechos.
- El RDR exige que los gestores o asesores cuenten con una formación específica para poder prestar recomendaciones de inversión, exigiendo que se acredite dicha formación. MiFID II únicamente prevé la necesidad de que las entidades garanticen que los empleados que realicen actividades de asesoramiento posean un nivel suficiente de conocimientos y competencias con respecto a los productos que ofrecen. Las entidades deben ofrecer a sus empleados tiempo y recursos suficientes para que puedan obtener dicho conocimiento y estas competencias y aplicarlos a la hora de prestar servicios a los clientes, si bien no se exige una cualificación específica.

El RDR, que entró en vigor en el Reino Unido el 31 de diciembre de 2012, ha supuesto la pro-

hibición de cobro de incentivos en la prestación de asesoramiento a clientes minoristas, siendo necesario el cobro up-front del servicio y una mayor transparencia frente a los clientes. Se estima, que el impacto del RDR durante los primeros meses desde su implantación es que se ha dejado de prestar asesoramiento a un número muy elevado de clientes, debido a: (i) las nuevas restricciones impuestas a las entidades o (ii) la falta de disposición de los clientes a pagar una comisión explícita por asesoramiento.

Debido a las nuevas restricciones impuestas por el RDR, un número importante de entidades de los principales grupos bancarios/financieros en el Reino Unido anunció, incluso antes de que entrase en vigor de la normativa, que dejarían de prestar asesoramiento a los segmentos de clientes con rentas medias/bajas (mass market). Tras el primer año tras la implantación del RDR se estima que el número de entidades bancarias y no bancarias que prestan asesoramiento en el Reino Unido ha disminuido un 44% y un 20% respectivamente.

#### 4.1. PRINCIPALES IMPACTOS DEL RDR EN EL MODELO DE NEGOCIO

Desde nuestro punto de vista, y centrándonos en la prohibición del pago/cobro de incentivos de terceros en el asesoramiento, los principales impactos del RDR son los siguientes:

##### (i) *Nuevas comisiones de asesoramiento*

El RDR ha obligado a las entidades a comenzar a cobrar comisiones de asesoramiento a los clientes, o aumentar las mismas en aquellos casos en los que ya se cobraban. Para ello, han surgido distintas estructuras para el cobro de estas comisiones, incluyendo comisiones basadas en las horas invertidas por el asesor para realizar las recomendaciones, en un porcentaje sobre el patrimonio invertido por los clientes, o comisiones fijas periódicas (mensuales, trimes-



trales, anuales, etc.). Estas nuevas estructuras de comisiones están afectando de forma directa al comportamiento de las entidades cambiando la forma en la que se presta el asesoramiento, con el fin de justificar frente a los clientes el pago de las mismas. En este sentido, tras el RDR los asesores, en general, se han decantado por realizar recomendaciones de inversión menos agresivas pero que les permitan llevar a cabo un control y seguimiento de las mismas, que tienen como objetivo la planificación financiera de sus clientes, justificando así el pago de las nuevas comisiones.

(ii) *Inversiones directas de los clientes*

Como consecuencia de las nuevas comisiones de asesoramiento, un gran número de clientes han optado por evitar las mismas siendo ellos los que directamente realizan sus inversiones sin previa recomendación, renunciando al asesoramiento, a través del acceso directo a plataformas o a través de otros servicios como la intermediación. Este comportamiento ha supuesto un drástico descenso de los clientes minoristas con acceso a asesoramiento, que no parece que fuera el objetivo perseguido por los reguladores. Asimismo, supone una ventaja competitiva para las entidades financieras que no prestan el servicio de asesoramiento, pudiendo desarrollar productos o servicios innovadores y específicos dirigidos a estos clientes que estaban acostumbrados a recibir asesoramiento en materia de inversión.

(iii) *Enfoque de asesoramiento adaptado al «mass market»*

Como consecuencia de la prohibición del cobro/ pago de incentivos el número de clientes dispuestos a pagar una comisión por el asesoramiento se ha visto reducido significativamente, puesto que no ven justificado el pago por un servicio hasta ahora «gratuito». Por lo tanto, las entidades que prestan servicios de

asesoramiento a estos clientes y los fabricantes de productos deben buscar alternativas que les permitan mantener una eficiencia operativa y justificar el pago de las nuevas comisiones. Principalmente, los clientes reticentes al pago de las comisiones de asesoramiento han sido los clientes de segmentos masivos (mass market). Para estos clientes las entidades que han optado por seguir prestando asesoramiento, han tenido que adaptar sus servicios, con comisiones más bajas, alineadas con el nivel de servicio, sofisticación de las necesidades y «willingness to pay» de los clientes.

(iv) *Los productos de inversión pasiva se han visto beneficiados*

Otra de las consecuencias de la nueva regulación ha sido el aumento del interés de los clientes en productos de inversión pasiva. Antes del RDR, la inversión en estos productos suponía comisiones bajas que no permitían el pago de retrocesiones, y por lo tanto, no se trataba de productos que solían recomendarse por los asesores. Tras la entrada en vigor de la nueva regulación, los asesores o gestores no pueden tener en cuenta las retrocesiones a la hora de elaborar las recomendaciones de inversión por lo que ha aumentado el asesoramiento sobre estos productos, y se han utilizado para atraer a aquellos clientes que podrían oponerse al pago de comisiones de asesoramiento.

(v) *Creación de nuevas clases de participaciones*

Finalmente, RDR ha supuesto la creación por parte de las sociedades gestoras de nuevas clases de participaciones, las conocidas como «clean share classes». El hecho de que no se permita la retrocesión de un porcentaje de la comisión de gestión a los asesores ha supuesto la creación de esta nueva clase de fondos, con comisiones más bajas, dirigidas a los clientes asesorados. La diferencia de la comi-



sión gestión hasta ahora pagada por los clientes se debería cubrir de forma directa por el asesor a través de las comisiones por asesoramiento.

## 5. CONCLUSIÓN

La transposición de MiFID II en nuestro ordenamiento jurídico va a tener importantes impactos en los modelos de negocio de las entidades que prestan servicios de inversión.

Si bien es cierto que el plazo de transposición de la normativa europea es largo, entendemos que el impacto en el negocio es significativo, principalmente para aquellas entidades que prestan el servicio de asesoramiento. Por este motivo, las entidades que primero se posicionen contarán con una ventaja a la hora de planificar los cambios que sean necesarios en su modelo de negocio y su operativa, permitiéndoles desarrollar y crear nuevas oportunidades que permitan aumentar su posicionamiento en el mercado y afrontar los costes de la implantación.

A diferencia de MiFID, que supuso principalmente una cuestión de cumplimiento por parte de las entidades que prestan servicios de inversión, MiFID II requiere en primer lugar un análisis de los modelos de negocios, antes de la implantación de los cambios operativos. Debido

a que el cambio de un modelo de negocio puede suponer varios meses de análisis e implantación, las entidades deberían comenzar a evaluar los impactos, y en particular:

- Decidir el tipo de asesoramiento que se prestará a los clientes: «independiente», «no independiente»
- Revisar la estructura de comisiones, buscando mantener en todo caso el nivel de ingresos
- Buscar alternativas para aquellos clientes que no estén dispuestos a pagar comisiones de asesoramiento o por la decisión adoptada vayan a dejar de percibir este servicio por parte de las entidades
- Adaptar su oferta de productos
- Evaluar el cumplimiento de la política de gestión de conflictos de interés, principalmente en relación con el pago/cobro de incentivos de terceros

Finalmente, habrá que tener en cuenta el posicionamiento de la competencia y del supervisor en los distintos Estados miembro que pueden influir en la decisión a adoptar por las distintas entidades.

Contar con experiencia previas en otros países como es el caso del RDR en Reino Unido puede ser útil a la hora de analizar los impactos de MiFID II.





# RÉGIMEN DEL DEPOSITARIO EN LA DIRECTIVA UCITS V

**Gregorio Arranz**

## I. INTRODUCCIÓN

La Directiva UCITS inicial (Directiva 85/611/CE, de 20 de diciembre) era realmente parca en lo relativo a la figura del depositario. Además, de forma no del todo coherente, la regulación aparecía duplicada, con soluciones parcialmente diferentes según los depositarios lo fueran respecto a fondos o sociedades de inversión.

Aunque como es sabido la Directiva UCITS fue objeto de varias revisiones, ninguna entró a regular en profundidad a los depositarios, limitándose UCITS IV (que también refunde los textos anteriores, Directiva 2009/65/CE) a incorporar algunas reglas que afectan al papel del depositario en relación con las figuras que entonces se introdujeron (pasaporte para las gestoras, fusiones de fondos y estructuras «master-feeder»).

Para encontrar una regulación completa de los depositarios hay que esperar a la Directiva de Gestoras de Fondos de Inversión Alternativa (Directiva 2011/61/ UE, DGFIA en adelante) dónde además de desarrollarse en detalle las funciones de los depositarios (en la propia Directiva y en el Reglamento Delegado de la Comisión de 19 de diciembre de 2012), se introduce el durísimo régimen de responsabilidad cuasi objetiva para los casos de pérdida de los instrumentos custodiables, con el que siempre nos hemos mostrado muy críticos.

Para fondos UCITS, la llamada UCITS V constituye la primera regulación completa y uniforme de los mismos. Como es sabido, UCITS V

regula también la política de remuneraciones de las gestoras, y el régimen sancionador; este último aplicable a las IIC, gestoras y a los propios depositarios.

Las principales características de la regulación que contiene UCITS V en relación con los depositarios son las siguientes:

Se trata de una regulación muy completa y exigente, sobre todo si se compara con versiones anteriores y muy inspirada en la DGFIA, reforzando en algún caso sus previsiones tuitivas de los inversores, prohibiendo por ejemplo el delegar la responsabilidad en el subcustodio, algo que sí permite la DGFIA, si bien es verdad que bajo muy estrictas condiciones.

Se contiene una regulación común para fondos y sociedades.

Se incluye, al igual que en la DGFIA, una amplia habilitación para que la Comisión, a través de normas de nivel 2, desarrolle en múltiples ocasiones las previsiones de la propia Directiva.

## II. ENTIDADES QUE PUEDEN SER DEPOSITARIOS

UCITS V contiene una enumeración más precisa que los textos anteriores de los tipos de entidades que pueden actuar como depositarios.

Además de las entidades de crédito, categoría en la que se engloban la inmensa mayoría de los depositarios, se contemplan:



- Los bancos centrales nacionales.
- Otras entidades que tengan recursos propios suficientes según la normativa de solvencia, siempre que además estén sujetas a regulación prudencial y supervisión permanente y autorizadas como depositario, y cumplan los siguientes requisitos mínimos:
  - a) deberán poseer la infraestructura necesaria para custodiar instrumentos financieros que puedan consignarse en una cuenta de instrumentos financieros abierta en los libros del depositario;
  - b) establecerán políticas y procedimientos adecuados y suficientes para garantizar que tanto ella como sus directores y empleados cumplan las obligaciones que les impone la Directiva;
  - c) dispondrán de procedimientos administrativos y contables sólidos, mecanismos de control interno, técnicas eficaces de valoración del riesgo y mecanismos eficaces de control y salvaguardia de sus sistemas informáticos;
  - d) mantendrán y aplicarán procedimientos administrativos y de organización eficaces con vistas a adoptar todas las medidas razonables destinadas a impedir los conflictos de interés;
  - e) se encargarán de que se lleven registros de todos los servicios, actividades y operaciones que realice, que serán suficientes para permitir que la autoridad competente cumpla sus funciones de supervisión y realice las acciones de ejecución previstas en la Directiva;
  - f) adoptarán medidas razonables para garantizar la continuidad y la regularidad de la realización de sus funciones de depositario mediante el empleo de sistemas, recursos y procedimientos adecuados y proporcionados, inclusive para llevar a cabo sus actividades de depositario;
  - g) todos los miembros de su órgano de dirección y altos directivos poseerán en todo momento la honorabilidad oportuna,

así como conocimientos, competencias y experiencia suficientes;

- h) sus órganos de dirección poseerá colectivamente los conocimientos, competencias y experiencia suficientes para poder entender las actividades del depositario, incluidos los principales riesgos;
- i) todos los miembros sus órganos de dirección y altos directivos actuarán con honradez e integridad.

La determinación de que entidades efectivamente pueden actuar como depositarios se deja a la legislación de cada país. Parece claro que las ESIS, por sus características, funciones y regulación, son candidatas claras para figurar en esta tercera categoría abierta de depositarios, como hasta ahora ha ocurrido y parece que seguirá ocurriendo en España.

Hay que señalar para concluir este capítulo que la Directiva, salvo para el caso particular de los depositarios que no sean entidades de crédito que acabamos de ver, no exige para éstos requisitos específicos de solvencia u organizativos adicionales, salvo que sus directivos tengan honorabilidad y experiencia (indirectamente en el art. 5.4. al regular la autorización de la IIC en sí).

### III. DESIGNACIÓN DEL DEPOSITARIO

La designación del depositario se hará mediante un contrato escrito. La Directiva no exige, como hoy ocurre en España, que el depositario concurre con la gestora a la constitución de un nuevo fondo.

Sólo puede existir un depositario por IIC, algo lógico si se tiene especialmente en cuenta la función de vigilancia que los depositarios desempeñan, difícilmente compartible con otra entidad, siendo muy necesario que alguien tenga una visión de conjunto de todo los activos. A efectos de hipotéticas exigencias de responsabilidad, también parece conveniente que haya un único sujeto a quien dirigirse (arg. Considerando 12 de la Directiva).





El contrato de designación regulará –dice la Directiva– al menos el flujo de información que se considere necesario para permitir al depositario desempeñar sus funciones para la IIC para la que haya sido nombrado depositario. Está previsto que mediante normas de nivel 2 se determinen los contenidos concretos de estos contratos, algo que para los depositarios de fondos alternativos ya hizo el Reglamento Delegado de 19 de diciembre de 2012.

#### IV. FUNCIONES DEL DEPOSITARIO

##### 1. LA FUNCIÓN DE VIGILANCIA

La función de vigilancia ha sido tradicionalmente una función desconocida para los depositarios de fondos no europeos. Además en Europa, hasta la DGFIA, sólo para los fondos UCITS, únicos armonizados, estaba prevista esta función. Así, la entidad que recibía el depósito de los activos de los fondos alternativos ni estaba sujeta a una regulación propia ni tenía ningún reconocimiento administrativo específico.

La regulación que ahora incorpora UCITS V coincide totalmente con la de la DGFIA y muy sustancialmente con la de la versión inicial de UCITS (si bien esta preveía algunas diferencias según el depositario lo fuera de fondos o de sociedades).

Según el artículo 22.3, el depositario:

- a) se asegurará de que la venta, la emisión, la recompra, el reembolso y la anulación de las participaciones de la IIC se realizan de conformidad con la legislación nacional aplicable y con el reglamento del fondo o los documentos constitutivos;
- b) se asegurará de que el valor de las participaciones de la IIC se calcula de conformidad con la legislación nacional aplicable y el reglamento del fondo o los documentos constitutivos;
- c) ejecutará las instrucciones de la sociedad de gestión o la sociedad de inversión, excepto si entran en conflicto con la legis-

lación nacional aplicable o con el reglamento del fondo o los documentos constitutivos;

- d) se asegurará de que, en las operaciones relativas a los activos de la IIC, se le entregue a la misma el contravalor en los plazos al uso;
- e) se asegurará de que los ingresos de la IIC reciban el destino que establezca la legislación nacional aplicable y el reglamento del fondo o los documentos constitutivos.

##### 2. LA FUNCIÓN DE CONTROL DE LOS FLUJOS DE EFECTIVO

La función de control de tesorería, «cash monitoring» en lengua inglesa, consiste en garantizar que todo el dinero ligado a la vida de una IIC (operaciones de pasivo e inversiones/desinversiones) esté perfectamente controlado en todo momento, garantizándose el dominio sobre el mismo de la propia institución.

La nueva Directiva establece las siguientes reglas:

###### 1) Descripción de la función:

El depositario garantizará que los flujos de tesorería de la IIC estén debidamente controlados.

###### 2) Limitación en el uso de las cuentas de tesorería:

Todo el efectivo debe consignarse en cuentas de tesorería que:

- a) estén abiertas a nombre del fondo UCITS o de la sociedad de gestión que actúe por su cuenta, o del depositario que también actúe por cuenta del fondo;
- b) estén abiertas en una entidad de crédito y
- c) se mantengan con arreglo a los principios establecidos en el artículo 16 de la Directiva 2006/73/CE (Directiva de implementación de MIFID I: identificación/segregación).



3) Regla especial cuando las cuentas se abran a nombre del depositario:

Si las cuentas de la IIC se abren precisamente a nombre del depositario –y para evitar el llamado riesgo de «cash commingling»– se prohíbe que en las mismas se consigne a la vez dinero de la IIC y del propio depositario.

### 3. LA FUNCIÓN DE DEPOSITARÍA

La función de depositaría, también conocida como de custodia, es la más tradicional y consustancial a los depositarios, tanto que estos deben su nombre a recibir en depósito los activos de la IIC.

La ampliación del objeto de las inversiones, ya con UCITS III y de forma mucho más clara con la DGFIA, ha provocado que en múltiples casos sólo de forma figurativa se puede hablar de activos en depósito.

UCITS V sigue aquí fielmente las soluciones que ya introdujo la DGFIA.

Esta función de depósito (en sentido amplio) comprende dos subfunciones distintas: la de custodia o depósito en sentido estricto y la del registro de los activos. La lengua inglesa demuestra aquí otra vez su riqueza pues tiene la expresión de «safekeeping» para referirse al depósito en sentido amplio y luego emplea las voces «custody» y «recordkeeping» para las dos citadas subfunciones.

#### 1. Subfunción de depositaría en sentido estricto

Esta subfunción se ejerce **únicamente** sobre los títulos físicos entregados y los instrumentos financieros que pueden consignarse en una cuenta abierta en los libros del depositario.

En ambos casos, aún tratándose de realidades diferentes, es claro que el depositario ejerce un control intensísimo sobre los activos, de forma que sólo él puede disponer de los mismos. Aquí hay una auténtica custodia o depósito («custody»).

Según la Directiva, tratándose de instrumentos anotables o registrables, el depositario garantizará que los mismos se consignen en una cuenta de instrumentos financieros abierta en sus libros, de forma separada, de conformidad con los principios establecidos en el artículo 16 de la Directiva 2006/73/CE (Directiva de implementación de la MIFID I), abiertas a nombre de la IIC (o la sociedad de gestión que actúe su por cuenta), de modo que se puedan identificar claramente como pertenecientes a la IIC, de conformidad con la legislación aplicable, en todo momento.

#### 2. Otros activos

En el caso del resto de los activos, estos en puridad no son entregados al depositario, en el sentido de un genuino desplazamiento posesorio físico o registral, no pudiéndose decir por tanto que el depositario ejerce un auténtico dominio sobre los mismos.

En este supuesto, hay que hablar de una función de comprobación y registro de los activos a realizar por el depositario («recordkeeping»), que según la Directiva implica dos obligaciones básicas:

- a) comprobar la propiedad de los activos por parte de la IIC o la sociedad de gestión que actúe por cuenta de esta (al ser una Directiva debe contemplar diseños institucionales diferentes, algo que vemos tiene reflejo en muchos apartados del texto), evaluando para ello la información o los documentos facilitados por la propia IIC o la sociedad de gestión y, en su caso, elementos externos de prueba,
- b) mantendrá un registro actualizado de los activos que considere que son propiedad de la IIC o la sociedad de gestión que actúe por cuenta de este.

Obviamente el alcance específico de estos deberes variará según la naturaleza de los activos en cuestión, aunque tratándose de fondos UCITS el abanico de posibilidades es más reducido que



para el de los fondos alternativos que teóricamente pueden invertir en cualquier cosa.

La diferente extensión de la función de depositaria explica –como enseguida veremos– que el alcance de la responsabilidad por pérdida de los activos sea radicalmente diferente en los supuestos de «custody» respecto a los de «record– keeping».

### 3. Otras reglas

#### «Reporting» a las gestoras

Aunque es algo inherente a la función de depósito, UCITS V especifica que el depositario facilitará periódicamente a la sociedad de gestión un inventario exhaustivo de todos los activos de la institución.

#### Protección especial de los activos en caso de insolvencia del depositario:

Los Estados miembros, al transponer la Directiva, deben velar por que, en caso de insolvencia del depositario y/o de cualquier tercero establecido en la Unión en el que se haya delegado la custodia de los activos de la IIC, los activos mantenidos en custodia no puedan distribuirse a los acreedores de dicho depositario y/o tercero, ni realizarse en beneficio de éstos. Están previstas reglas de nivel 2 para desarrollar específicamente este punto.

## V. DELEGACIÓN DE LA DEPOSITARÍA

La regulación que contiene la Directiva en esta materia también es muy similar a la recogida en la DGFIA.

### 1. FUNCIONES DELEGABLES:

Sólo cabe delegar la función de depositaría, no la de vigilancia (a diferencia de lo que hoy todavía permite en España la Orden de Depositarios, Orden EHA 596/2008) ni tampoco la de control de flujos.

## 2. REQUISITOS

### 2.1. *Relativos a la delegación en si:*

- a) no cabe la delegación con el fin de eludir el cumplimiento de los requisitos establecidos en la Directiva;
- b) el depositario debe poder demostrar que hay una razón objetiva para la delegación;
- c) el depositario debe actuar con toda la competencia, atención y diligencia debidas en la selección y el nombramiento de todo tercero en que tiene intención de delegar parte de sus funciones, y debe seguir actuando con toda la competencia, atención y diligencia debidas en la revisión periódica y la supervisión permanente de dicho tercero y de las disposiciones del tercero con respecto a las funciones que se hayan delegado en él.

### 2.2. *Relativos al subcustodio*

Se exige que:

- a) cuente con estructuras y conocimientos prácticos adecuados y proporcionados a la naturaleza y complejidad de los activos de la IIC que se le hayan confiado;
- b) en relación con las funciones de custodia referidas a los instrumentos custodiables esté sujeto a:
  - i) una regulación y supervisión prudenciales efectivas, incluido un capital mínimo obligatorio,
  - ii) auditorías externas periódicas que permitan comprobar que los instrumentos financieros están en su posesión;
- c) separe los activos de los clientes del depositario de los suyos propios y de los activos del depositario, de modo que se puedan identificar claramente en todo momento como pertenecientes a los clientes de un depositario concreto;
- d) adopte todas las medidas necesarias para garantizar que, en caso de insolvencia del



tercero, los activos de una IIC que dicho tercero mantenga en custodia no puedan distribuirse entre los acreedores del tercero, ni realizarse en beneficio de estos, y

- e) respete las obligaciones y prohibiciones generales previstas en la Directiva para todos los depositarios.

### 3. RÉGIMEN APLICABLE A LOS SUBCUSTODIOS EN PAISES TERCEROS:

Como «lex specialis» frente a la regulación general aplicable a los subcustodios, cuando la legislación de un tercer país exija que ciertos instrumentos financieros sean mantenidos en custodia por una entidad local y no haya entidades locales que satisfagan los requisitos de supervisión prudencial y capital mínimos citados, el depositario podrá delegar sus funciones en esa entidad local solo en la medida que lo exija la ley del tercer país y únicamente mientras no existan entidades locales que satisfagan los requisitos de delegación, cumpliendo las siguientes condiciones:

- a) que los inversores de la IIC correspondiente sean debidamente informados, antes de realizar la inversión, de que dicha delegación se requiere debido a las obligaciones jurídicas impuestas en la legislación del tercer país, y de las circunstancias que la justifican, así como de los riesgos que entraña dicha delegación;
- b) que la sociedad de inversión o la sociedad de gestión que actúe por cuenta de la IIC encargue al depositario que delegue la custodia de dichos instrumentos financieros en tal entidad local.

### 4. CONSIDERACIÓN DE LOS DEPOSITARIOS CENTRALES

El texto de UCITS V (art. 22 bis 4 y sobre todo el Considerando 21) distingue entre dos funciones claramente separadas de estos depositarios, contemplando para cada caso un nivel de responsabilidad totalmente diferente:

- Papel genuino de los depositarios centrales como entidades especializadas en llevar el registro de primer (o único) nivel de los valores emitidos. Obviamente con este carácter, los depositarios centrales no son subcustodios de los depositarios y bajo ningún concepto serían aplicables a estos últimos las reglas de responsabilidad por «custody».
- Papel accesorio o auxiliar de depositario de valores en competencia con otros bancos depositarios (algo también previsto en el Reglamento 904 /2014 sobre depositarios centrales), aquí sí que habría que hablar de auténtica subcustodia y sería aplicable el durísimo régimen de responsabilidad por pérdida de los instrumentos custodiables.

Finalmente señalar que el artículo 26 ter b) ii prevé la posibilidad de que la CE dicte normas de nivel 2 sobre «las condiciones en las que el depositario pueda ejercer sus obligaciones de custodia en relación con instrumentos registrados en un depositario central».

### 5. SEGUNDAS DELEGACIONES

El subcustodio, cumpliendo las condiciones que hemos expuesto, puede a su vez delegar la custodia de los activos recibidos como subcustodio. En estos casos se aplican «mutatis mutandis» los requisitos y el régimen de responsabilidad (que luego veremos) de la subcustodia.

## VI. REUTILIZACIÓN DE LOS ACTIVOS

UCITS V recoge la regla ya prevista en la DGFIA de que el depositario no puede utilizar por cuenta propia los activos en depósito. Se trata de una regla totalmente lógica, pues siendo el depositario un **no** dueño de los activos recibidos, un mero fiduciario, sería inconcebible que por iniciativa propia los utilizara en su propio provecho. Obviamente la regla es también aplicable, con mayor razón si cabe, a los subcustodios.



El principio prohibitivo expuesto no impide que bajo determinadas condiciones el depositario pueda reutilizar los activos, extrayendo con esta reutilización un valor adicional de los mismos a favor de los inversores.

Las condiciones que la Directiva contempla para permitir la reutilización son:

- a) la reutilización de los activos debe ejecutarse por cuenta de la IIC
- b) el depositario debe hacerlo ejecutando las instrucciones de la sociedad de gestión por cuenta de la IIC;
- c) la reutilización debe realizarse en beneficio de la IIC y en interés de los partícipes, y
- d) la transacción esté cubierta por garantías de alta calidad y liquidez recibidas por la IIC en virtud de un acuerdo de transferencia con cambio de titularidad.

El valor de mercado de la garantía real ascenderá, en todo momento, como mínimo al valor de mercado de los activos reutilizados más una prima.

Finalmente señalar que el texto acoge una concepción muy amplia de lo que es la reutilización, incluyendo la transferencia, la pignoración, la venta o el préstamo, sin excluir otros tipos de transacción. Hay que señalar que aunque el uso de estas figuras está muy limitado en España, son de frecuentísima utilización en Europa.

## VII. PRINCIPIOS DE ACTUACIÓN DEL DEPOSITARIO

El depositario, en el ejercicio de sus funciones, debe actuar honesta, equitativa y profesionalmente, con independencia y únicamente en el interés de la institución y de los inversores en la misma.

El tema de la independencia del depositario frente a la gestora es tradicionalmente uno de los más difíciles de abordar. La Directiva parte de un mínimo obvio, gestora y depositario no pueden coincidir, que ya aparecía recogido en UCITS I. Más allá de esto, la concreción de cómo debe articularse el principio de independencia entre gestora y depositario, se encomienda a una

norma de nivel 2 de la Comisión. El ESMA sometió –en septiembre del 2014– a consulta pública su borrador de «advice» a la Comisión sobre esta delicada cuestión, en el que sintetizando se contemplaba el siguiente régimen:

Prohibición en todo caso de directivos comunes.

En cuanto al tema de las participaciones cruzadas/pertenencia al mismo grupo de la gestora y el depositario, en el borrador se preguntaba sobre dos posibilidades:

- a) Prohibición total.
- b) Permisibilidad, pero limitando la presencia de directivos, consejeros o empleados comunes a ambas entidades y obligando a la gestora a justificar la elección de un depositario dentro del grupo a petición de los inversores. Esta segunda posibilidad fue la adoptada por ESMA en su «advice» definitivo de 28 de noviembre de 2014.

En cuanto a los conflictos de interés, más que prohibirse en si las actividades que los generan, se prevé que se identifiquen, gestionen y controlen adecuadamente, diferenciando funcional y jerárquicamente las tareas que puedan suscitar los conflictos y con obligación de dar a conocer los mismos a los inversores de la IIC.

## VIII. RESPONSABILIDAD DEL DEPOSITARIO

### 1. INTRODUCCIÓN

La regulación de la Directiva en este punto es bastante extensa, y consagra el régimen de responsabilidad cuasi objetiva de la DGFIA para el supuesto de pérdida de los instrumentos custodiables, pero agravándolo al no permitir en ningún caso la delegación de la responsabilidad

La Directiva se refiere al tema de la responsabilidad en el artículo 24, agrupando nosotros el contenido en cuatro apartados que expondremos separadamente: 1) Régimen general por pérdidas; 2) Régimen por la pérdida de los instrumentos custodiados; 3) Previsiones para los supuestos de la delegación de la custodia; y 4) Otras reglas.



Hay que señalar que la propia Directiva contempla la aprobación de normas de nivel 2 para desarrollar importantes aspectos del régimen de la responsabilidad, que es de suponer serán muy similares a las incluidas en el Reglamento Delegado de la DGFIA.

## 2. RÉGIMEN GENERAL DE RESPONSABILIDAD PARA SUPUESTOS DISTINTOS A LOS DE LA PÉRDIDA DE LOS INSTRUMENTOS CUSTODIABLES

Se aplica este régimen siempre que el perjuicio que sufra el fondo no traiga su causa de la pérdida, en el sentido de desaparición, de los instrumentos financieros custodiados, dando a estos el alcance que vimos al tratar de la función de depósito.

Según el último párrafo 3 del artículo 24.1 el «depositario responderá también ante el fondo o, en su caso, ante los inversores del fondo, de **cualquier otra pérdida** que sufra como consecuencia del incumplimiento intencionado o por negligencia de las obligaciones que le incumban en virtud de la presente Directiva».

Se trata de una regulación residual ya que es aplicable a «**cualquier otra pérdida**» distinta de la que pudiera afectar a los instrumentos custodiables. El supuesto se refiere por tanto a todo tipo de incumplimientos de la función de vigilancia o de la de custodia, imputables al depositario y generadores de un daño para el fondo. Para declarar la responsabilidad no basta que haya un incumplimiento del depositario, sino que deben darse además los demás elementos, que normalmente se han exigido para el nacimiento de aquella:

- La existencia de una pérdida para el fondo.
- Que el incumplimiento sea consecuencia de un comportamiento doloso o negligente de las obligaciones que la Directiva impone al depositario.
- La existencia de un vínculo causal entre pérdida e incumplimiento.

Salvado el principio de responsabilidad por culpa, y no previéndose en este punto la adopción de medidas de nivel 2, entendemos que los legisladores nacionales y jueces deberían hacer una interpretación extensiva del precepto, ya que los depositarios son entidades financieras especializadas (normalmente bancos), de quienes son predicables unos estándares altos de diligencia y además cumplen –junto a las gestoras– una función fiduciaria a favor de los fondos y sus inversores.

En cambio, la carga de la prueba debe seguir correspondiendo al fondo, por ser ésta la regla general cuando de responsabilidad se habla, no contradicha expresamente por la Directiva, como si ocurre para el supuesto especial de pérdida de los instrumentos custodiables al que a continuación nos referiremos.

## 3. SUPUESTO DE PÉRDIDA DE LOS INSTRUMENTOS CUSTODIABLES

Se trata del supuesto más importante de pérdida y en el que la nueva Directiva, siguiendo el modelo de la DGFIA, se aparta claramente del régimen tradicional de responsabilidad por culpa.

La regulación de la Directiva marco, contenida en el artículo 24.1 comienza estableciendo lo siguiente:

«El depositario responderá ante la IIC y ante los inversores de IIC de la pérdida, por parte del mismo o de un tercero en quien se haya delegado la función de custodia, de los instrumentos financieros custodiados.

En caso de la pérdida de los instrumentos financieros custodiados, el depositario devolverá sin demora indebida al fondo o, en su caso, a la gestora cuando actúe por cuenta del fondo, un instrumento financiero de idénticas características o bien la cuantía correspondiente.

El depositario no será responsable si puede probar que la pérdida se ha producido como resultado de un acontecimiento externo que escape al control razonable, cuyas consecuencias



hubieran sido inevitables a pesar de todos los esfuerzos por evitarlas».

En relación con este supuesto, la Directiva también aquí prevé que muchos aspectos importantes deben ver completada su regulación mediante normas de nivel 2, que será muy similar a la del Reglamento Delegado de la DGfIA de 19 de diciembre de 2012.

- Supuesto de hecho. La regulación se aplica sólo en el caso de pérdida de los instrumentos financieros custodiados, y no de otros activos.
- Plazo para la restitución. El depositario deberá hacer la restitución sin una «demora indebida» (concepto jurídico indeterminado que la Directiva no aclara ni prevé un desarrollo normativo), bien en especie (instrumento financiero de idénticas características), bien en efectivo.
- Supuesto de exoneración de la responsabilidad. La Directiva no recoge ninguna mención específica a la negligencia o al dolo del depositario para que haya un incumplimiento responsable, pero sí establece una única causa de exención de responsabilidad aunque con una configuración realmente estricta. En efecto, para que el depositario pueda quedar exonerado de responsabilidad debe cumplirse que:
  - 1) La pérdida sea resultado de un acontecimiento externo al depositario.
  - 2) Que dicho acontecimiento escape a su control razonable.
  - 3) Que las consecuencias de dicho acontecimiento hubieran sido inevitables, a pesar de todos los esfuerzos para evitarlas.

La Directiva además impone la carga de la prueba al depositario, lo cual hace todavía más difícil en la práctica valerse de esta causa de exoneración.

#### 4. JUICIO CRÍTICO

UCITS V, siguiendo el precedente de la DGfIA, ha consagrado para el caso de pérdida de instru-

mentos custodiables un sistema de responsabilidad cuasi objetiva, que plantea los siguientes graves inconvenientes que en nuestra opinión no compensan plenamente una pretendida mayor protección del inversor:

1. La solución implica instaurar un sistema de responsabilidad sin culpa, objetivamente injusto, totalmente ajeno a la tradición jurídica española y creemos de los demás Estados miembros.
2. El patrón de responsabilidad de la directiva UCITS I permitía ya exigir a los depositarios estándares elevadísimos de diligencia y hacerles responder, aún en los casos de culpa levisima (ya que ésta también implica un «unjustifiable failure» que era el baremo empleado en dicha Directiva)
3. La regla de la Directiva UCITS I además permitía a los jueces, en caso de concurrencia de culpas, buscar la solución más adecuada en cada caso.
4. El articular la responsabilidad de los depositarios en base a considerar su actividad como una obligación de resultado y no de medios no tiene parangón en la regulación (prudencial y/o de protección al cliente) aplicable a las entidades financieras.
5. El nuevo sistema convierte de hecho a los depositarios en entidades aseguradoras, con notable encarecimiento de sus costes, lo que acabarán repercutiendo a los fondos (y sus inversores).
6. La solución expulsará del mercado a un gran número de depositarios, reduciendo la competencia, algo que ya se está viendo en España. Las entidades que permanezcan tenderán a cobrar unas remuneraciones mucho más altas que las actuales, como forma de compensar la elevadísima prima aseguradora que la solución comporta.
7. Finalmente, dado el nivel de los activos depositados, el nuevo riesgo que asumen los depositarios no puede menos que ser calificado como sistémico.



## 5. DELEGACIÓN DE LA RESPONSABILIDAD

UCITS V a diferencia de la DGFIA, prohíbe expresamente cualquier forma de delegación contractual de la responsabilidad contractual en el subcustodio.

Los términos de los números 3, 4 y 5 del artículo 24 no pueden ser más concluyentes.

2. La responsabilidad del depositario ..... no se verá afectada por ninguna delegación de funciones .....

3. La responsabilidad del depositario –por pérdida de instrumentos custodiables– no podrá excluirse o limitarse por acuerdo.

4. Todo acuerdo que contravenga la regla anterior será nulo.

## 6. OTRAS REGLAS

Como ya ocurría en el texto original de la Directiva UCITS, UCITS V permite que la responsabilidad sea reclamada a los depositarios, bien directamente por los partícipes del fondo, bien indirectamente por la gestora, pero ya no en función de la particular naturaleza jurídica de la relación entre el depositario, la gestora y los inversores, sino que en cualquier caso. Cabría utilizar ambas vías siempre que esto no de lugar a una doble reparación ni a desigualdad de trato entre los partícipes.

En caso de subdelegación por el subcustodio, se aplicarán «mutatis mutandis» a la relación de subdelegación las reglas vistas para la delegación.

## IX. OTRAS REGLAS

### SUSTITUCIÓN DEL DEPOSITARIO:

Según la Directiva, la legislación o el reglamento del fondo de inversión definirán las condiciones de sustitución del depositario y preverán normas que permitan garantizar la protección de los partícipes en este supuesto.

### OBLIGACIÓN DE COLABORAR CON LAS AUTORIDADES:

El depositario –prevé la Directiva– pondrá a disposición de las autoridades competentes, cuando estas así lo soliciten, toda la información que haya obtenido en el desempeño de sus deberes y que pueda ser necesaria para sus autoridades competentes o las autoridades competentes del fondo o la sociedad de gestión.

Si las autoridades competentes del fondo y de la sociedad de gestión son distintas de las del depositario, las autoridades competentes del depositario compartirán sin demora la información recibida con las otras autoridades competentes.

### CONTENIDO DEL FOLLETO INFORMATIVO:

La introducción de nuevas reglas aplicables a los depositarios hace necesaria la revisión de los apartados del Esquema A, punto 2 del Anexo I (folleto) de la Directiva referidos al depositario. A partir de ahora habrá que dar la siguiente información:

- Identidad del depositario del fondo y descripción de sus funciones y de los conflictos de interés que puedan plantearse.
- Descripción de cualquier función de depósito delegada por el depositario, lista de los delegados y subdelegados y posibles conflictos de interés a que pueda dar lugar esa delegación.
- Declaración de que se facilitará a los inversores que lo soliciten información actualizada sobre los datos a que se refieren los puntos anteriores.

### RÉGIMEN SANCIONADOR

UCITS V regula con cierta extensión el régimen sancionador aplicable a las IIC, gestoras y depositarios. Así sigue la estela de otras directivas recientes: MIFID II, Reglamento de Abuso de





Mercado... Concretamente respecto a los depositarios se incluye como tipo específico el que «el depositario no cumpla las funciones que le correspondan de conformidad con las disposiciones nacionales de transposición» de la Directiva

### PROTECCIÓN ADICIONAL EN EL CASO DE QUIEBRA DEL DEPOSITARIO

Aunque UCITS V, al igual que ya antes la DGFIA, contempla para los depositarios una responsabilidad prácticamente objetiva para el caso de pérdida de instrumentos custodiables, la Comisión Europea en algún momento dudó si esto era suficiente, sobre todo en la hipótesis de quiebras fraudulentas. Así, en las fases iniciales de la tramitación de la Directiva de Reforma de Sistemas de Garantía de Inversores se planteó la cuestión, prontamente desechada, de otorgar a los partíci-

pes de IIC una protección adicional, y exigir a los depositarios aportaciones superiores al Sistema de Garantías de Inversores. Como vestigio de aquel debate, en el Considerando 31 de la Directiva UCITS V se ha incluido la siguiente previsión:

«Se invita a la Comisión a analizar en qué situaciones la quiebra del depositario de un fondo UCITS o de un tercero en el que se haya delegado la función de depósito podría causar pérdidas a los partícipes del fondo UCITS que no sean recuperables en virtud de la presente Directiva, a analizar más detalladamente qué tipo de medidas podrían ser adecuadas para garantizar un elevado nivel de protección de los inversores, cualquiera que sea la cadena de intermediación entre el inversor y los valores mobiliarios afectados por la quiebra, y a presentar al Parlamento Europeo y al Consejo sus conclusiones al respecto».





# ACTIVIDAD LEGISLATIVA E INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO: MIFID II / MIFIR, EMIR, CSDR Y OTRAS NORMATIVAS

**Carlos López Marqués**  
Subdirector del Área Internacional de BME

## I. INTRODUCCIÓN

La falta de robustez del sistema financiero ha quedado patente durante la crisis desencadenada en 2008. Ésta ha dejado al descubierto las debilidades derivadas del aumento exponencial de los riesgos asumidos por una pléyade de participantes densamente interconectados e insuficientemente cubiertos por garantías, márgenes y colaterales. En este escenario se desarrolló un imponente riesgo sistémico que condujo al encadenamiento de incumplimientos que llevaron al sistema al borde del colapso.

Como pilar básico de este sistema, las infraestructuras de mercado en general y las cámaras de contrapartida central en particular se encargan de la gestión y control de esos riesgos. Por una parte son entidades neutrales, sin interés ni posición en los procesos de valoración de las exposiciones y cálculo de garantías. Por otra, centralizan y reducen el riesgo mediante mecanismos de *netting* e interposición, reduciendo así los efectos adversos de la interdependencia entre los participantes y su elevado potencial de contagio. Finalmente, optimizan el manejo de garantías de manera que se minimicen los efectos de los incumplimientos sobre el conjunto de los participantes.

La intensa actividad legislativa en materia de mercados financieros desarrollada por las instituciones europeas y sus estados miembros durante

el período recientemente finalizado<sup>1</sup> se ha centrado en gran medida en el funcionamiento de las infraestructuras de mercado, entendidas éstas como el conjunto de entidades y sistemas multilaterales encargados de registrar, compensar y liquidar pagos, valores, derivados u otras operaciones financieras<sup>2</sup>.

En el origen se encuentra un conjunto de circunstancias desencadenantes entre las que destacan las resoluciones de la cumbre del G20<sup>3</sup>, a las que habría que añadir una corriente reformista iniciada con los Informes Giovannini<sup>4</sup>, las recomendaciones de IOSCO sobre el particular –cuyo proceso de consultas se inició en 2001<sup>5</sup> y dio lugar a recomendaciones sobre CCPs<sup>6</sup> y los principios para las infraestructuras<sup>7</sup>–, los estudios e informes del Financial Stability Board<sup>8</sup> o los de los diferentes comités del Banco de Pagos Internacionales, entre otros.

---

<sup>1</sup> La Séptima Legislatura del Parlamento Europeo transcurrió entre 2009 y 2014, mientras que la Comisión Europea (Comisión Barroso II) estuvo en funciones entre 2010 y 2014.

<sup>2</sup> *Principios para las infraestructuras de mercados financieros*, CPSS-IOSCO, 2011. Pág. 7.

<sup>3</sup> *Leader's statement. The Pittsburgh summit*, septiembre 2009.

<sup>4</sup> *Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union y Second report on EU clearing and settlement arrangements*, The Giovannini Group, 2001 y 2003 respectivamente.

<sup>5</sup> *Recommendation for Securities Settlement Systems – Consultation*, IOSCO, 2001.

<sup>6</sup> *Recommendations for Central Counterparties*, IOSCO, 2004.

<sup>7</sup> Vid. Nota 2 *supra*.

<sup>8</sup> *Implementing OTC Derivatives Market Reform*, FSB, 2010.



Las diversas iniciativas legislativas y supervisoras se han dirigido a resolver un conjunto muy heterogéneo de problemas o disfunciones, más o menos contrastados, entre los que cabe destacar:

- Los costes supuestamente elevados de la compensación y liquidación transfronterizas en la UE.
- La competencia entre infraestructuras.
- La eficiencia y solvencia de los sistemas de compensación y liquidación.
- Las disfunciones en el funcionamiento de los mercados de productos derivados, con especial atención en el incremento de la transparencia, la reducción de los riesgos de crédito de contraparte y liquidación, la supervisión reglamentaria y el control del riesgo sistémico que plantean los contratos extrabursátiles (OTC).
- Los efectos de la fragmentación sobre la liquidación.
- La diversidad de estándares tales como la fecha de liquidación, la gestión de recompras o la *mutualización* del riesgo.
- La reestructuración y resolución de instituciones financieras no bancarias.
- Las dificultades de la interacción multilateral entre mercados e infraestructuras.

En la Unión Europea, estos y otros muchos aspectos del funcionamiento de las infraestructuras de mercado han sido tratados en tres normas:

- Reglamento relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (EMIR)<sup>9</sup> y su normativa derivada.
- Reglamento sobre la mejora de la liquidación de valores y sobre los Depositarios Centrales de Valores<sup>10</sup> (CSDR).
- Directiva<sup>11</sup> (MiFID) y Reglamento<sup>12</sup> (MiFIR) sobre mercados de instrumentos financieros que, si bien no regulan los sistemas de

compensación y liquidación, complementan a las dos anteriores en cuestiones relativas a la obligatoriedad de negociación multilateral de derivados en plataformas organizadas o las condiciones de acceso entre centros de negociación e infraestructuras.

Para completar la descripción de este fuerte impulso reformador en el campo de las infraestructuras de mercado, hay que añadir tres elementos adicionales:

- Un proceso local que añade un factor adicional de complejidad al ya de por sí recargado calendario regulador: la reforma española de la compensación y liquidación<sup>13</sup>.
- El sistema Target 2 Securities (T2S), cuya primera ola de implantación está prevista para el mes de junio de 2015.
- La propuesta de directiva sobre un posible marco de resolución de instituciones financieras no bancarias<sup>14</sup>.

En este artículo explicaremos brevemente el contenido de todas estas iniciativas y apuntaremos los posibles efectos que tendrán sobre la configuración de nuestros mercados de valores en la medida en que aquéllos resulten predecibles, algo ciertamente difícil en una actividad enormemente dinámica que se desarrolla en un contexto supranacional cuya estabilidad ya no depende exclusivamente de las autoridades y operadores nacionales.

## II. EMIR

Si bien las resoluciones de la cumbre de Pittsburgh están en el origen inmediato del reglamento denominado EMIR, otros elementos empujaron a la Comisión Europea a elaborar y

<sup>9</sup> Reglamento 648/2012 de 4 de julio. OJ 27-7-2012.

<sup>10</sup> Reglamento 909/2014 de 23 de julio. OJ 28-8-2014.

<sup>11</sup> Directiva 2014/65 de 15 de mayo. OJ 12-6-2014.

<sup>12</sup> Reglamento 600/2014 de 15 de mayo. OJ 12-6-2014.

<sup>13</sup> *Reforma del sistema de registro, compensación y liquidación*, CNMV, mayo 2013.

<sup>14</sup> *Consultation on a possible recovery and resolution framework for Financial Institutions other than Banks*, Comisión Europea, octubre 2012.



publicar su propuesta de reglamento en septiembre de 2010. Entre ellos se encuentran el, a juicio de la Comisión, fallido Código de Conducta<sup>15</sup> firmado en 2006 por los proveedores de servicios de contratación, compensación y liquidación agrupados en las federaciones correspondientes<sup>16</sup>.

El reglamento se estructura en torno a tres grandes bloques:

1. Las obligaciones de compensación, información y control de riesgos de los derivados OTC.
2. Los requisitos prudenciales y organizativos, normas de conducta, condiciones de autorización y régimen de los acuerdos de interoperabilidad de las cámaras de contrapartida central (CCPs).
3. Registro y supervisión de las entidades de registro de operaciones (*Trade repositories*).

### DERIVADOS OTC

En línea con las conclusiones de Pittsburgh, EMIR establece la llamada obligación de compensación (*clearing obligation*) en virtud de la cual todos aquellos contratos de derivados OTC que cumplan una serie de requisitos y no se lleven a cabo entre contrapartes del mismo grupo deberán ser compensados en una cámara de contrapartida central.

Los contratos sujetos a la obligación de compensación son los acordados por dos contrapartes financieras o no financieras, si bien en este último caso se establecen unos umbrales por debajo de los cuales el interviniente está exento. Estos límites mínimos tienen en cuenta el propó-

sito del contrato, de manera que quedan excluidos aquéllos asociados a los riesgos propios de la actividad comercial de la contraparte en cuestión hasta un importe determinado, por encima del cual se considera excedido el volumen razonable de cobertura<sup>17</sup>.

Hay que destacar que la obligación no se establece de manera individual para cada contrato, sino para clases de contratos que agrupan a todos aquellos que presentan una serie de características comunes que los hacen susceptibles de compensación central. Estas características, descritas en la norma de nivel 2 correspondiente<sup>18</sup>, se derivan del grado de normalización, de la liquidez y del nivel de transparencia disponible para una correcta valoración del precio. Así, se agrupan en una misma clase: a) los contratos con una documentación, términos de referencia, acuerdos marco de compensación, procedimientos de confirmación y procesos operativos comunes; b) los contratos con requisitos financieros similares, liquidez estable a lo largo del tiempo y dispersión suficiente para hacer frente a eventuales incumplimientos; c) los que ofrecen niveles equiparables de transparencia.

Para todos aquellos contratos que, de acuerdo con los criterios definidos en el párrafo anterior, no se consideran susceptibles de compensación central, se establecen una serie de mecanismos de reducción del riesgo, tales como la confirmación electrónica, la conciliación y seguimiento de carteras, la valoración diaria a precios de mercado (*mark-to-market*) o la gestión de garantías, entre otros.

El reglamento determina las condiciones de acceso entre centros de negociación y cámaras de contrapartida. Así, una cámara autorizada a compensar derivados OTC deberá admitirlos con independencia del mercado donde se hayan negociado, siempre que éste cumpla los requeri-

<sup>15</sup> European Code of Conduct for Clearing and Settlement, 7 de noviembre de 2006, EACH, ECSDA y FESE. Esta pieza de autorregulación recogía elementos que posteriormente han sido desarrollados en el reglamento, como las condiciones de acceso e interoperabilidad, los requisitos de transparencia o los criterios de segregación y disociación contables.

<sup>16</sup> EACH (European Association of Clearing Houses), ECSDA (European Central Securities Depositories Association) y FESE (Federation of European Securities Exchanges).

<sup>17</sup> El Reglamento Delegado 149/2013 de 19 de diciembre de 2012, OJ 23-2-2013, que corresponde al nivel 2 de la regulación, establece unos umbrales de compensación de mil millones de euros del valor nominal bruto para los derivados de crédito de acciones y de tres mil millones de euros del valor nominal bruto para los derivados de tipos de interés, divisas y materias primas.

<sup>18</sup> Reglamento Delegado 149/2013 de 19 de diciembre de 2012, OJ 23-2-2013.



mientos operativos y técnicos exigidos por ella y la admisión a compensación no comprometa el funcionamiento ordenado del mercado o afecte al riesgo del conjunto. De la misma forma, un centro de negociación está obligado a facilitar los datos de negociación de los derivados OTC susceptibles de compensación central a la cámara que, estando autorizada para ello, se lo solicite. En este caso, el centro de negociación podrá denegar la entrega de los datos si ello amenaza el funcionamiento del mercado o exige acuerdos de interoperabilidad entre cámaras.

Hay que señalar que estas disposiciones sobre contratos de derivados OTC están complementadas en el Reglamento MiFIR<sup>19</sup>, de forma que los contratos admitidos a cotización sujetos a la obligación de compensación y los que no estándolo son enviados a cámara por las contrapartes y sean suficientemente líquidos, deberán ser negociados en mercados multilaterales (esto es, mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación –MTF, por sus siglas en inglés– o sistemas organizados de contratación –OTF–) que, a su vez, deberán asegurarse que se compensen en una cámara de contrapartida central.

### CÁMARAS DE CONTRAPARTIDA CENTRAL

La obligación de compensar a través de cámaras de contrapartida central exige unas garantías de robustez y seguridad que el reglamento desarrolla en el segundo gran bloque de disposiciones, dedicado a sus condiciones de autorización, supervisión y requisitos de funcionamiento<sup>20</sup>.

Con respecto a las exigencias de acceso a la actividad, se establecen unos requisitos de capital proporcionales a los riesgos de todo tipo asumidos por la CCP y que, en su caso, permitan una liquidación ordenada de la entidad<sup>21</sup>.

<sup>19</sup> Título V del Reglamento 600/2014 de 15 de mayo. OJ 12-6-2014.

<sup>20</sup> Todos estos requisitos se desarrollan en el Reglamento 153/2013 de 19 de diciembre de 2012. OJ 23-2-2013.

<sup>21</sup> El capital mínimo se fija en 7,5 millones de euros. La determinación del capital mínimo correspondiente a cada

El procedimiento de autorización resulta especialmente gravoso, toda vez que en él se involucra un colegio de supervisores del que forman parte ESMA<sup>22</sup>, las autoridades competentes de los miembros compensadores, de los mercados a los que la CCP presta sus servicios, de las CCPs con las que existan acuerdos de interoperabilidad y de los depositarios vinculados, así como los bancos centrales emisores de las divisas de denominación de los instrumentos compensados.

Los requisitos organizativos, prudenciales y de conducta son particularmente prolijos. Son de destacar, entre otros, los siguientes aspectos:

- Un comité de riesgos en el que estén representados tanto los miembros compensadores como sus clientes, un área específica de cumplimiento normativo, otra encargada de la auditoría interna y un comité de remuneraciones que incentive una gestión prudente del riesgo.
- El control de idoneidad de los accionistas de referencia, entendidos éstos como los que superen el 10% de los derechos de voto.
- Un plan de continuidad del negocio que permita un manejo ordenado de las situaciones de emergencia, para lo que deberá existir un área dedicada.
- Criterios de segregación y portabilidad de cuentas con desglose de posiciones de miembros compensadores, sus clientes y las de la propia CCP.
- Métodos de cálculo del margen inicial, fondo de garantía y colateral.
- Controles de riesgo de liquidez y régimen de prelación de garantías en caso de incumplimiento.
- Pruebas de esfuerzo, evaluación del modelo y procedimientos en caso de incumplimiento.

Un asunto particularmente espinoso por lo que supone de incremento del riesgo sistémico

uno de los riesgos (liquidación, legal, de crédito, operativo, etcétera) se desarrolla en el Reglamento 152/2013 de 19 de diciembre de 2012. OJ 23-2-2013.

<sup>22</sup> European Securities and Markets Authority, establecida en el reglamento 1095/2010 de 24 de noviembre.



son los acuerdos de interoperabilidad entre CCPs, tratados en el Título V del reglamento, que sólo podrán llevarse a cabo con respecto a acciones, bonos e instrumentos de mercado monetario (letras, pagarés y certificados de depósito). Las disposiciones del reglamento, que se refieren a la gestión del riesgo y a los márgenes cruzados entre las CCPs interoperables, se complementan con unas guías y recomendaciones de ESMA sobre riesgo legal, condiciones de acceso, gestión del riesgo, depósito de colateral y cooperación entre autoridades supervisoras.<sup>23</sup>

Si bien se mantiene la voluntariedad de los acuerdos de interoperabilidad, hay determinados aspectos no suficientemente desarrollados ni en el reglamento ni en las recomendaciones de ESMA que, por su potencial riesgo, suponen un cierto nivel de incertidumbre en su funcionamiento como, por ejemplo, los procedimientos de recompras. Finalmente, el incremento de costes derivado de las inversiones tecnológicas y operativas que requieren los acuerdos de interoperabilidad podría neutralizar el pretendido ahorro en la compensación transfronteriza.

### REGISTROS DE OPERACIONES (TRADE REPOSITORIES)

El tercer bloque del reglamento regula las condiciones de registro y supervisión de los *Trade repositories*, sus requisitos de funcionamiento y el régimen de equivalencia y reconocimiento mutuo de registros similares establecidos en otras jurisdicciones. Un conjunto de reglamentos de nivel 2<sup>24</sup> desarrolla estas disposiciones en materias relativas a los detalles de la información comunicada y publicada, y el procedimiento de registro.

Hay que señalar que la obligación de comunicación de operaciones sobre derivados a los *Trade*

*repositories* se aplica sin excepción a todas ellas, ya se trate de operaciones que sean negociadas en mercados organizados u OTC, compensadas a través de una cámara de contrapartida central o bilateralmente.

### III. MiFID II/MiFIR

Al igual que su predecesora, MiFID I, la nueva directiva consagra la libertad de acceso a las CCPs, así como el derecho de elección del sistema de liquidación.

Es el reglamento el que introduce importantes novedades<sup>25</sup> con respecto a los productos derivados y la libertad de acceso entre centros de negociación y cámaras de contrapartida que complementan las disposiciones de EMIR resumidas en la sección anterior.

### OBLIGACIÓN DE NEGOCIAR EN MERCADOS MULTILATERALES (TRADING OBLIGATION)

Como se ha dicho anteriormente, los derivados de una clase sujeta a la obligación de compensación en cámara y los que voluntariamente se envíen a ella deberán ser negociados en algún mercado organizado (mercado regulado, sistemas multilaterales de negociación o sistemas organizados de contratación) si se cumplen unos requisitos de liquidez determinados según la frecuencia y el volumen medios de las operaciones en diversas condiciones de mercado, el número y tipo de participantes del mercado que negocien esos contratos y el tamaño medio de la horquilla de precios (*spread*). El mercado correspondiente deberá cerciorarse de que las operaciones son enviadas a una cámara de contrapartida central para su compensación, lo que supone, *de facto*, una extensión de la obligación de compensación impuesta por EMIR para los derivados OTC.

Las obligaciones anteriores implican una complejidad operativa adicional que se resolverá

<sup>23</sup> *Guidelines and Recommendations for establishing consistent, efficient and effective assessments of interoperability arrangements*, ESMA/2013/322 de 10-06-2013.

<sup>24</sup> Reglamentos Delegados 148, 150 y 151/2013 y Reglamentos de Ejecución 1247 y 1248/2012 todos ellos de 19 de diciembre de 2012. OJ 23-02-2013 y 21-12-2012 respectivamente.

<sup>25</sup> Títulos V y VI de MiFIR.



reglamentariamente en el desarrollo de nivel 2, como prevé la norma al delegar en la Comisión, a propuesta de ESMA, la elaboración de los estándares correspondientes. Esta mayor complejidad se deriva de la necesidad de colateral, márgenes y otras garantías vinculadas a los diversos riesgos (crédito, contraparte, mercado...) y de los propios mecanismos de validación de la CCP o de los miembros compensadores.

### CONDICIONES DE ACCESO

MiFIR establece la libertad de acceso entre CCPs y centros de negociación.

Si una cámara de contrapartida desea compensar los instrumentos negociados en un centro de negociación, éste deberá proporcionarle obligatoriamente sus datos de operaciones (*trade feed*) de manera transparente y no discriminatoria, salvo que ello exija acuerdos de interoperabilidad con la cámara o cámaras que ya compensan esas operaciones, o comprometa el funcionamiento ordenado de los mercados. Hay que señalar una excepción a esta obligación que resulta relevante para el mercado de derivados español. En el caso de los derivados negociados en bolsa, se establece un umbral de un billón (español) de euros anual de notional negociado por debajo del cual un mercado puede solicitar su exención por un período de cinco años, prorrogable por otros cinco si las condiciones se mantienen.

Por otra parte, una CCP está obligada a compensar operaciones con independencia del centro de negociación del que provengan que así lo solicite. Esta obligación incluye el tratamiento no discriminatorio de los mercados de origen, incluyendo los requisitos de colateral, márgenes y demás garantías. Al igual que en el caso del acceso a los centros de negociación, las autoridades competentes involucradas podrán denegar la petición si ello exige acuerdos de interoperabilidad con la cámara o cámaras que ya compensan esas operaciones, o comprometa el funcionamiento ordenado de los mercados. Se prevé una excepción de esta obligación: aquellas CCPs recién creadas o que en de julio de 2014 lleven menos de tres años en funciona-

miento podrán solicitar su exención hasta julio de 2019, si bien ello las inhabilitará para beneficiarse de la libertad de acceso a centros de negociación.

Estas disposiciones sobre la libertad de acceso han sido contestadas desde numerosos ámbitos, incluida buena parte de las infraestructuras y de los propios mercados, principalmente los de productos derivados en los que la negociación y la compensación están estrechamente conectadas. Se introducen factores de riesgo en la medida en que la integridad del mercado puede quedar comprometida, se promueve una fragmentación que dificulta la supervisión y control y se desincentiva la innovación, puesto que los nuevos productos y servicios suelen ser diseñados y desarrollados conjuntamente por el mercado y la cámara.

### IV. CSD REGULATION

Los depositarios centrales de valores completan el sistema de infraestructuras de mercado en el que se verifican los procesos que siguen a la negociación de instrumentos financieros y se llevan a buen fin las operaciones cruzadas en los mercados. El reglamento sobre la mejora de la liquidación y los depositarios centrales de valores, o *CSD Regulation*, establece una serie de disposiciones encaminadas a robustecer la disciplina, eficiencia y seguridad de la liquidación.

Si bien en un principio se pensó en incluir la regulación de los CSD en EMIR, pronto se decidió elaborar un reglamento específico. El impulso definitivo procede de los trabajos del *Financial Stability Board* sobre instituciones financieras de importancia sistémica (SIFIS)<sup>26</sup> y del Banco Internacional de Pagos e IOSCO sobre los principios para las infraestructuras financieras<sup>27</sup>.

El reglamento establece una clasificación de servicios agrupándolos en tres categorías:

<sup>26</sup> *Intensity and Effectiveness of SIFI Supervision – Recommendations for enhanced supervision*, FSB, noviembre 2010.

<sup>27</sup> *Principles for financial market infrastructures*, BIS-IOSCO, abril 2012.





- Básicos: notaría (registro inicial de valores), mantenimiento de cuentas y liquidación de valores.
- Auxiliares de tipo no bancario, como préstamo de valores, gestión de garantías, apoyo a la asistencia a juntas, asignación de códigos, etcétera.
- Auxiliares de tipo bancario, como créditos en efectivo, servicios de pago, cambio de divisas, etcétera.

Establecida la clasificación anterior, quedan sujetos al reglamento, esto es, se definen como depositarios centrales de valores las entidades que gestionen un sistema de liquidación de valores y presten otro de los servicios básicos. Esta definición se aparta del principio de actividad reservada en virtud del cual la prestación de cualquiera de los servicios básicos requiere autorización y queda sometida a las disposiciones de la norma.

En línea con la Ley del Mercado de Valores, los valores admitidos a cotización deberán ser representados mediante anotaciones en cuenta, si bien se acorta el ciclo de liquidación por lo que las operaciones multilaterales deberán ser liquidadas en D+2. Durante el proceso de elaboración, algunas voces señalaron que la exclusión de las operaciones bilaterales del ciclo D+2 no parece responder al objetivo de garantizar la seguridad de la liquidación, dado que la obligación debería depender del instrumento, no del medio de ejecución, es decir, debería ser de aplicación al mercado OTC.

Habida cuenta de los diferentes tamaños y carteras de servicios de los CSDs europeos, la norma impone obligaciones que, en el caso de los de menor entidad, resultan extremadamente onerosos.

### DISCIPLINA DE LIQUIDACIÓN

La disciplina de la liquidación se aborda mediante dos tipos de medidas: preventivas y correctivas. Las primeras se centran en la obligación, aplicable tanto a centros de negociación como a

CSD, de garantizar la liquidación en el plazo teórico establecido así como de limitar el número de instrucciones fallidas. En concreto, los CSD deberán establecer medidas encaminadas en ese sentido, que habrán de ser detalladas en normas técnicas de nivel 2. Para ello, ESMA publicó un documento base de discusión<sup>28</sup> en el que, entre otros desarrollos, trata de las posibles medidas a implantar. Entre ellas se encuentra la automatización de los procesos de liquidación que elimine o limite al máximo la intervención manual, automatización que deberá abarcar todos los procedimientos implicados, desde la confirmación de los datos relevantes hasta la ejecución de las instrucciones de liquidación, pasando por el case, encaminamiento y compensación. El case de los detalles deberá ser obligatorio cuando no haya sido realizado previamente en la cámara de contrapartida correspondiente. El documento considera asimismo otras medidas que incentiven la liquidación en tiempo: comunicación de instrucciones pendientes de liquidar, provisión de varios procesos de liquidación diarios, desglose de las instrucciones en liquidadas y fallidas que permita la liquidación parcial o establecimiento de un servicio centralizado de préstamo de valores.

Las medidas correctivas incluyen un régimen sancionador que no podrá en ningún caso ser configurado como una fuente de ingresos del CSD y procedimientos de recompra de valores sustituible por compensación en efectivo. Adicionalmente, se contemplan un sistema de seguimiento de los fallos de liquidación y la suspensión de los participantes que incumplan de manera reiterada y sistemática la obligación de entrega de valores, con difusión pública del hecho. Las especificaciones de estas medidas serán desarrolladas a través de estándares técnicos de nivel 2.

En relación con los procedimientos de recompra, es importante señalar que deberían llevarse a cabo en el nivel de negociación, dado que es en ellos en los que habrá que comprar los valores no

<sup>28</sup> Discussion paper on draft technical standards for CSDR, ESMA/2014/299, de 20 de marzo.



entregados. Por otra parte, según el centro de negociación del que provenga la operación, el procedimiento podrá diferir dependiendo de si se trata de un mercado con contrapartida central, sin ella o una operación OTC. En todo caso, el sistema de recompras debería ser armonizado, automatizado e incluir la posibilidad de liquidación parcial y compensación pecuniaria en caso de que el resultado del procedimiento no beneficie a ninguna de las partes.

### REQUISITOS DE ORGANIZACIÓN

El reglamento dispone un conjunto de requisitos de organización en sintonía con las otras normas comentadas, MiFID y EMIR, en cuanto a los órganos de dirección, la llevanza de registros o las condiciones de externalización de servicios. Hay que subrayar la inclusión de un comité de usuarios en el que estarán representados tanto las compañías emisoras como los participantes en el sistema de liquidación. Se trata de un órgano de carácter consultivo que entenderá de asuntos tales como la admisión de emisoras o participantes, los niveles de servicio o la estructura tarifaria y emitirá dictámenes no vinculantes.

Los servicios ofrecidos están sujetos también a una serie de exigencias encaminadas a garantizar la integridad de las emisiones, la seguridad de la custodia y la firmeza de la liquidación. Así, quedan prohibidos los descubiertos, la creación de valores o los saldos deudores; se deberá incluir en los reglamentos los parámetros temporales de entrada e irrevocabilidad de las órdenes que permitan la liquidación en tiempo; y, finalmente, se recomienda gestionar la liquidación de efectivos a través de cuentas de tesorería en el banco central correspondiente.

Se establecen también unos requisitos prudenciales para cubrir los riesgos legales, de negocio y operativos, que incluyen un plan de continuidad de negocio y recuperación en caso de catástrofe. Para todo ello, el CSD deberá cumplir unas exigencias de capital mínimo cuyos detalles se desarrollarán en las correspondientes normas técnicas de nivel 2 a propuesta del supervisor

bancario (EBA<sup>29</sup>) en colaboración con ESMA y el Sistema europeo de bancos centrales.

### CONDICIONES DE ACCESO

El reglamento de CSD establece la libertad de acceso para las compañías emisoras, que serán libres de decidir en qué CSD registran sus valores admitidos a negociación quedando en todo caso sujetas a la ley de sociedades de la jurisdicción de emisión.

Asimismo, el reglamento completa las disposiciones de acceso de EMIR y MiFID estableciendo una doble obligación: la de las cámaras de contrapartida central y centros de negociación de proporcionar sus flujos de información de operaciones a todo CSD que lo solicite y la de los CSD de facilitar el acceso a sus sistemas de liquidación a las cámaras y centros de negociación que lo soliciten. Como en las otras dos normas, se justifica la denegación de acceso en aquellos casos en que, de ser concedido, pueda comprometer el funcionamiento correcto y ordenado del mercado, lo que deberá ser motivado con un análisis de riesgos exhaustivo.

## V. LA REFORMA DE LA POST-CONTRATACIÓN EN ESPAÑA

El sistema español de registro, compensación y liquidación está inmerso en un proceso de reforma<sup>30</sup> que en muchos de sus aspectos interacciona con la puesta en marcha y adaptación a la nueva regulación, añadiendo con ello un elemento de complejidad que ha sido repetidamente puesto de manifiesto.

Como es sabido, el proceso introduce un sistema de registro y liquidación basado en saldos, reemplazando al tradicional sistema de referencias de registro, y establece la interposición de

<sup>29</sup> European Banking Authority, establecida en el reglamento 1093/2010 de 24 de noviembre.

<sup>30</sup> Vid. Nota 13 *supra*.



una cámara de contrapartida central. Como consecuencia de ello, la gestión del riesgo se traslada a la cámara y la firmeza de las operaciones se desplaza del momento de la contratación al de la liquidación.

La entidad de contrapartida central, que está sujeta a las disposiciones de EMIR anteriormente mencionadas, tiene prevista su implantación el cuarto trimestre de 2015 para los valores de renta variable (acciones, derechos, *warrants*, certificados y ETF). En una segunda fase, se ampliará la actividad a los activos de renta fija y se establecerá la conexión con el sistema Target 2 Securities (T2S).

La cámara designada está diseñada de conformidad con los estándares del sector. Así, establece unas categorías de miembros con arreglo a su capacidad de intervención y de apertura de cuentas, así como a sus obligaciones solidarias en la aportación de garantías: los miembros compensadores, individuales o generales, tienen cuenta propia y responden de sus operaciones o de las de los miembros no compensadores según el caso. Asimismo, se define una estructura de cuentas en la que cabe destacar la posibilidad de abrir cuentas individuales para un único cliente.

El régimen de garantías contempla las constituidas por posición (determinadas por el riesgo pendiente de liquidación en cada cuenta), la individual (que es un porcentaje de la anterior), la extraordinaria (que se constituirá en situaciones excepcionales de volatilidad) y la colectiva (fondo de garantía frente a incumplimientos, aportado por los miembros compensadores). Se prevé también la asignación de unos recursos propios específicos de la cámara de utilización necesariamente previa a la del fondo de garantía. Adicionalmente, se determina un límite máximo de riesgo intradía para cada miembro compensador, en el que se suman el límite de solvencia de la entidad y las garantías individual y extraordinaria ya aportadas. Sobrepasado este límite por la suma de los riesgos de todas las cuentas del miembro compensador, se exigirá una aportación adicional a la garantía individual.

Finalmente, se establecen unos procedimientos de prelación de garantías en caso de incum-

plimiento, según éste sea atribuido a un cliente, a un miembro no compensador o a uno compensador. En el caso de que la cámara se vea obligada al cierre de posiciones como consecuencia del incumplimiento de un miembro compensador general, el orden de ejecución de las garantías empieza por la de posición y se va extendiendo, en tanto el saldo continúe siendo deudor; a la extraordinaria, la individual, la aportación del miembro incumplidor a la garantía colectiva y cualquier otra constituida por éste. De ser insuficiente el importe de estas garantías para cubrir el incumplimiento, se aplicarán los recursos propios específicos la de la cámara, la garantía colectiva aportada por el resto de los miembros y, finalmente, los recursos propios de la cámara, excepto los recursos regulatorios mínimos.

El nuevo sistema de registro y liquidación, por su parte, continuará siendo de doble escalón pero basado en saldos, de manera que las entidades participantes serán responsables de los registros de detalle de sus clientes, mientras que el CSD (Iberclear) gestionará el registro central. Como en el caso de la entidad de contrapartida central, se contempla también la apertura de cuentas individuales.

El sistema llevará a cabo la liquidación de las instrucciones netas que le sean comunicadas por la cámara de contrapartida central (hasta ahora las operaciones venían en bruto de la plataforma de negociación), mediante un procedimiento de ciclos ejecutados cada dos horas. Adicionalmente, el sistema liquidará también en tiempo real las operaciones libres de pago así como operaciones bilaterales comunicadas por los participantes.

Para conservar los altos estándares de trazabilidad y seguridad que proporcionaban las antiguas referencias de registro (RR), el sistema se complementa con una interfaz de post-contratación (PTI) compuesta de dos módulos: un sistema de gestión y encaminamiento de información (PTI *Gate*) y una base de datos para almacenarla (PTI *Database*). Esta interfaz refuerza la capacidad de supervisión del sistema por parte de Iberclear al recoger datos relativos a las titula-



ridades de los valores junto con sus códigos de cuenta, así como los relativos a ejecuciones, compensaciones, liquidaciones y registro. Si a esto se le añade la estandarización de la llevanza de las cuentas de segundo escalón, el sistema supervisor cuenta con un instrumento de gran potencial para garantizar la seguridad del conjunto.

La gestión de incumplimientos en la liquidación de operaciones procedentes de una cámara de contrapartida central dependerá de las normas que cada una de ellas tenga establecidas al respecto. Iberclear se limitará a comunicar la incidencia y a esperar instrucciones. En cualquier caso, pondrá a disposición de las cámaras procedimientos de préstamo de valores que permitan hacer frente a estas situaciones.

## VI. OTROS FACTORES DETERMINANTES

Al conjunto de directivas y reglamentos anteriormente resumidos hay que añadir una serie de desarrollos que tendrán un impacto significativo en la configuración de las infraestructuras del mercado español, bien porque exigen la asignación de considerables recursos humanos y técnicos, bien porque condicionan la implementación de las normas citadas.

### TARGET 2 SECURITIES

Aunque es un proyecto que lleva unos años en su fase de desarrollo, conviene dedicar unas breves líneas a Target 2 Securities (T2S), una plataforma integrada que gestionará las cuentas de valores y efectivo (éstas a través de Target 2) de las entidades participantes en los depositarios adheridos a ella mediante un contrato de arrendamiento de servicios (*outsourcing*). El objetivo es poder liquidar operaciones realizadas entre participantes de distintos depositarios en una única plataforma, resolviendo así los problemas planteados hasta la fecha por la liquidación transfronteriza. El proyecto supone un enorme esfuerzo de armonización de las prácticas de mercado en Europa, aumentando con ello la eficiencia y optimizando

el coste de los procedimientos de liquidación, registro y custodia.

El sistema se implantará en sucesivas etapas, la primera de las cuales está prevista para el verano de 2015, y se completará en febrero de 2017 si se cumplen los plazos planificados. Para ilustrar las dimensiones e importancia del proyecto, baste decir que tiene un coste estimado de 400 millones de euros a los que hay que añadir el incurrido por cada uno de los 24 depositarios adheridos. De su importancia sistémica da cuenta el hecho de que, además de la liquidación de valores, los CSD procesan también las operaciones de política monetaria y de financiación intradía del Eurosistema.

### REESTRUCTURACIÓN Y RESOLUCIÓN

Finalmente, en la medida en que las infraestructuras de mercado quedan afectadas, haremos referencia a las iniciativas que, desde diversas instituciones, se vienen tomando con respecto a posibles marcos de reestructuración y resolución de instituciones financieras distintas de los bancos.

La Comisión Europea publicó una consulta en octubre de 2012<sup>31</sup> sobre un posible marco de reestructuración y resolución de instituciones financieras no bancarias en la que se ponía el acento en las cámaras de contrapartida central y, en menor medida, en los depositarios centrales de valores.

Con respecto a las CCPs, el punto de partida es el riesgo sistémico que pueden llegar a asumir como consecuencia de la obligación de compensación de los derivados OTC. En un escenario «optimista», en el que sólo un tercio de éstos estuviesen sujetos a la obligación, las cámaras estarían soportando un riesgo de más de 200 billones (españoles) de dólares. Si a ello se añade la exposición de estas infraestructuras a una variedad amplia de riesgos (liquidez, mercado, crédito, operativo, contraparte...), el efecto mul-

<sup>31</sup> Vid. Nota 14 *supra*.



tiplicador de la cancelación de posiciones y la capacidad de contagio derivada de las eventuales interconexiones, parece clara, en opinión de la Comisión, la necesidad de contar con un marco en que se garantice la continuidad de los servicios y la estabilidad del sistema. Conviene destacar que en un contexto de enorme carga de cumplimiento impuesta por EMIR a las CCPs, las obligaciones derivadas de este marco de resolución podrían resultar excesivas, por lo que éste debería ser cuidadosamente calibrado.

El panorama no se presenta tan oscuro para los depositarios, en los que únicamente se identifican los riesgos legal y operativo, a los que hay que añadir, obviamente, los vinculados a la actividad bancaria en aquellos casos en que el CSD preste este tipo de servicios.

La Comisión plantea en su consulta preguntas relativas al papel que deben desempeñar infraestructuras, usuarios y autoridades en el diseño de los planes de reestructuración y resolución, el tipo de sucesos que desencadenan la ejecución de estos planes, qué facultades deben asistir a las autoridades en el ejercicio de su función o las herramientas específicas a utilizar (reorganización, asignación de pérdidas, liquidación de los grupos, etcétera).

En los últimos meses se han publicado dos documentos sobre el marco de resolución de infraestructuras. El FSB ha actualizado sus recomendaciones<sup>32</sup> con una nueva versión que incluye algunas adicionales sobre intercambio de información, acuerdos transfronterizos, evaluaciones y planes de resolución, y las implicaciones contractuales relativas a los derechos estipulados en las cláusulas de cancelación anticipada. El Banco Internacional de Pagos, por su parte, ha publicado una guía<sup>33</sup> sobre recuperación de infraestructuras de mercado en la que se detallan los elementos que deben recoger los planes de

reestructuración (servicios críticos, escenarios de tensión, desencadenantes de los planes, herramientas de recuperación, interconexiones con otras infraestructuras...), el papel de las autoridades en la evaluación, puesta en marcha y supervisión de los procedimientos de recuperación o la gestión de las pérdidas no cubiertas o los estrangulamientos de liquidez.

## VII. CONCLUSIONES

Las infraestructuras de mercado son instituciones financieras que gestionan una parte considerable del riesgo del sistema. Durante la reciente crisis financiera han dado unas pruebas de robustez y eficiencia que han contribuido a amortiguar en gran medida los efectos devastadores producidos en otras instituciones. No obstante lo anterior, las recomendaciones del G20 han desencadenado una intensa labor reguladora en la que cámaras de contrapartida central y depositarios centrales de valores han quedado sujetos a una tupida red de normas que aumentarán considerablemente sus obligaciones de cumplimiento, con todos los costes que ello lleva aparejado.

Las distintas características de cada una de estas entidades, sus diversas ofertas de servicios, sus variados tamaños y, en suma, la desigual amenaza que pueden suponer para el sistema financiero, hacen aconsejable una aplicación calibrada, flexible y acompasada en el tiempo de las nuevas normas.

Es imprescindible, en beneficio de la seguridad del conjunto, que los pasos dados hacia la armonización y la competencia vayan acompañados de mecanismos de control que garanticen un funcionamiento ordenado de las infraestructuras de mercado, algo que hasta la fecha ha sido una característica reconocida de los sistemas financieros europeos.

<sup>32</sup> *Key attributes of effective resolution regimes for financial institutions*, FSB. Octubre 2011 actualizada en octubre de 2014.

<sup>33</sup> *Recovery of financial market infrastructures*.



### **3. SERVICIOS BANCARIOS**







# CONVERGENCIA REGULATORIA Y SUPERVISIÓN ÚNICA

**Francisco Uría**  
**Abogado del Estado-excedente**  
**Socio responsable de sector financiero en KPMG**

## 1. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera internacional que comenzó en el verano del año 2007 y mostró sus más devastadores efectos a partir de octubre del año siguiente fue debida a un conjunto de causas sobre las que, poco a poco, va alcanzándose un cierto consenso internacional<sup>1</sup>.

Una de las causas principales de la crisis, sobre la que existe unanimidad entre los autores que se han ocupado ya del tema, es la inadecuada ponderación y gestión del riesgo realmente contraído por las entidades y, como consecuencia de lo anterior, la infracapitalización de las entidades.

En efecto, siendo la cifra de capital regulatorio una cifra dependiente del volumen de activos ponderados por riesgo de las entidades, esa inadecuada medición y ponderación de los riesgos llevó a que no pocos bancos internacionales –algunos sistémicos– no dispusieran de los niveles de capital que hubieran sido necesarios para

afrontar las pérdidas que inevitablemente iban a producirse.

No sólo se trataba de una cuestión cuantitativa. Lo cierto es que, entre los componentes admitidos como capital en la versión entonces vigente de la regulación financiera internacional en la materia (Basilea II), se encontraban instrumentos y activos que, a la hora de la verdad, se revelaron incapaces para cumplir la auténtica función del capital: posibilitar la asunción de pérdidas, lo que en el caso de las entidades sistémicas ha llevado a un debate adicional sobre ese concepto en el foro del G-20<sup>2</sup>.

Al margen de las cuestiones relacionadas con los elementos cuantitativos y cualitativos de recursos propios de las entidades de crédito, otra de las lecciones de la crisis, particularmente clara en el caso de algunas entidades (Northern Rock podría ser un ejemplo), fue la ausencia de niveles de liquidez suficientes como para afrontar un contexto de dificultades en los mercados. Obviamente, este problema era más relevante en aquellas entidades cuyo modelo de negocio descansaba más en la captación de capital en los mercados que en la generación de recursos a través de la vía tradicional de la captación de depósitos. La tradicional ratio entre nivel de depósitos y nivel

---

<sup>1</sup> Por citar solamente algunos ejemplos, y al margen de los numerosos informes publicados por distintas instituciones públicas y privadas podrían señalarse: Stiglitz, J. *Freefall: America, free markets and the sinking of the world economy*, Nueva York 2010, WW. Norton &Company; Krugman P. *The return of depression. Economics and the crisis of 2008*. Nueva York, 2009, WW. Norton &Company; De la Dehesa, G. *La primera gran crisis financiera del siglo XXI: Orígenes, detonantes, efectos, respuestas y remedios*. Libros singulares (Alianza). Madrid, 2014.; De Juan, A. Uría, F. y Barrón, I. *Anatomía de una crisis*. Ed. Deusto-Planeta, Madrid 2013, *La crisis de la Economía española. Lecciones y propuestas*. Fedea.

---

<sup>2</sup> Me refiero al debate sobre el «T-LAC» (hace referencia a la capacidad de absorción de pérdidas de los activos en el balance de las entidades sistémicas) incluido en la agenda de la cumbre del G-20 de Brisbane.



de crédito se mostró, sin duda, como un elemento esencial al que las entidades y sus supervisores habrían de prestar mayor atención en el futuro.

Por último, se ha tratado también, y no en menor medida, de una crisis de sobreendeudamiento, lo que posiblemente ha afectado a todos los agentes económicos, públicos y privados (Administraciones Públicas, empresas y familias) pero también a las propias entidades de crédito que alcanzaron niveles de apalancamiento excesivos que, en sí mismos considerados, constituían una debilidad, obviamente muy relacionada con la cuestión de la liquidez a que acaba de hacerse referencia.

## **2. LA RESPUESTA A LA CRISIS FINANCIERA DESDE LA REGULACIÓN INTERNACIONAL**

El diagnóstico frente a la crisis que, de forma muy sucinta, se ha realizado en el apartado anterior, explica la agenda de la reforma de la regulación financiera internacional. La nueva regulación se ha constituido desde un axioma político: que una crisis como la que hemos padecido no vuelva a producirse y que, en todo caso, los problemas del sector financiero puedan resolverse por las propias entidades y nunca más recurriendo a los recursos públicos (el dinero del contribuyente, como suele decirse).

En mi opinión, y soy consciente de que se trata de un juicio arriesgado, toda la legislación financiera aparecida desde el año 2008 responde a ese axioma político: se elevan los ratios de capital (especialmente en el caso de las entidades sistémicas globales), se exige más liquidez y se prohíbe el sobreendeudamiento de las entidades, se penalizan las actividades más arriesgadas, en algunas jurisdicciones se separan las actividades de mayor riesgo de las entidades que captan los depósitos o se prohíbe a estas últimas desarrollar determinadas actividades financieras y, por último, y como culminación de todo lo anterior, se establecen las reglas del «bail in» en cuya virtud son los accionistas y acreedores privados quienes soportan en primera instancia las pérdidas y los

costes derivados de la crisis de una entidad, le siguen fondos de resolución dotados por las propias entidades y sólo en última instancia pueden comprometerse fondos públicos, y forma tan excepcional como limitada.

Guiada políticamente desde el G-20 y su brazo ejecutor, el Financial Stability Board, y materializada a través del trabajo del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, la reforma de la regulación financiera internacional ha tratado de dar respuesta, punto por punto, a las debilidades evidenciadas durante la crisis de la regulación anteriormente vigente y, por ello, se ha centrado especialmente en capital, liquidez, endeudamiento, repercusión y resolución. En lo que respecta a recuperación y resolución de las entidades de crédito (yESIS), no lo abordamos en este trabajo, ya que es objeto de tratamiento específico en otros apartados de esta obra sin perjuicio de que otros aspectos colaterales, y no menos importantes, hayan sido también objeto de atención por unos y otros reguladores, como la calidad del gobierno corporativo, la gestión del riesgo o las políticas retributivas de las entidades.

Concretamente, los trabajos de reforma de la regulación financiera internacional se centraron en la revisión del marco regulatorio hasta entonces vigente, los conocidos como «acuerdos de Basilea II» para reforzar aquellos aspectos que, en las áreas comentadas, se habían revelado como necesitados de corrección o mejora.

Siendo cierto lo anterior, no debe sin embargo magnificarse la importancia de esas debilidades ni su efecto causal sobre la crisis puesto que, en el momento en que ésta comenzó a evidenciarse y mucho más aún cuando se generaron las causas que la provocaron, los acuerdos de Basilea II habían tenido una aplicación efectiva muy limitada, especialmente en Estados Unidos, si bien es cierto que la propia expectativa de su entrada en vigor, con el cambio que supuso en la forma de determinación de los niveles de capital de las entidades, pudo haber contribuido a un «ambiente intelectual» proclive a la relajación en el cumplimiento de los estándares en este ámbito.



En todo caso, los acuerdos de Basilea III no nacieron con la vocación de sustituir a los previamente vigentes, sino de modificarlos en el sentido apuntado, de modo que bien puede hablarse de una cierta línea de continuidad entre ambos bloques normativos, a pesar de la importancia de los cambios que se han introducido.

De este modo, y con independencia de lo que seguidamente se dirá, se mantiene la estructura en tres pilares (los ya famosos «Pilar Uno» –requerimientos mínimos de capital regulatorio, «Pilar II» –Revisión del nivel de capital por parte del supervisor– y «Pilar III» –divulgación al mercado de la información con relevancia prudencial, también conocida como «disciplina de mercado»).

La reforma introducida a través de los acuerdos de Basilea III perseguía tres objetivos<sup>3</sup>:

- mejorar la capacidad del sector bancario para afrontar perturbaciones ocasionadas por tensiones financieras o económicas de cualquier tipo,
- mejorar la gestión de riesgos y el buen gobierno de los bancos,
- reforzar la transparencia y la divulgación de información de los bancos.

No cabe duda de que, siendo relevante la reforma introducida en materia de capital, en su doble vertiente cuantitativa y cualitativa, la nueva regulación de la liquidez de las entidades de crédito implicó grandes novedades de la reforma regulatoria internacional.

El documento reconoce que, durante la crisis, existieron bancos que «pese a mantener niveles adecuados de capital, se vieron en dificultades por no gestionar su liquidez de forma prudente» y, por ello, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea prestó atención a esta relevante cuestión ya desde el año 2007.

De hecho, el documento de 2013 vino precedido de la publicación en el año 2008 de un

documento igualmente relevante: «Principios para la adecuada gestión y supervisión del riesgo de liquidez»<sup>4</sup> que ya establecían reglas para la adecuada gestión del riesgo de liquidez en las entidades de crédito.

La regulación de 2013 fue más allá, estableciendo un sistema de doble estándar de liquidez financiera: el «Coeficiente de cobertura de liquidez» (LCR) referido a la posición de liquidez a corto plazo de la entidad, desarrollado en el propio documento, y el «Coeficiente de financiación estable neta» (NSFR), no desarrollado en el documento y complementario del anterior.

La intención del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea es la de que el primer coeficiente pueda ser una realidad, aplicada efectivamente a las entidades en todo el mundo, a partir del principios de año y que el segundo coeficiente pueda convertirse en el nuevo estándar mínimo a partir del 1 de enero de 2018.

Siendo en su conjunto compleja la regulación del ratio de liquidez, especialmente por la novedad de la materia, es lo cierto es que la complejidad –y el debate– aumentó considerablemente cuando se habló de garantizar la liquidez a medio y a largo plazo, lo que explica el diferente calendario aplicado a cada uno de los dos coeficientes.

La clave de la nueva regulación consiste en la exigencia de que los bancos dispongan de un fondo o «colchón» de activos líquidos de alta calidad (HQLA) y libres de cargas, que puedan ser utilizados mediante su venta inmediata en los mercados (menos de 30 días naturales) para afrontar situaciones de tensión de liquidez.

Una vez aprobados estos documentos, comenzó el período para que los reguladores de todo el mundo los incorporasen a sus propias normativas ya que, como es conocido, los acuerdos de Basilea no tienen eficacia imperativa directa para los Estados o las entidades de crédito sino que es necesaria su incorporación a la legislación nacio-

<sup>3</sup> Véase el apartado dedicado a Basilea III en la página web del Banco Internacional de Pagos de Basilea: [www.bis.org](http://www.bis.org).

<sup>4</sup> [www.bis.org/publ/bcbs144\\_es.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs144_es.pdf)



nal de cada país a través de los instrumentos normativos que sean adecuados en cada caso.

### 3. LA EVOLUCIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE SOLVENCIA EN EUROPA

Los acuerdos de Basilea III, como ya había sucedido previamente con los acuerdos anteriores, se incorporarían a los ordenamientos jurídicos de la Unión Europea no de forma directa sino previa su incorporación a normas europeas que, a su vez, habrían de transponerse (en el caso de la Directiva) o aplicarse directamente (en el caso de los Reglamentos) en cada uno de los Estados miembros.

Este ejercicio de incorporación fue, desde el comienzo, distinto al que se había producido tradicionalmente, basado en la utilización de Directivas que, sin perjuicio de su finalidad armonizadora, dejaban a los legisladores nacionales una amplia capacidad de decisión a la hora de realizar la transposición, de modo que los acuerdos de Basilea II habían sido objeto de un número superior al centenar de «discrecionalidades nacionales», perdiéndose así buena parte de la vocación homogeneizadora de la norma.

A fin de evitar que algo así volviera a suceder, dando lugar a situaciones de asimetría regulatoria y de abierta ventaja competitiva para las entidades de crédito que operaban en los territorios de regulación financiera más laxa, se optó por un esquema de transposición distinto en el que no sólo se redujeron muy considerablemente los aspectos en que los legisladores nacionales podrían establecer singularidades sino que, sobre todo, se dividió la nueva regulación entre un Reglamento, de aplicación directa e inmediata en los Estados –y, por tanto, instrumento normativo al servicio de la mayor armonización regulatoria– y una Directiva, ésta sí necesitada de transposición a través de normas nacionales.

Se trata, por un lado, del Reglamento (UE) n° 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las

empresas de servicios de inversión y por el que se modifica el Reglamento (UE) n° 648/2012 (en lo sucesivo, «CRR»), y, por otro, de la Directiva 2013/36/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE (en adelante, CRD IV).

El ámbito objetivo de estas disposiciones es más ambicioso que el de la regulación internacional de procedencia, toda vez que se han aprovechado estas normas para redondear el régimen aplicable a cuestiones tan esenciales como las políticas retributivas de las entidades de crédito, ámbito en el que la Unión Europea ha avanzado más que otros reguladores y supervisores internacionales.

Este distinto alcance se ha evidenciado también –e incluso en mayor medida– con ocasión de la transposición de estas normas al derecho español.

La transposición del «paquete CRD IV», integrado por la Directiva y el Reglamento anteriormente mencionados, al ordenamiento español se ha producido a través de dos normas distintas.

En un primer momento, se promulgó el Real Decreto-Ley 14/2013, de 29 de noviembre, de Medidas Urgentes para la Adaptación del Derecho Español a la normativa de la Unión Europea en materia de supervisión y solvencia de las entidades de crédito y, posteriormente, se ha aprobado la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (en adelante «LOSS» o «Ley 10/2014», indistintamente) y su posterior desarrollo reglamentario.

La Ley 10/2014 va mucho más allá que las normas internacionales y europeas de procedencia puesto que, al margen de efectuar su obligada transposición a nuestro derecho, racionaliza y simplifica el régimen general de las entidades de crédito en España, refundiendo en un único texto



normativo las principales leyes lo contenían, que quedan derogadas por la nueva Ley.

De este modo, la nueva Ley ha derogado normas tan tradicionales en nuestro derecho como la Ley de Ordenación Bancaria de 31 de diciembre de 1946, la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, por limitarnos a las normas más relevantes.

Al margen de lo anterior (y fuera, por tanto, de los límites del presente trabajo) la LOSS puede calificarse como una norma «dual» por cuanto, además de su referida incidencia en la ordenación y disciplina bancaria, realiza también una reforma relevante de la Ley del Mercado de Valores para adaptar el régimen de las empresas de inversión a la nueva normativa internacional, en parte contenida en las normas europeas de referencia.

Este ejercicio de transposición, que poco a poco va produciéndose en el conjunto de la Unión Europea, tendrá que completarse con las normas que, sucesivamente, vayan elaborándose en el seno de la Autoridad Bancaria Europea, al amparo de las competencias que le atribuye el Reglamento (UE) N° 1093/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), se modifica la decisión n° 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/78/CE de la Comisión.

El panorama resultante representa un claro avance en la armonización y homogeneidad de las normas europeas en materia de recursos propios de las entidades de crédito, limitando de forma significativa, y en la línea ya mencionada, las capacidades de los Estados Miembros de tomar decisiones propias en ámbitos distintos de los estrictamente previstos en las propias normas lo que, sin duda, constituía un requisito fundamental para que pudiera plantearse la existencia de un mecanismo único de supervisión bancaria,

como el que se analizará en el apartado siguiente de este trabajo.

De no haberse producido esta evolución en la regulación financiera europea la supervisión única para las entidades de crédito de un buen número de Estados no hubiera sido posible en la práctica dada la extrema dificultad de aplicar normas distintas por parte de un solo supervisor.

Por esta razón, bien podría afirmarse que la armonización de la regulación financiera europea fue la condición necesaria –aunque no suficiente– para la creación del mecanismo único de supervisión bancaria en Europa.

#### 4. LA CONSTRUCCIÓN DEL MECANISMO ÚNICO DE SUPERVISIÓN BANCARIA

La armonización de la regulación financiera no era, sin embargo, suficiente y la evolución de la crisis en Europa presentó caracteres propios, especialmente en relación con los países del Sur de Europa, llegando a convertirse, a partir del verano de 2011 y hasta el término del verano año 2012 en una auténtica «crisis de deuda».

La Unión Bancaria Europea dio sus primeros pasos formales en ese contexto, en junio de 2012, coincidiendo con un momento muy difícil en los mercados, una situación de fragmentación financiera en la Eurozona seguramente impropia de una Unión Monetaria y como paso político obligado tras las valientes palabras de Mario Dragui en defensa del euro<sup>5</sup>.

Sin duda, no fue casual que fuera así. El proyecto político de la Unión Bancaria nació de la necesidad de evidenciar la ruptura entre riesgo soberano y balances bancarios.

La Unión Bancaria se componía de tres pilares fundamentales:

- Un mecanismo único de supervisión

<sup>5</sup> «El BCE hará lo necesario para sostener el euro. Y, créame, eso será suficiente» pronunciadas en una conferencia en Londres el 26 de julio de 2012.



- Un mecanismo único de resolución bancaria, tratado en otro apartado de esta obra
- Un mecanismo europeo de garantía de depósitos

Sin embargo, al no lograrse al final de la legislatura europea (mayo 2014) más que los dos primeros objetivos, limitándose el avance en cuanto a los mecanismos de protección de depósitos a la aprobación de una Directiva de armonización de los mecanismos nacionales preexistentes<sup>6</sup>, ha tendido a sustituirse este tercer pilar por otros como, por ejemplo, «la armonización regulatoria y de las prácticas de supervisión». No obstante, y en honor a la verdad, los documentos de la Comisión Europea de aquella época evidencian que el auténtico objetivo era la consecución de una Unión Bancaria con esos tres componentes finalmente no alcanzados en su plenitud.<sup>7</sup>

Desde un primer momento, fue evidente que el avance en la construcción del mecanismo único de supervisión podría ser más rápido que en los dos otros componentes de la Unión Bancaria y, por ello, ya en julio de 2012, pudieron adoptarse los necesarios acuerdos políticos por el Eurogrupo<sup>8</sup> y por el Consejo Europeo<sup>9</sup>.

---

<sup>6</sup> Directiva 2014/49/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, relativa a los sistemas de garantía de depósitos.

<sup>7</sup> «Hacia una auténtica Unión Económica y Monetaria. Informe del Presidente del Consejo Europeo Herman Van Rompuy». Bruselas, 26 de junio de 2012. EUCO 120/12. Presse 296. PR PCE 102.

<sup>8</sup> En la declaración formal (statement) resultante de la reunión del Eurogrupo de 29 de junio se indicó lo siguiente: «In order to break the vicious circle between banks and sovereigns, technical discussions on the future ESM direct bank recapitalisation instrument will also start in September so that the ESM could, following a regular decision, have the possibility to recapitalise banks directly once an effective single supervisory mechanism is established».

<sup>9</sup> En la declaración de la Cumbre de la Zona del Euro de 29 de junio de 2012 (Bruselas, 30 de junio de 2012) se incluyó el siguiente compromiso político: «Afirmamos que es imperativo romper el círculo vicioso entre bancos y emisores soberanos. La Comisión presentará en breve propuestas relativas a un mecanismo único de supervisión basadas en el artículo 127, apartado 6. Pedimos al Consejo que estudie estas propuestas con carácter urgente antes de finales de 2012. Cuando se establezca un mecanismo único y efectivo de supervisión de los bancos de la zona del euro, en el que participe el Banco Central Europeo, el Mecanismo

de Estabilidad (MEDE) podría, siguiendo sus procedimientos normales de decisión, tener la posibilidad de recapitalizar directamente los bancos. Tal posibilidad se basaría en la condicionalidad adecuada, incluido el cumplimiento» de las normas sobre ayudas públicas, que debería ser específica de cada entidad, específica de cada sector o a escala de toda la economía y se formalizaría en un Memorando de Acuerdo.

En cumplimiento del mandato recibido, la Comisión Europea hizo públicas sus propuestas normativas para el establecimiento del mecanismo único de supervisión que consistían en dos propuestas de Reglamento. Uno, de nuevo cuño, que atribuiría al Banco Central Europeo relevantes funciones en el ámbito de la supervisión bancaria de los bancos de la Eurozona, incluida la supervisión directa de entidades, y otro que modificaba el Reglamento 1093/2010 por el que se creó la Autoridad Bancaria Europea para acomodarlo a la situación derivada del establecimiento de un mecanismo único de supervisión.

Tras diversos ajustes, el 13 de diciembre de 2012 se alcanzó un acuerdo político en el Consejo para avanzar en el proceso legislativo respecto de ambas normas, matizando el alcance objetivo de la supervisión directa del BCE (para reducirlo) y asegurando la separación entre las funciones «monetarias» y de «supervisión bancaria» en el Banco Central Europeo, lo que obligó a modificar su arquitectura institucional.

El último paso fue acomodar el nuevo rol del Banco Central Europeo al principio de control democrático de las instituciones europeas, lo que fue objeto de largas negociaciones con el Parlamento Europeo que concluyeron con el Acuerdo Interinstitucional de noviembre de 2013<sup>10</sup>, básicamente dedicado a establecer los procedimientos de control y acceso a la información por parte del Parlamento Europeo, tratando de hacerlo compatible con la necesaria confidencialidad de la información bancaria.

---

Europeo de Estabilidad (MEDE) podría, siguiendo sus procedimientos normales de decisión, tener la posibilidad de recapitalizar directamente los bancos. Tal posibilidad se basaría en la condicionalidad adecuada, incluido el cumplimiento» de las normas sobre ayudas públicas, que debería ser específica de cada entidad, específica de cada sector o a escala de toda la economía y se formalizaría en un Memorando de Acuerdo.

<sup>10</sup> «Interinstitutional Agreement between the European Parliament and the European Central Bank on the practical modalities of the exercise of democratic accountability and oversight over the exercise of the tasks conferred on the ECB within the framework of the Single Supervisory Mechanism». Diario Oficial de la Unión Europea de 30 de noviembre de 2013 (L320/1). Actos no legislativos. Acuerdos Internacionales.



Tras esa larga tramitación, se aprobaron las dos propuestas de referencia:

- El Reglamento 1024/2013, del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al Banco Central Europeo competencias específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y
- El Reglamento 1022/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2013, que modifica el Reglamento (UE) nº 1093/2010, por el que se crea una Autoridad Europea de supervisión (Autoridad Bancaria Europea), en lo que se refiere a la atribución de funciones específicas al BCE en virtud del Reglamento (UE) nº 1024/2013.

A partir de la entrada en vigor de estas normas, se inició la cuenta atrás para la implementación del nuevo mecanismo de supervisión bancaria europea, que tuvo lugar, de acuerdo con el Reglamento 1024/2012 « a más tardar el 4 de noviembre de 2014» con sujeción a las disposiciones y medidas de ejecución que figuran en el propio Reglamento.

Desde entonces, el Banco Central Europeo ha estado dedicado a varias tareas de gran importancia:

- a) El proceso de construcción de su nueva organización supervisora, procediendo al nombramiento de las nuevas autoridades de supervisión y realizando el reclutamiento del personal directivo y técnico necesario para dotarse de las capacidades supervisoras de las que hasta entonces había carecido.
- b) La aprobación de la normativa necesaria para el funcionamiento del Mecanismo Único de Supervisión, básicamente constituida por el Reglamento (UE) 468/2014, del Banco Central Europeo, de 16 de abril de 2014, por el que se establece el marco de cooperación en el Mecanismo Único de Supervisión entre el BCE y las autoridades nacionales competentes y con las autoridades nacionales designadas (conocido como Reglamento Marco del MUS).
- c) La elaboración de un Manual de Supervisión que sería utilizado como instrumento

fundamental de la supervisión bancaria en el Mecanismo Único de Supervisión no sólo en relación con los más de 120 bancos bajo supervisión directa del Banco Central Europeo sino sobre todos los bancos de la Eurozona.

- d) La elaboración de una guía sobre la supervisión en el SSM que servirá para dar a conocer los elementos fundamentales de la nueva supervisión.
- e) La ejecución de un análisis integral de la situación de las entidades sujetas a sus nuevas competencias supervisoras conocido como «comprehensive assessment»<sup>11</sup> y la cooperación con la Autoridad Bancaria Europea en el desarrollo del test de estrés realizado en el año de 2014 y cuyos resultados fueron publicados conjuntamente con los del proceso de revisión de activos (asset Quality review) antes del inicio de la nueva supervisión directa por parte del Banco Central Europeo.

El proceso de revisión se realizó en tres fases: la de análisis de riesgos (Risk assessment) desarrollada entre noviembre de 2013 y febrero de 2014, un análisis de los activos y el balance de las entidades (asset quality review o balance sheet assessment) que tuvo lugar entre marzo y julio de 2014 y un stress test, ejecutado primordialmente por la Autoridad Bancaria Europea en virtud de sus propias competencias a lo largo del verano y hasta la publicación final de los resultados.

Con independencia de los resultados del proceso de revisión de balances, debe destacarse que, el proceso desarrollado fue capaz de provocar ya efectos muy relevantes en cuanto a la recapitalización de las entidades y que, por otra parte, y en una dimensión más cualitativa, las debilidades evidenciadas por los bancos a lo largo del proceso de revisión serán sin duda muy tenidas en cuenta por los equipos conjuntos de supervisión.

---

<sup>11</sup> <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/notecomprehensiveassessment201310en.pdf>



En todo caso, y una vez conocidos los resultados, los bancos que mostraron debilidades de capital, bien en el Asset Quality Review o en el test de estrés, dispondrán de algunos meses (entre seis y nueve) para incrementar sus niveles, correspondiendo el plazo más corto al período en que deberán alcanzar el nivel resultante del AQR (al fin y al cabo, una debilidad de capital a 31 de diciembre de 2014 implicaría un incumplimiento potencial de los niveles de capital regulatorio con lo que la corrección de la situación debería ser inmediata) y el más largo a los efectos derivados del test de estrés (que, obviamente, no tiene el mismo carácter).

A pesar de la importancia de las nuevas funciones del BCE, es importante matizar que los supervisores nacionales conservarán competencias muy relevantes en el ámbito de la supervisión bancaria que, al margen del listado de funciones que seguidamente se expondrá, básicamente implican la supervisión directa de las entidades menos relevantes, la colaboración con el Banco Central Europeo (a través de los equipos conjuntos de supervisión o «joint supervisory teams») en la supervisión de los bancos más relevantes y la ejecución de un conjunto de competencias propias que afectan indistintamente a todos los bancos de la Zona euro.

Concretamente, las funciones de los supervisores nacionales (en nuestro caso, del Banco de España), tal y como se establecen en el artículo 4 del Reglamento 1024/2013, son las siguientes:

- a) autorizar a las entidades de crédito y revocar la autorización de las entidades de crédito a reserva de lo dispuesto en el artículo 14 del Reglamento;
- b) llevar a cabo las funciones que corresponderían a la autoridad competente del Estado miembro de origen según el Derecho aplicable de la Unión, en relación con las entidades de crédito establecidas en un Estado miembro participante que deseen establecer una sucursal o prestar servicios transfronterizos en un Estado miembro no participante;
- c) evaluar las notificaciones de adquisición y de venta de participaciones cualificadas en entidades de crédito, salvo en caso de resolución de una entidad bancaria, y a reserva de lo dispuesto en el artículo 15 del Reglamento;
- d) velar por el cumplimiento de los actos a los que hace referencia en el artículo 4, apartado 3, párrafo primero del Reglamento, que imponen requisitos prudenciales a las entidades de crédito en materia de fondos propios, titulización, limitación de grandes exposiciones, liquidez, apalancamiento, y notificación y publicación de información sobre estas cuestiones;
- e) garantizar el cumplimiento de los actos mencionados en el artículo 4, apartado 3, párrafo primero del Reglamento, que imponen a las entidades de crédito requisitos de implantación de estructuras sólidas de gobernanza, incluidos requisitos de idoneidad de las personas responsables de la gestión de las entidades de crédito, procesos de gestión de riesgos, mecanismos internos de control, y políticas y prácticas de remuneración, y procesos internos eficaces de evaluación de la adecuación del capital, en particular modelos basados en calificaciones internas;
- f) llevar a cabo revisiones supervisoras –que incluyan, si procede en coordinación con la ABE, la realización de pruebas de resistencia y la posible publicación de sus resultados– para determinar si las estructuras, estrategias, procesos y mecanismos establecidos por las entidades de crédito y los fondos propios de dichas entidades garantizan una gestión y cobertura adecuadas de sus riesgos, y, sobre la base de ese proceso de revisión supervisora, imponer a las entidades de crédito requisitos específicos de fondos propios adicionales, requisitos específicos de publicación, requisitos específicos de liquidez y otras medidas en los casos en que el Derecho aplicable de la Unión permita expresa-





mente a las autoridades competentes intervenir en ese sentido;

- g) proceder a la supervisión en base consolidada de las empresas matrices de entidades de crédito establecidas en uno de los Estados miembros participantes, incluidas las sociedades financieras de cartera y las sociedades financieras mixtas de cartera, y participar en la supervisión en base consolidada, en particular en los colegios de supervisores, sin perjuicio de la participación en dichos colegios, en calidad de observadores, de las autoridades nacionales competentes, en relación con las empresas matrices no establecidas en uno de los Estados miembros participantes;
- h) participar en la supervisión adicional de los conglomerados financieros en relación con las entidades de crédito que formen parte de ellos y asumir la función de coordinador cuando el BCE sea nombrado coordinador para un conglomerado financiero, de conformidad con los criterios establecidos en el Derecho aplicable de la Unión;
- i) realizar funciones de supervisión en relación con los planes de recuperación y la intervención temprana cuando una entidad de crédito o un grupo respecto del cual el BCE sea el supervisor en base consolidada incumpla o vaya a incumplir probablemente los requisitos prudenciales aplicables, y, únicamente en los casos en que el Derecho aplicable de la Unión estipule explícitamente la intervención de las autoridades competentes, en relación con los cambios estructurales que han de introducir las entidades de crédito para evitar dificultades financieras o impagos, con exclusión de toda atribución en materia de resolución.

En relación con las entidades de crédito establecidas en un Estado miembro no participante que establezcan una sucursal o presten servicios transfronterizos en un Estado miembro participante, el BCE ejercerá aquellas de las funciones enumeradas en el apartado 1 que sean compe-

tencia de las autoridades nacionales competentes de conformidad con el Derecho aplicable de la Unión.

Respecto a la nueva supervisión, es importante destacar que el Mecanismo de Supervisión es realmente único, de modo que todos los bancos de la Euro zona se encuentran comprendidos en el mismo. En unos casos, la supervisión se realiza directamente por el Banco Central Europeo, con la colaboración de las autoridades nacionales competentes, y en el resto de los bancos la supervisión continúa correspondiente a los supervisores nacionales, si bien bajo la supervisión indirecta del Banco Central Europeo que podrá «avocar» la supervisión directa de cualquier entidad en todo momento.

Pieza clave para la nueva supervisión son los equipos de supervisión conjunta, dirigidos por un coordinador designado por el Banco Central Europeo, auxiliado por un subcoordinador en principio designado por la/s autoridades nacionales competentes, aunque también podrán existir subcoordinadores del Banco Central Europeo. Forman parte de los equipos tanto profesionales del BCE como de los Estados en que el grupo supervisado tenga una presencia relevante.

Esos equipos de supervisión dependen de dos direcciones generales encargadas de la supervisión microprudencial (las Direcciones Generales I y II) a las que, en última instancia, les corresponde también una función de revisión de las propuestas que los equipos pretendan elevar al Consejo de Supervisión.

Existen otras dos Direcciones Generales. La Dirección General III, encargada de la supervisión indirecta de las entidades menos significativas y la Dirección General IV, una Dirección transversal que se ocupa de cuestiones horizontales y de la que pueden partir iniciativas supervisoras e, incluso, decisiones de supervisión in situ.

Por encima de esta organización operativa se sitúa el Consejo de Supervisión, que adoptará las decisiones fundamentales en materia supervisora que tendrán la forma de propuestas que se elevarán para su aprobación formal



por el Consejo de Gobierno del BCE. La discrepancia de este último –realmente excepcional– dará lugar a un proceso de revisión independiente.

Se consagra, de este modo, el principio de independencia entre las funciones de política monetaria y supervisión dentro del BCE.

En cuanto a la supervisión propiamente dicha, se tratará de una supervisión ajustada a los más altos estándares regulatorios (Comité de Supervisión del Banco Internacional de Pagos de Basilea y Autoridad Bancaria Europea) y a las mejores prácticas supervisoras internacionales, y que tratará de conjugar varios principios no siempre fáciles de conciliar: homogeneidad, igualdad de trato, proporcionalidad y actividad supervisora mínima.

El foco principal de la nueva supervisión estará puesto en el nivel de riesgo de las entidades y, para ello, éstas serán clasificadas (en un ejercicio de «risk assessment») en cuatro niveles desde el mínimo hasta el crítico, relacionado este último con situaciones de crisis o emergencia. En función del perfil de la entidad, la intensidad de la supervisión será menor o mayor, de modo que el riesgo, junto con el tamaño de la entidad y su carácter sistémico se convertirán en elementos fundamentales para el juego del señalado principio de proporcionalidad, la nueva supervisión, además implica una agenda y prioridades radicalmente nuevas incluyendo aspectos como la revisión del Gobierno Corporativo y del modelo de negocio de las entidades, que revestirán una gran importancia.

## **5. EL «SINGLE RULE BOOK» DE LA AUTORIDAD BANCARIA EUROPEA**

La puesta en funcionamiento del mecanismo único de supervisión debe considerarse muy positiva tanto para el conjunto del proyecto europeo, el reforzamiento del euro, la economía de los países de la Eurozona y también para sus bancos, incluidos los bancos españoles.

El único aspecto que suscitaba dudas sobre el proceso derivaba del riesgo de heterogeneidad

en el tratamiento regulatorio y supervisor respecto de los bancos de los Estados de la Zona euro y los restantes bancos europeos e, incluso, entre los primeros, el riesgo de que existieran diferencias entre los bancos directamente supervisados por el BCE y los que se mantengan bajo la supervisión de las autoridades nacionales competentes.

Para minimizar estos riesgos, el proceso de elaboración de las nuevas normas europeas sobre solvencia (CRR/CRD IV) y su desarrollo a través de la Autoridad Bancaria Europea han tratado de reducir al mínimo las discrecionalidades nacionales anteriormente existentes, apostando claramente por la armonización regulatoria en Europa.

Así, la Autoridad Bancaria Europea ha emprendido una meritoria tarea de armonización de las prácticas y estándares de interpretación y aplicación de la nueva regulación financiera a través de la aprobación de comunicaciones de clara finalidad armonizadora como, sobre todo, en la construcción del ya famoso «single rule book», de no fácil traducción al castellano, y al que lleva dedicando su trabajo en los últimos meses con vocación de concluirlo a corto plazo.

El «single rulebook» es una expresión acuñada por el Consejo Europeo en el año 2009 para referirse a la necesidad de asegurar la homogeneidad de la regulación financiera en la Unión Europea como forma de garantizar la consecución de un auténtico mercado interior de servicios financieros.

En particular, se trataba de evitar que la flexibilidad derivada del marco jurídico elegido para la transposición de los acuerdos de Basilea III, al utilizar no sólo un Reglamento sino también una Directiva necesitada de transposición a los ordenamientos nacionales, pudiera dar lugar a la existencia de distorsiones competitivas entre las entidades financieras europeas.

Ello no implica suprimir absolutamente toda posibilidad de actuación individual por parte de los Estados Miembros. Puesto que los ciclos económicos y los riesgos macroeconómicos pueden evolucionar de forma o en momentos distintos entre ellos, la Directiva atribuye a las autoridades nacionales de solicitar la elevación de los niveles



de capital de las entidades para afrontar esas circunstancias específicamente locales.

En el caso español esto podría ser particularmente relevante, dado el comportamiento tradicionalmente cíclico del comportamiento de nuestra economía (que viene alternando fases de elevado crecimiento con otras de desaceleración y relevante destrucción de empleo, como la que estamos comenzando a superar en estos momentos) y, sobre todo, por la exposición tradicional del sector financiero español al sector inmobiliario, por otra parte relevante para la economía española en términos de PIB.

Estas capacidades complementarían las potestades que corresponden a las autoridades en el marco del Pilar 2, de modo que, igualmente, pudieran traducirse en una elevación de los requerimientos de capital para una entidad determinada en función de sus circunstancias o perfil de riesgo específicos.

Este rol armonizador de la Autoridad Bancaria Europea se evidencia sobre todo en la producción de estándares técnicos obligatorios (Binding Technical Standards o BTS) específicamente dirigidos a lograr la máxima armonización en áreas específicas relacionadas con la aplicación de la nueva normativa sobre solvencia y cuya aprobación formal corresponde a la Comisión Europea.

A diferencia de la Directiva de referencia, y a semejanza del Reglamento (CRR), estas normas técnicas tienen aplicación directa y eficacia inmediata en los Estados una vez que se produce su aprobación y entrada en vigor, sin necesidad de transposición interna por los Estados. De hecho, su incorporación a la normativa interna, para evitar nuevos riesgos de asimetría, está literalmente prohibida.

El procedimiento de elaboración de estas normas resulta también particularmente interesante por cuanto, al margen del trabajo desarrollado por los propios órganos de la Autoridad Bancaria Europea, se ha establecido un método de pregunta/respuesta (el «Single Rulebook Q&A tool»)<sup>12</sup> a

disposición de todas las partes interesadas, respaldado por un mecanismo de coordinación constante con la Comisión Europea al objeto de garantizar la absoluta consistencia de las preguntas con los textos legislativos ya aprobados.

Aunque las respuestas derivadas de este mecanismo no tienen carácter vinculante desde un punto de vista estrictamente jurídico, los criterios que contienen serán los utilizados por la Autoridad Bancaria Europea al analizar el modo en el que las normas europeas son interpretadas y aplicadas por los supervisores (incluido el Banco Central Europeo) por lo que no puede negarse su gran trascendencia.

No cabe duda de que esta metodología (normas técnicas directamente aplicables en su versión original y no susceptibles de interpretación por normas locales unidas a la posibilidad de contar con un mecanismo de pregunta/respuesta totalmente transparente y a disposición de todas las partes interesadas) contribuye también al objetivo de plena armonización en la interpretación y aplicación de la nueva normativa internacional en materia de solvencia.

Existe una conexión evidente entre este proceso y el «comprehensive assessment» que se ha descrito anteriormente.

En efecto, para el diseño de la metodología y la ejecución tanto del «asset Quality review» por parte del Banco Central Europeo como del test de estrés de la propia Autoridad Bancaria Europea, era fundamental contar una serie de definiciones comunes que permitiera lograr –de nuevo– la necesaria armonización y coherencia en el conjunto del ejercicio, siempre difícil por la diversidad de las prácticas nacionales hasta ahora vigentes.

Desde un punto de vista práctico, puede ser importante destacar que los interesados en esta materia pueden acceder, dentro de la página web de la Autoridad Bancaria Europea a un apartado denominado «Interactive Single Rulebook» en el que pueden consultarse, de la mano de los textos del Reglamento (CRR) y la Directiva (CRD IV) que forman parte del «paquete CRD IV» las normas técnicas y las respuestas a las preguntas formuladas en el ámbito del procedimiento pregunta/respues-

<sup>12</sup> [www.eba.europa.eu/single-rulebook-qa](http://www.eba.europa.eu/single-rulebook-qa)



ta (Q&A) a que se ha hecho referencia anterior.<sup>13</sup>

Por último, el Banco Central Europeo ha desarrollado un gran esfuerzo tanto en la elaboración del mencionado Manual de Supervisión (muy detallado y preciso, de acuerdo con las declaraciones públicas de las autoridades públicas en el BCE) como en el establecimiento de una organización y procedimientos que garanticen la armonización de las prácticas supervisoras respecto de los bancos de la Eurozona, estén o no bajo su supervisión directa. En este sentido, el rol de la nueva Dirección General III del Área de Supervisión del BCE, dedicada a la «supervisión indirecta» y la posibilidad de «avocación» de entidades a la supervisión directa del BCE constituyen la mejor prueba de esa decidida intención.

## CONCLUSIÓN

2014 ha sido un año clave el sector financiero europeo, especialmente en la Eurozona. En el año 2014 se ha completado el proceso de aprobación de las normas que constituyen la transposición al derecho europeo (y nacional) de los acuerdos de Basilea III, se ha progresado en el desarrollo de diversos instrumentos de armonización de las prácticas nacionales de interpretación y aplicación de esas normas, al objeto de evitar distorsiones competitivas y, sobre todo, se ha completado la construcción de los instrumentos jurídicos necesarios para la implementación de los pilares uno y dos de la Unión Bancaria: el mecanismo único de supervisión y el mecanismo europeo de resolución.

A efectos prácticos, todos los bancos de la Eurozona han pasado formar parte del mecanismo único de supervisión y les serán aplicadas prácticas y reglas de supervisión distintas de las que hasta ahora se les han aplicado, plasmadas en el todavía desconocido «manual de supervisión» del Banco Central Europeo.<sup>14</sup>

Ese cambio será, sin duda, más evidente –y exigente– para las entidades que, han pasado a situarse bajo la supervisión directa del Banco Central Europeo.

Aunque la cooperación entre el BCE y las autoridades supervisoras nacionales, el instrumento de los «joint supervisory team» y el aprovechamiento de estos meses para que esos equipos vayan adquiriendo los conocimientos necesarios sobre las entidades que habrán de supervisar servirán, sin duda, para facilitar ese proceso, no cabe duda de que será necesario un razonable período transitorio para permitir a las entidades su adaptación a las nuevas reglas del juego.

Si algo se ha evidenciado durante los meses que ha durado el ejercicio de revisión de balances desarrollado en el año 2014 y los primeros pasos de la nueva supervisión ya en el 2015 ha sido la gran diversidad de los criterios de interpretación y aplicación de las normas, incluso en el caso de normas supuestamente armonizadas o comunes, y, sobre todo, de las prácticas de supervisión.

Los bancos europeos no pueden ser «castigados» por esa circunstancia. Antes al contrario, deben contar con un período de tiempo razonable para adaptarse a los nuevos criterios del supervisor si bien el resultado final debería ser inequívoco: la progresiva armonización de la interpretación y aplicación de las normas europeas a todos los bancos de la Eurozona, estén o no bajo la supervisión directa del Banco Central Europeo.

Al final, si todas las piezas e instrumentos que han tratado de describirse en este trabajo funcionan adecuadamente, la situación resultante debería acercarnos mucho más a la realidad de un mercado interior de servicios financieros que, no nos engañemos, no es que haya resultado afectado por la grave crisis financiera que hemos padecido, es que sencillamente, y más allá de declaraciones bienintencionadas, no ha llegado a existir en plenitud hasta el momento.

<sup>13</sup> [www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/single-rule-book/interactive-single-rulebook](http://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/single-rule-book/interactive-single-rulebook)

<sup>14</sup> Probablemente, el Manual en sí mismo seguirá siendo desconocido en tanto que herramienta de uso exclusivo del

supervisor, pero el BCE ha anunciado ya la publicación de algún documento explicativo de sus contenidos más relevantes a fin de guiar la adaptación de las entidades supervisadas al nuevo mecanismo de supervisión.



# NUEVO MARCO DE RESOLUCIÓN BANCARIA EN LA UE

**Antonio Carrascosa<sup>1</sup>**  
**Mario Delgado<sup>2</sup>**

*«The EU has lived up to its commitments: the banking union completes the economic and monetary union and ensures taxpayers will no longer foot the bill when banks face difficulties.»*

Michel Barnier, Brussels, 15 April 2014

## **1. UN NUEVO PARADIGMA PARA LA RESOLUCIÓN BANCARIA. DEL «BAIL-OUT» AL «BAIL-IN»**

La crisis financiera sorprendió a la mayor parte de países desarrollados sin un marco adecuado de gestión de crisis bancarias. En consecuencia, ante los problemas bancarios se ofrecían dos alternativas imperfectas: la liquidación, que genera discontinuidad en el negocio, problemas de estabilidad financiera y gran destrucción de valor; y el rescate con dinero público, que reparte entre los contribuyentes los errores en gestiones privadas. La necesidad de preservar la estabilidad financiera llevó a que en casi todos los países desarrollados se optara por que el sector público aportara grandes cantidades de dinero para rescatar a los titulares de los pasivos bancarios.

En el caso europeo, además, el marco no era homogéneo entre países por lo que la gestión ha variado de uno a otro. De hecho, el único elemento armonizador ha sido el régimen de ayudas de Estado, pero incluso éste también ha ido evolucionando de un caso a otro. La consecuencia ha sido la fragmentación financiera en la Unión Europea (UE): el coste de financiación de un banco dependía más de la salud presupuestaria del país donde operaba que de la calidad de su balance, arrastrando también a un círculo vicioso soberano-bancario.

Para responder a estos dos problemas (el riesgo moral que supone la «garantía implícita pública» y la fragmentación financiera) la UE –entre otras muchas reformas financieras– ha lanzado dos medidas fundamentales: la Directiva de Resolución Bancaria y, en el marco del proyecto de Unión Bancaria, el Mecanismo Único de Resolución bancaria, que incluye una autoridad única de resolución y un fondo único de resolución.

La Directiva de Resolución Bancaria introdujo para toda la UE el nuevo paradigma que el G20, a través de su brazo financiero, el Financial Stability Board (FSB), acordó en noviembre 2011 para las crisis futuras: la atribución del coste de las resoluciones bancarias al sector privado

---

<sup>1</sup> Técnico Comercial del Estado, escribió este artículo en su calidad de Director General del FROB; actualmente es Consejero en la Junta Única de Resolución.

<sup>2</sup> Técnico Comercial del Estado; escribió este artículo en su calidad de Responsable de Coordinación Internacional del FROB; actualmente es Socio de Riesgos y Regulación en el grupo de Servicios Financieros de EY.



(accionistas y acreedores). Es el llamado paradigma del «bail-in» o recapitalización interna, frente al «bail-out» o rescate público. El objetivo es lograr que eso sea posible sin un coste inasumible en términos de inestabilidad financiera. Para ello, la resolución debe garantizar la continuidad de las funciones bancarias críticas (sistema de pagos, depósitos, préstamos, etc.).

El Mecanismo Único de Resolución –que a diferencia de la Directiva, se refiere solo a la zona euro y a los demás países UE que voluntariamente se adhieran– es el complemento natural de la supervisión única en la zona euro e implica la creación de una autoridad única de resolución y un fondo único de resolución. Esto garantiza que no solo va a existir un marco común de resolución sino que también habrá una aplicación común al existir una autoridad centralizada.

Una consecuencia importante del nuevo marco de resolución es que tiene implicaciones inmediatas para todas las entidades, no solo para aquellas que tengan dificultades. Esas implicaciones se producen por varias vías:

- Surge un enfoque preparatorio de la resolución, inexistente hasta ahora, dirigido a garantizar que todas las entidades pueden ser resueltas ágilmente en caso de que sea necesario. Este énfasis en el enfoque preventivo es uno de los elementos esenciales del nuevo paradigma y se concreta en que todas las entidades, incluidas las perfectamente sanas, deben contar con un plan de resolución elaborado por la autoridad de resolución y que especifique cómo se procedería en caso de su resolución. Si en la elaboración de ese plan se detectaran obstáculos relevantes a la «resolubilidad» la autoridad de resolución tendrá potestad para pedir cambios a la entidad, incluso aunque ésta no esté en situación de crisis.
- En el mismo sentido preventivo se pedirá a todas las entidades que, además de los requerimientos prudenciales de capital, cuenten con un colchón de pasivos para los que el «bail-in» sea relativamente sencillo (a

este colchón se la llama «Minimum Requirement of Eligible Liabilities» o MREL). Se pretende así evitar que la resolubilidad de una entidad dependa excesivamente de un eventual «bail-in» a pasivos más sensibles como los depósitos (en su parte no cubierta).

- Con objeto de enfatizar la protección a los depósitos se adopta además una nueva prelación de pasivos en la que los depósitos no cubiertos de PYMES y personas naturales tienen preferencia sobre los demás pasivos senior. Los depósitos cubiertos jamás sufrirán quitas al estar protegidos por el Fondo de Garantía de Depósitos. Además, el Fondo de Garantía de Depósitos tiene «super-preferencia» al situarse por detrás de los depósitos no cubiertos de PYMES y personas naturales. Esta nueva prelación de pasivos sin duda tendrá reflejo en una variación de sus precios relativos.
- Finalmente, todas las entidades deberán contribuir a fondos de resolución que, eventualmente, podrán aportar financiación a la resolución.

En este artículo se describe tanto la Directiva de Resolución Bancaria (epígrafe 2) como el Mecanismo Único de Resolución (epígrafe 3) analizando los cambios con respecto al paradigma anterior y las implicaciones para el sector financiero. Finalmente se, concluye repasando los temas de debate abiertos (epígrafe 4).

## 2. DIRECTIVA EUROPEA DE RECUPERACIÓN Y RESOLUCIÓN

La Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria se publicó el 12 de junio de 2014, tras dos años de negociaciones entre Comisión Europea, Consejo y Parlamento<sup>3</sup>. Esta Directiva armoniza los regímenes de resolución bancaria<sup>4</sup> de la UE

<sup>3</sup> <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014L0059>

<sup>4</sup> Y también de Empresas de Servicios de Inversión, aunque en este artículo nos centramos en lo relativo a resolución bancaria.



conforme a los «key attributes» del FSB<sup>5</sup>. En general, el modelo de la Directiva se basa en:

- Los accionistas y acreedores deben ser los que soporten (por lo menos de forma mayoritaria y siempre en primer lugar) el coste de la resolución («bail-in») frente a los rescates públicos («bail-out») que han caracterizado la gestión de la crisis en la mayor parte de países desarrollados.
- Creación de un Fondo de Resolución financiado por el propio sector financiero (similar al Fondo de Garantía de Depósitos) y que pueda aportar financiación complementaria a la resolución (como veremos, ese fondo podrá ser utilizado para permitir la exclusión de pasivos del «bail-in», siempre tras una aplicación de un «bail-in» mínimo del 8% del total de pasivos).
- Por regla general, la resolución implicará la sustitución del equipo directivo de la entidad en crisis y la depuración de las responsabilidades que puedan existir.
- Existencia de una autoridad específica de resolución con poderes administrativos suficientes para poder adoptar con agilidad y seguridad jurídica todas las medidas que requiere una resolución.
- Importancia fundamental de la fase de preparación de la resolución. Para garantizar que este modelo es viable todos los bancos deben poder ser resueltos sin riesgo para la continuidad de funciones críticas, para la estabilidad financiera o para el contribuyente. Por ello, la Directiva exige que todos ellos cuenten con planes preventivos de resolución que prevean cómo gestionar una resolución en caso de ser necesaria.

La Directiva exige que todos los países designen expresamente una autoridad de resolución (que en el caso de los países euro actuará bajo el paraguas de la autoridad única de resolución).

Esta autoridad puede ser el propio banco central, el ministerio competente, una autoridad ad hoc dedicada a la resolución o bien el supervisor<sup>6</sup>. En todo caso, la Directiva establece cautelas respecto a esta última opción (que el supervisor sea también la autoridad de resolución). En primer lugar, establece que solo «excepcionalmente» debe optarse por esa posibilidad y, en segundo lugar, exige que en ese caso se garantice la «independencia operativa» de la autoridad de resolución para minimizar los potenciales conflictos de interés. A pesar de estas cautelas, varios países han optado por la integración de supervisión y resolución, creando distintos Consejos para cada función u otras formas de separación. Por su parte, el modelo elegido en la Unión Bancaria para las instituciones europeas es, como se verá en más detalle en el apartado 3, el de separación institucional (supervisión en el BCE y resolución en la Junta Única de Resolución (JUR)). Lo esencial es que la función de resolución tenga criterio propio y que haya una colaboración leal entre supervisión y resolución.

Los objetivos del régimen de resolución previsto en la Directiva son: 1. Garantizar la continuidad de las funciones críticas; 2. Prevenir efectos negativos sobre la estabilidad financiera; 3. Proteger los recursos públicos; 4. Proteger los depósitos; y 5. Proteger los fondos y activos de los clientes.

Se distinguen tres momentos distintos:

1. Fase preventiva o preparatoria de la resolución, referida a la planificación realizada en momentos de estabilidad preparando a entidades y autoridades de cara a eventuales resoluciones.
2. Fase de intervención temprana. En la misma línea de prevención, esta fase se activaría antes de que sea necesaria la resolución y con ánimo de evitarla.
3. Fase de resolución. La resolución es la liquidación ordenada de un banco. Puede acabar en una salida de la entidad del

<sup>5</sup> FSB, «Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions»; [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_111104cc.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104cc.pdf)

<sup>6</sup> Puede sorprender la mención separada a banco central y supervisor, pero en varios países de la UE el supervisor no es el banco central.



mercado o bien puede derivar en su «resurrección», pero en todo caso sin el impacto desestabilizador que tendría su liquidación a través del procedimiento ordinario.

Comenzaremos la descripción de estas fases por la última de ellas.

## 2.1. LA RESOLUCIÓN BANCARIA EN EL MARCO DE LA DIRECTIVA

La **entrada en resolución** se produce cuando se den las tres condiciones siguientes: 1. Que se determine que una entidad bancaria no es viable, o es previsible que deje de serlo próximamente; 2. Que no haya una alternativa privada o supervisora; 3. Que sea de interés público no gestionar la crisis de la entidad mediante el proceso de liquidación ordinario. La Directiva deja a elección de cada país que la determinación de que una entidad no sea viable la haga el supervisor o la autoridad de resolución.

En general, suele considerarse que las líneas maestras de la resolución deberán fijarse en un fin de semana de modo que, entre el cierre de mercados y oficinas y la reapertura debe hacerse pública la situación de resolución de la entidad en cuestión y comunicarse las líneas maestras para la recapitalización. El lunes siguiente el banco debe poder seguir cumpliendo las funciones críticas que han justificado que no fuera puesto en liquidación ordinaria. Obviamente, en las semanas previas al citado fin de semana en que haya que resolver la entidad, la autoridad de resolución deberá haber preparado, en la medida posible, el esquema de resolución basándose en el plan de resolución preventivo que tenga la entidad –que comentamos más adelante– todo lo cual debe facilitar que la resolución no sea improvisada.

La gestión de la resolución se basará en una combinación de varios instrumentos:

- Venta total o parcial del banco a otra entidad privada. Es una solución rápida y eficiente pero requiere que haya un comprador dispuesto a hacerse cargo de la enti-

dad. Sin embargo, esto no siempre será posible y, por tanto, será necesario recurrir a actuaciones previas.

- Banco puente. Hay muchas formas alternativas de instrumentarlo, pero en general consiste en la transferencia a un nuevo banco de los activos de mayor calidad y de parte de los pasivos –normalmente los depósitos– de modo que esa nueva entidad esté saneada. El banco original será insolvente y deberá liquidarse.
- Segregación de activos a una Sociedad de Gestión de Activos. Viene a ser la inversa del instrumento anterior. En este caso son los activos dañados los que se transfieren fuera del banco quedando éste saneado.
- Cancelación de elementos de capital y «bail-in» (recapitalización interna). Suele considerarse un instrumento pero fundamentalmente es una forma de financiación de la resolución por lo que lo contamos a continuación.

Para poder utilizar estos instrumentos ágilmente, la autoridad de resolución debe estar dotada con poderes administrativos suficientes, como la capacidad de imponer medidas a las entidades financieras sin necesidad del consentimiento de sus órganos de gobierno, o la posibilidad de suspender derechos de cancelación anticipada en determinados contratos. Estos poderes extraordinarios se justifican porque la resolución no es más que una forma ordenada de gestionar una situación que, de otra forma, habría sido una liquidación; por lo tanto, está justificado que la autoridad gestora de la resolución tenga poderes similares a los que existirían en la gestión de la liquidación.

## 2.2. FINANCIACIÓN DE LA RESOLUCIÓN

Uno de los elementos esenciales de la resolución es la absorción de pérdidas y recapitalización (ésta y la continuidad de funciones críticas, son las dos cuestiones clave de una resolución). El modelo que fija la Directiva consiste en:





1. Establece la recapitalización interna («bail-in») como regla general y establece el orden y secuencia en que debe aplicarse. Esto quiere decir que la absorción de pérdidas la realizarán las acciones y títulos de deuda y que la recapitalización subsiguiente se realizará, por regla general, mediante la conversión de pasivos en capital. El rescate con dinero público queda como última instancia y como recurso para situaciones extraordinarias.
2. En todo caso, ningún pasivo puede quedar peor que como habría quedado en liquidación. Éste es un principio básico de la resolución.
3. Se fija una nueva prelación de pasivos así como una serie de pasivos excluidos de sufrir pérdidas.
4. Exige la creación de un Fondo de Resolución que pueda aportar financiación excepcional a la resolución. El importe del Fondo de Resolución se fija en un 1% de los depósitos cubiertos. Las aportaciones al Fondo de Resolución se harán en función de los depósitos cubiertos de cada entidad, pero también de su perfil de riesgo. Como veremos, para los países participantes en la Unión Bancaria, los fondos nacionales se ponen en común en un Fondo Único.

La prelación de pasivos fijada por la Directiva para la absorción de pérdidas o conversión de pasivos en capital es:

- Primero absorben pérdidas los accionistas, los titulares de instrumentos híbridos y los titulares de deuda subordinada.
- La deuda senior se sitúa *pari passu* con los depósitos de grandes empresas (la parte no cubierta) y con los pasivos por derivados.
- Depósitos de PYMEs y personas físicas (parte no cubierta)
- La Directiva cita a los depósitos cubiertos en el último escalón de la jerarquía, pero éstos nunca absorberán pérdidas puesto que, de ser necesaria, sería el Fondo de Garantía de Depósitos el que las absorbería en su lugar.

En todo caso, hay una serie de pasivos excluidos del *bail-in*; fundamentalmente los pasivos colateralizados, los depósitos interbancarios a menos de 7 días y pasivos por deudas frente a empleados, Seguridad Social y Hacienda pública o Fondos de Garantía de Depósitos.

Un ejemplo muy sencillo de aplicación de la recapitalización interna, puede verse partiendo de un banco con un activo total de 100, un capital de 8 y pasivos de 92 (24 de deuda senior y 68 de depósitos cubiertos). Si en esa entidad afloraran pérdidas por valor de 12 la aplicación del «*bail-in*» implicaría: 1. Que el capital se reduciría a cero por la absorción de pérdidas; y seguirían quedando pérdidas de 4 pendientes de absorción; 2. Después, la deuda senior se reduciría de 24 a 20, por la absorción de las pérdidas restantes; 3. Finalmente, deuda senior por valor de 8 se convertiría en capital y la entidad quedaría así capitalizada de nuevo<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Estrictamente, el tamaño de la nueva entidad sería 88, por lo que el capital que necesitaría (8%) sería solo 7,04. En todo caso será normal no recapitalizar al mínimo estricto, para dar un margen de confianza y ante un posible afloramiento de pérdidas subsiguiente o destrucción de valor adicional.

**CUADRO 1. EJEMPLO DE APLICACIÓN DE RECAPITALIZACIÓN INTERNA («BAIL-IN»)**

Banco A (situación original)			
100	Activo	Capital	8
		Deuda senior y Depósitos de grandes empresas	24
		Depósitos cubiertos	68
100			100

Se detectan pérdidas en el activo por valor de 12 y el banco entra en resolución  
↓

Banco A (tras la resolución)			
88	Activo	Capital	8
		Deuda senior y Depósitos de grandes empresas	12
		Depósitos cubiertos	68
88			88

El valor del activo pasa de 100 a 88 por el reconocimiento de pérdidas (12).

1. El capital se reduce a cero por la absorción de pérdidas por valor de 8; faltaría por absorber 4 de pérdidas.
2. La deuda senior/depósitos grandes empresas cae de 24 a 20 por absorción de las pérdidas restantes (4); faltaría por recapitalizar la entidad.
3. Se convierte deuda senior en capital por valor de 8, por lo que esa categoría vuelve a bajar, de 20 a 12.

Fuente: elaboración propia

En este ejemplo, la recapitalización se ha conseguido de forma completamente interna, a través de los accionistas y acreedores, pero la Directiva permite una cierta flexibilidad. Así, la autoridad de resolución puede excluir discrecionalmente pasivos del «bail-in» (es decir, puede permitir que ciertos pasivos no sufran quitas o conversión en capital a pesar de que por la aplicación estricta de la prelación así correspondiera). Esta flexibilidad solo es posible si la exclusión es estrictamente necesaria para la continuidad de funciones críticas o para proteger la estabilidad financiera.

En esos casos, la exclusión puede revertir en: 1. Mayor «bail-in» para los demás pasivos; 2. Entrada del Fondo de Resolución en el lugar de los pasivos excluidos (lo cual, a priori, parece más probable que la otra opción). En todo caso, el Fondo de Resolución solo puede sustituir a otros pasivos si:

1. Ha habido un «bail-in» de un mínimo de un 8% del total de pasivos (incluyendo capital).
2. La contribución del Fondo de Resolución no excede del 5% del total de pasivos (incluyendo capital).

Finalmente, en circunstancias extraordinarias pueden buscarse fuentes alternativas de financiación (se entiende que ésta es una referencia implícita al rescate público) siempre que:

1. Se haya aplicado bail-in al 8% citado más el 5% posterior.
2. Se haya aplicado bail-in total a capital, deuda junior y deuda senior. Es decir, esas «fuentes alternativas» solo pueden entrar para excluir depósitos.

Queda claro en todo caso, que la aportación de dinero público es un último recurso. No obstante, hay dos casos en los que se permite una inyección más temprana de dinero público:

1. En caso de crisis sistémicas, podrá inyectarse dinero público inmediatamente después de aplicar «bail-in» a un 8% del total de pasivos (es la Comisión Europea la que debe declarar la situación de crisis sistémica). Estos son los llamados instrumentos de estabilización gubernamental («Government Stabilisation Tools»).



2. En caso de que la necesidad de recapitalización sea detectada en un ejercicio de estrés, la entidad podrá no declararse en resolución y, por tanto, podrá inyectarse capital público ajustándose solo a la normativa de ayudas de Estado. En todo caso, la Directiva acota mucho esta opción al exigir, básicamente, que sea posible solo en momentos de perturbaciones económicas, que la medida sea necesaria para preservar la estabilidad financiera, que la entidad sea viable y solvente y que la recapitalización no se utilice para absorber pérdidas actuales o probables. Por lo tanto, por definición, en este caso la necesidad de capital no debería ser muy significativa.

Más adelante, el cuadro 3 se presenta sintéticamente este esquema de financiación referido al caso de la Unión Bancaria.

Finalmente, la aplicación de «bail-in» debe ir acompañada de un plan de reorganización que incluirá las medidas encaminadas a restablecer la viabilidad a largo plazo de la entidad (o de parte de sus actividades) a lo largo de un plazo de tiempo razonable. La autoridad de resolución debe aprobar ese plan y la entidad deberá informarle de la ejecución del mismo.

### 2.3. FASE DE PREVENCIÓN DE LA RESOLUCIÓN

El nuevo marco de resolución europeo pone un gran énfasis en la prevención/preparación de la resolución. La racionalidad es que, para que el nuevo régimen («bail-in») sea aplicable, minimizando el impacto sobre la estabilidad financiera es necesario que antes, durante la fase de estabilidad, se haya garantizado que la entidad es «resoluble», es decir: 1. Que tiene una estructura de pasivo que minimiza el impacto desestabilizador del «bail-in», garantizando que existe suficiente capacidad de absorción de pérdidas antes de llegar a los depósitos de PYMES y personas naturales; 2. Que tiene una estructura operativa y legal que permite la continuidad de funciones críticas y que no imposibilita una ejecución rápida de la resolución.

Para cumplir esta función las autoridades de resolución deben elaborar (y revisar anualmente) los planes preventivos de resolución de todas las entidades<sup>8</sup>. La conclusión de esos planes de resolución debe ser un análisis de resolubilidad que, básicamente, responda a la pregunta: «En caso de crisis ¿será posible resolver esta entidad sin impacto en la estabilidad financiera, presupuesto público y depósitos?». En función de la respuesta dada a esa pregunta la autoridad de resolución puede llegar incluso a exigir cambios estructurales a esa entidad.

Esta función debe, necesariamente, ejercerse en estrecha coordinación con la autoridad de supervisión pero es importante tener presente que los planes de resolución preventivos son un instrumento de resolución y por tanto corresponde su responsabilidad a la autoridad de resolución. Cuando se llegue a una resolución efectiva, el esquema de resolución que se adopte debe basarse en el plan preventivo de resolución que se haya preparado.

Dentro de los elementos incluidos en el plan de resolución está el llamado «MREL» (Minimum Requirement of Eligible Liabilities, en inglés) que se refiere a un requerimiento –parecido a los de capital– de pasivos cuyo «bail-in» sea relativamente sencillo y lo menos desestabilizador posible en caso de resolución (básicamente, deuda senior a más de un año). El objetivo de exigir este MREL es garantizar que si es necesario aplicar «bail-in» va a haber pasivos con capacidad de absorción de pérdidas antes de tener que llegar a los depósitos de PYMES y personas naturales. El MREL se definirá caso a caso para cada banco. En el seno del FSB está desarrollándose un concepto similar al de MREL, que es el de TLAC (Total Loss Absorbing Capacity o capacidad total de absorción de pérdidas) y que se aplicaría exclusivamente a entidades internacionalmente sistémicas (llamados G-SIBS). Más adelante se presenta más detalle sobre la relación entre MREL y TLAC.

---

<sup>8</sup> Para las entidades más pequeñas y sencillas cabe la posibilidad de imponer obligaciones simplificadas e incluso de eximirles de esta obligación. No obstante esto no debería variar fundamentalmente el mensaje de la práctica universalidad de la exigencia de planes de resolución preventivos.



Además del plan de resolución, cada entidad debe elaborar un plan de recuperación<sup>9</sup> con las medidas que se aplicarían para retornar a la viabilidad en caso de dificultades (y que debe ser aprobado por el supervisor; en estos planes la autoridad de resolución valorará si el plan contiene medidas que dificultaran una eventual resolución).

La Directiva también se preocupa de facilitar la cooperación internacional en la resolución mediante la previsión de colegios de resolución en los que intervengan y se coordinen las autoridades de todos los países involucrados.

#### 2.4. INTERVENCIÓN TEMPRANA

Esta fase se activa por la Autoridad Supervisora antes de que sea necesaria la resolución, pero cuando ya la entidad está sufriendo problemas. El banco tendría que tomar las medidas necesarias para restablecer su situación financiera, por ejemplo poniendo en marcha su plan de recuperación, modificando su estructura operativa y/o cambiando el equipo directivo. De agravarse más la situación, las autoridades podrían nombrar un Administrador Especial con la misión de restaurar la situación financiera de la entidad y la gestión adecuada de su negocio.

#### 2.5. ENTRADA EN VIGOR

La Directiva es de aplicación desde el 1 de enero de 2015, excepto en lo relativo a «bail-in» que será de aplicación a partir de no más tarde del 1 de enero 2016. En el caso español, existe ya un proyecto de ley en cortes para la transposición, que se basa en la Ley 9/2012 de reestructuración y resolución de entidades de crédito. Aunque esta ley se inspiró en el por entonces borrador de Directiva todavía hay elementos que incorporar: «bail-in» de deuda senior, nueva prelación de pasivos, creación del Fondo de Resolución y exigencia de planes preventivos de resolución, entre otros.

<sup>9</sup> Llamados «Recovery Plans» en inglés.

### 3. EL MECANISMO DE RESOLUCIÓN ÚNICO DENTRO DE LA UNIÓN BANCARIA

La Directiva armoniza el marco de resolución para todos los países UE, mientras que el Mecanismo Único de Resolución se refiere solo a los países de la Unión Bancaria (en principio, países de la zona euro más aquellos que quieran sumarse del resto de países UE).

En términos generales, el Mecanismo Único de Resolución (MUR) consiste en:

- Creación de una Agencia Europea; la JUR («Single Resolution Board» en inglés) y que está ya en funcionamiento.
- Creación de un Fondo Único de Resolución (FUR) dotado con contribuciones del sector y que, durante los 8 primeros años, estará dividido en compartimentos por países e irá mutualizándose gradualmente.
- En todo caso, la JUR se apoyará en las autoridades de resolución nacionales, tanto para el diseño de sus medidas como para la ejecución de las mismas.
- La JUR se financiará con aportaciones de las entidades.

La JUR tiene competencias<sup>10</sup> sobre: 1. Resolución efectiva de entidades en crisis; 2. La fase preventiva de la resolución (planes de resolución); 3. Gestión y disposición del FUR.

En todo caso, las decisiones de la JUR deberán ser validadas por la Comisión (y en algunos casos también por el Consejo) en los términos que veremos más adelante.

Las entidades financieras se distinguen en dos grupos; unas bajo la responsabilidad directa de la JUR y otras bajo la responsabilidad de las Autoridades nacionales. La JUR se ocupa directamente de la resolución (y de la fase preventiva) de las entidades supervisadas directamente por el BCE y de las transfronterizas. Del resto se ocupan las autori-

<sup>10</sup> Así como la Directiva de Resolución cubre tanto a los bancos como a las empresas de servicios de inversión, el mecanismo único de resolución se refiere exclusivamente a las entidades de crédito.



dades nacionales de resolución, que deberán seguir las directrices de la JUR. En todo caso, las autoridades nacionales solo podrán aprobar esquemas de resolución que no involucren al FUR. En el momento en el que quieran hacer uso del FUR la resolución deberá elevarse a la JUR. Corresponderá a las autoridades nacionales la ejecución de los esquemas de resolución aprobados por la JUR, bajo la tutela de éste.

La JUR tendrá facultades respecto de la fase preventiva a partir del 1 de enero de 2015. A partir de 2016 será de aplicación el «bail-in» completo y la JUR se encargará también de las resoluciones que haya que realizar.

A continuación desarrollamos estos elementos.

### 3.1. FONDO ÚNICO DE RESOLUCIÓN

El FUR deberá dotarse a partir de 2016 y tiene como objetivo de tamaño una cantidad equivalente al 1% de los depósitos cubiertos de la zona

euro (en torno a 55.000 millones de euros). Este nivel objetivo deberá alcanzarse en 8 años.

Además de la dotación progresiva, también la mutualización será gradual. Es decir, el FUR solo será auténticamente único a partir del octavo año; hasta entonces, existirán compartimentos nacionales que irán mutualizándose progresivamente. Durante la transición, cuando un país necesite fondos del FUR para una resolución, deberá utilizar un mínimo (decreciente) de los recursos de su compartimento antes de poder tener acceso a un máximo (creciente) del total de fondos. La mutualización, sin embargo, no es lineal. Con objeto de acelerar la integración, la mutualización es más intensa en los primeros años. El primer año se mutualiza el 40%, el segundo un 20% adicional y, a partir del tercer año, se mutualiza linealmente un 6,67% adicional. El aumento será progresivo también durante el año (para evitar el efecto de salto discreto con el cambio de año); en concreto será de un cuarto del total por trimestre. El cuadro 2 resume esta mutualización gradual.

CUADRO 2. MUTUALIZACIÓN GRADUAL DEL FUR

Año	<u>Paso 1: Uso mínimo del compartimento nacional</u>	<u>Paso 2: Uso máximo del conjunto del FUR</u>	<u>Paso 3: En caso de necesidad de más fondos</u>
2016	100,00%	40,00%	(1) Uso resto de fondos del compartimento nacional ; (2) Contribuciones expost; (3) Préstamos entre compartimentos; (4) Préstamos al SRF.
2017	60,00%	60,00%	
2018	40,00%	66,67%	
2019	33,33%	73,34%	
2020	26,67%	80,01%	
2021	20,00%	86,68%	
2022	13,33%	93,35%	
2023	6,67%	100,00%	
2024	0,00%	100,00%	

Fuente: Elaboración propia.

Por ejemplo, el año 1, un país deberá utilizar el 100% de su compartimento antes de poder acceder al conjunto de fondos y, además, el acceso al conjunto tendrá como tope un 40%. En el

año 2, por ejemplo, deberá usar el 60% de su compartimento antes de poder acceder al resto –incluido el remanente del suyo– y, en ese caso, por un máximo del 60%.



En caso de que con esos fondos no haya suficiente para cubrir la aportación del FUR los recursos adicionales disponibles son: 1. El resto de fondos del compartimento nacional; 2. Exigencia de contribuciones ex post a los bancos nacionales; 3. Préstamos entre compartimentos; 4. Endeudamiento del FUR. En este sentido se ha discutido la posibilidad de avales públicos y que el MEDE (Mecanismo Europeo de Estabilidad) ofrezca una línea de financiación de última instancia.

En la resolución de entidades transfronterizas deberán fijarse acuerdos de reparto de la carga que aborden el uso de los compartimentos nacionales en esos casos.

Por último, la relación entre los fondos de resolución nacionales de países de la Unión Bancaria y el FUR es la siguiente:

- En 2015 deberán crearse –por aplicación de la Directiva– fondos de resolución nacionales, financiados tanto por bancos como por ESIs.
- En 2016 se creará el FUR, y a él se transferirán los recursos de los Fondos de Resolución nacionales (la parte correspondiente a bancos). A partir de ese año las contribuciones de los bancos de la zona euro alimentarán el FUR y no los fondos de resolución nacionales. Desde ese momento los fondos nacionales recibirán tan solo las contribuciones de las ESIs.
- Los Fondos de Resolución de los países no euro serían independientes del FUR. En todo caso, la Directiva prevé la posibilidad de préstamos entre Fondos de Resolución.

### 3.2. ESTRUCTURA DE LA JUR Y REGLAS DE DECISIÓN

La JUR cuenta con un Presidente y un Vicepresidente. Tiene también 4 Consejeros independientes que además asumen funciones ejecutivas. Los mandatos son de 5 años no renovables.

El Vicepresidente se encarga de la gestión del FUR y de los servicios corporativos. Uno de los Consejeros es responsable de coordinación de política de resolución y los otros tres son Directores de Planificación de Resolución y Decisiones de Resolución. El reglamento del MUR exige que los Consejeros sean independientes.

La aprobación de las medidas de la JUR se realiza en su Consejo, que tiene dos formatos de reunión, la reunión plenaria y la ejecutiva. En el formato plenario participan el Presidente (o Vicepresidente en ausencia de aquél) los cuatro Consejeros/Directores y los representantes de las Autoridades de Resolución nacionales. En el formato Ejecutivo se tratarán los casos particulares de resolución y solo participarán los representantes institucionales (Presidente y Consejeros) y los representantes de las autoridades de resolución involucradas en el caso.

La sesión ejecutiva se encarga de decidir sobre las resoluciones y planes de resolución preventivos de entidades concretas. Tomará sus decisiones por consenso entre los representantes institucionales y los representantes nacionales. A falta de consenso, decidirá la mayoría de los representantes institucionales. En todo caso, la resolución se elevará al plenario cuando implique el uso del FUR por más de 5.000 M€. Además, cuando en los últimos 12 meses se hayan usado más de 5.000 M€ del FUR el plenario analizará cómo se ha usado este Fondo hasta la fecha y realizará indicaciones a la sesión ejecutiva sobre cómo debe utilizarse en el futuro.

El plenario se ocupa de cuestiones básicamente administrativas (para las que toma las decisiones por mayoría simple, con un país un voto) y de dos cuestiones fundamentales:

- Como se ha dicho, decisión sobre resoluciones concretas cuando la resolución implique el uso del FUR por más de 5.000 M€ (decisión por mayoría simple más apoyo mínimo de países representando un 30% de las contribuciones al FUR).
- Decisiones sobre endeudamiento del FUR (decisiones se toman por mayoría de 2/3 siempre que haya un apoyo de países que



representen al menos un 50% de las contribuciones al FUR<sup>11</sup>).

### 3.3. PROCEDIMIENTO DE RESOLUCIÓN

En este marco, el procedimiento de resolución será el siguiente.

- La resolución puede activarla una notificación del BCE o bien la JUR por su cuenta. En todo caso, si la JUR quiere activar la resolución, debe solicitárselo antes al BCE y si éste no declara en 3 días a la entidad como inviable –o con alta probabilidad de serlo– la JUR podrá hacerlo directamente. Es decir, se ha optado por un modelo en el que normalmente sea el supervisor quien active la resolución, si bien, en última instancia, y preavisando al BCE también puede hacerlo la JUR. Obviamente eso requerirá que la JUR cuente con información suficiente para poder tomar esa decisión. Así lo establece el reglamento del MUR.
- La JUR adopta entonces un esquema de resolución (en su sesión ejecutiva o en la plenaria según cuánto apoyo del FUR requiera). Para la redacción de ese esquema se apoyará en la autoridad de resolución nacional.

- El esquema de resolución aprobado por la JUR entrará en vigor a las 24 horas de su adopción a menos que la Comisión tenga objeciones o proponga cambios. Además, hay dos temas que la Comisión deberá remitir al Consejo si tiene dudas sobre ellos: 1) Si se cumple el requisito de «interés público» necesario para situar a una entidad en resolución (en lugar de en liquidación); 2) Una desviación en el uso del FUR superior a +/- 5 % de la propuesta por la JUR.
- En caso de que la Comisión o el Consejo tengan comentarios la JUR tendrá 8 horas para recoger los cambios.
- El esquema de resolución así aprobado será ejecutado por las autoridades nacionales de resolución.

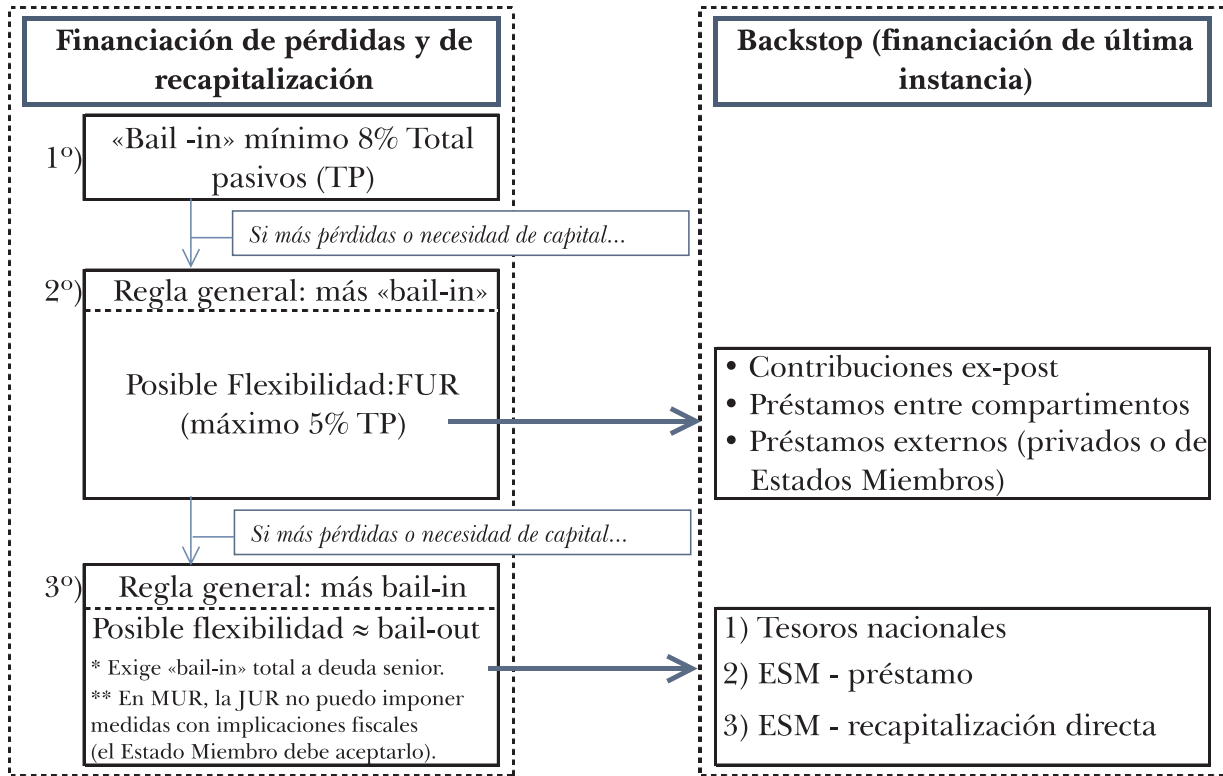
### 3.4. FINANCIACIÓN DE LA RESOLUCIÓN EN EL CONTEXTO DEL MUR

Obviamente, el esquema de resolución que diseñe la JUR debe respetar las reglas fijadas por la Directiva (y reflejadas en su Reglamento) en cuanto a instrumentos utilizados y en cuanto a financiación de la resolución (tanto cobertura de pérdidas como recapitalización). El cuadro 3 resume la secuencia de aplicación del «bail-in».

---

<sup>11</sup> Este porcentaje será del 30% una vez que el FUR se haya mutualizado por completo.

**CUADRO 3. SECUENCIA DE APLICACIÓN DEL «BAIL-IN»**



Fuente: Elaboración propia.

- Primero, un mínimo del 8% del pasivo (contando el capital) debe ser objeto de «bail-in».
- Una vez que se haya cubierto ese 8%, la regla general continúa siendo el «bail-in». No obstante en este caso se permite ya excluir ciertos pasivos del «bail-in» cuando la aplicación de éste fuera a ser perjudicial para la estabilidad financiera. En ese caso, la parte de «bail-in» que habría correspondido a esos pasivos la asumiría el FUR (según las reglas de mutualización explicadas).
- Esta flexibilidad para excluir pasivos e incluir al FUR en su lugar tiene un máximo del 5% del total de pasivos. Si el FUR no cuenta con fondos suficientes para cubrir el 5% que se le requiere, puede recurrir a financiación alternativa por dos vías:
  - Reclamando a los bancos contribuciones extraordinarias (con un máximo de 3 veces la contribución anual).
  - Pidiendo un préstamo. A estos efectos se prevé que la JUR pueda solicitar una línea de crédito pública. Los préstamos así asumidos serán devueltos con cargo a aportaciones de los bancos.
- Si se agota el 5% de flexibilidad y todavía hubiera más pérdidas o necesidad de recapitalizar la regla general sería la vuelta al «bail-in» de más pasivos según la prelación de la Directiva.
- En todo caso, de nuevo volvería a permitirse flexibilidad si el «bail-in» llega a los depósitos, y una vez que toda la deuda senior hubiera sido objeto de «bail-in». En este caso, si se hiciera uso de esa flexibilidad, la





financiación del «bail-in» que habría correspondido a los pasivos excluidos sería:

- El FUR, si la cantidad máxima prevista no se hubiera agotado.
- Bail-out. En el caso del MUR, el reglamento establece con claridad que la JUR no puede imponer esquemas con implicaciones fiscales para un Estado Miembro. En todo caso, podría defenderse que, si el Estado Miembro está de acuerdo, en este caso también pudiera recurrir a dinero público. Estos recursos, podrían provenir de:
  - El presupuesto nacional (si el país tiene «espacio fiscal» suficiente).
  - El ESM en modo préstamo al país (si su sostenibilidad de deuda lo permite).
  - El ESM en modo recapitalización directa (si el país no tiene espacio fiscal suficiente ni su sostenibilidad de deuda lo permite).

#### 4. CUESTIONES DE DEBATE

Dentro de este modelo general hay muchas cuestiones, tanto de desarrollo normativo, como de nivel práctico, que quedan pendientes. Repasamos a continuación algunas de ellas.

- ¿Cuál debe ser la relación entre la autoridad de resolución y la de la supervisión? El modelo de resolución adoptado, claramente distingue a las dos autoridades (aunque, permita que, excepcionalmente, puedan estar integradas en una sola entidad, con suficiente independencia operativa). Esta distinción refleja la distinta naturaleza de las dos funciones. En todo caso, es obvio que hay sinergias que deben aprovecharse. La clave de la relación puede resumirse en: independencia de ambas funciones junto con estrecha coordinación.

Para el correcto ejercicio de sus funciones la autoridad de resolución necesitará información que, en gran parte, ya tendrá el

supervisor, por lo que éste deberá compartirla con aquélla. Esta información será la suficiente para:

1. Poder preparar los planes de resolución y realizar los análisis de resolubilidad. Es previsible que la autoridad de resolución necesite información adicional –de corte más estructural y operativo– que podrá solicitar bien a través del supervisor o bien directamente a la entidad. En ese caso, la autoridad de resolución debería compartirla a su vez con el supervisor.

2. En su caso, poder activar la resolución. Se ha discutido mucho si atribuir esta competencia a la autoridad de resolución (como hace el MUR con la JUR, eso sí, con un preaviso de 3 días al BCE) la convierte de facto en un «supervisor del supervisor». No debería ser así. La autoridad de resolución no debería ser un nuevo supervisor; pero sí es importante que tenga información sobre la situación de las entidades de forma que las conozca y que esté en condiciones de actuar con rapidez cuando sea necesario.

3. Evaluar la evolución del MREL. Aunque el MREL se exige durante la «fase de vida» de la entidad, se trata de un instrumento de resolución y, por tanto, corresponde a la autoridad de resolución su control. Para no duplicar redes, la información puede captarla el supervisor que deberá remitirla de forma periódica a la autoridad de resolución.

Finalmente, la autoridad de resolución, deberá tener también relación directa (formal e informal) con las entidades. En esa relación deberá también coordinarse con el supervisor, de forma que ambos cuenten con toda la información sustantiva relevante. Asimismo, ambos deberán tener presente el evitar duplicidades en la carga administrativa para las entidades.

- ¿Es creíble que la resolución de un banco sistémico pueda producirse solo con «bail-in»?



Debería serlo, por dos razones: 1. Así lo dice la ley (la Directiva y el reglamento del MUR) que exige un «bail-in» muy exigente (mínimo 8% del total de pasivos) antes de poder recurrir a flexibilidad (que, en el caso del Fondo de Resolución, está sufragada por el propio sector); 2. El trabajo previo en la fase de estabilidad, asegurando la resolubilidad de las entidades (resolubilidad financiera, legal y estructural) debe garantizar que la estructura de pasivos puede soportar un «bail-in» intenso y que las funciones críticas pueden seguir siendo provistas en resolución.

- ¿Supondrá el nuevo modelo un aumento del coste del crédito, al aumentar el coste de la financiación bancaria? La mejor forma de promover el crédito sostenible es garantizando la solvencia y fortaleza de los bancos que lo conceden. En este sentido, la implicación fundamental de este esquema es que el coste de financiación de cada banco dependerá de sus propios fundamentales y no de subsidios implícitos. Asimismo, el coste de financiación del soberano deberá reducirse al existir menos pasivos contingentes.
- ¿Es demasiado complejo el proceso de toma de decisiones en la JUR, dada la multiplicidad de agentes que deben operar en un cortísimo espacio de tiempo? Sin duda, el proceso es complejo. Pero también caben matices. El primero es que Europa tiene experiencia en funcionar así. El reto es obtener lo beneficioso de ese esquema (la interacción de distintos agentes debe redundar en actuaciones más sólidas y mejor fundadas) reduciendo la parte negativa (la necesidad de llegar a acuerdos en plazos muy breves). Para esto último, es esencial la coordinación y preparación previa. En este sentido, aunque las decisiones se formalicen en un fin de semana, en las semanas o meses anteriores debe haber prolegómenos, que deberán haber allanado el camino para la interacción institucional.
- ¿Cuál es el papel de las autoridades nacionales de resolución en el seno del MUR? La existencia de una JUR fuerte es importante para el buen funcionamiento del MUR, pero también es compatible con autoridades nacionales de resolución sólidas. Incluso para entidades que sean responsabilidad directa de la JUR, las autoridades nacionales deben realizar el trabajo de base para sus decisiones y también deberán ejecutar las resoluciones concretas.
- ¿Garantiza el nuevo sistema que todos los bancos europeos vayan a ser tratados igual? El requerimiento de un 8% mínimo de «bail-in» garantiza que la recapitalización interna es la base de la resolución. Asimismo, en el caso del MUR, la JUR dictará guías sobre cómo aplicar la resolución (preventiva y efectiva) para que los bancos que no sean responsabilidad directa suya tengan todos el mismo trato. A mayor abundamiento, cuando una autoridad de resolución nacional quiera recurrir al FUR, deberá elevar la resolución a la JUR.
- ¿Serán los 55.000 millones de euros del FUR suficientes para atender las necesidades de financiación en una crisis sistémica? Debe tenerse en cuenta, que la financiación de la resolución deberá recaer fundamentalmente en la recapitalización interna y que la eventual participación del FUR ocurrirá solo tras un intenso «bail-in». Por lo tanto, las necesidades de financiación en crisis futuras no deben ser comparables con las de la crisis actual.
- ¿Es necesario un Fondo de Garantía de Depósitos Único? La Unión Bancaria debía incluir también un Fondo de Garantía de Depósitos único, pero este elemento está actualmente en suspenso. Esto no tiene por qué ser necesariamente grave. Los depósitos cubiertos han quedado al final de la prelación de pasivos, por lo que resulta mucho más improbable que las pérdidas les alcancen –y, por tanto, que sea necesaria la actuación de los Fondos de Garantía.
- ¿Cuál será el papel del control de ayudas de Estado en el nuevo marco de resolu-



ción? Sin duda, el control de la Comisión (a través de la Dirección General de Competencia) ha hecho las veces de autoridad de resolución durante esta crisis. A falta de un marco homogéneo de resolución, y de una autoridad única, DG Competencia se ha encargado de que los rescates públicos a los bancos cumplieran una serie de condiciones para ser aceptables. Tras cierta evolución, los requisitos básicos han sido: 1. Que la necesidad de recapitalización estuviera suficientemente justificada; 2. Que se aplicara «bail-in» a accionistas y acreedores «junior»; 3. Que el banco apoyado acometiera una reestructuración.

Con el nuevo marco de la Directiva, DG Competencia solo intervendría en algunos casos: cuando se usa el fondo de resolución (aunque no sea dinero del presupuesto sí está sujeto a las normas de ayudas de Estado); cuando se usa dinero público (que debería ser un último recurso, como se ha visto) o bien cuando se procede a recapitalización preventiva en el contexto de un test de estrés. En los dos primeros casos (uso del fondo de resolución y uso de dinero público) los requerimientos de las normas de ayudas de Estado deberían haber sido cumplidos sobradamente por la aplicación de la Directiva (que exige un «bail-in» muy agresivo antes de permitir el uso del fondo de resolución y que exige también una reestructuración de la entidad en resolución). Por lo tanto, en esos casos, la actuación de la autoridad de resolución debería sustituir a la de DG Competencia.

En el caso de la recapitalización en un contexto de test de estrés, la labor será más importante, puesto que en ese caso no se activa la resolución. No obstante, como se ha explicado, en esa situación la recapitalización pública debería ser mínima, puesto que si no, procedería la activación de la resolución. Tanto la autoridad de resolución como DG Competencia tendrán la responsabilidad de velar por que así sea.

En definitiva, el papel que el control de ayudas de Estado ha jugado en esta crisis no ha dejado de ser excepcional, fruto de la falta de un marco específico y de autoridades específicas. En el nuevo contexto, la responsabilidad fundamental corresponderá a las autoridades de resolución y el control de ayudas de Estado quedará con un papel menor y más centrado en sus actuaciones tradicionales.

- ¿Cuál es la relación entre MREL y TLAC? El MREL es el requerimiento realizado por la Directiva europea, mientras que el TLAC es un requerimiento negociado en el seno del FSB. Como se ha dicho, ambos responden a un mismo concepto: la necesidad de tener, tras los requerimientos de capital, un cierto volumen de pasivos cuyo «bail-in» sea especialmente creíble y factible. Aparte de la similitud conceptual, existen diferencias. El MREL se exigirá a todas las entidades (con posibilidad de exclusión a las menos relevantes) mientras que el TLAC se exigirá solo a las sistémicas globalmente<sup>12</sup>. Asimismo –y al margen de otras diferencias de corte más técnico– el MREL se fijará caso a caso para cada entidad en función de sus características, mientras que el TLAC posiblemente incluya un requerimiento mínimo (llamado de «pilar 1») que pueda ser complementado caso a caso con requerimientos específicos por entidad (de «pilar 2»).

## 5. CONCLUSIÓN

Los cambios introducidos por Europa en su construcción institucional y normativa como reacción a la crisis financiera han sido rápidos y de gran calado. Cuando las reformas se siguen en el día a día, sin duda parecen lentas y de gran compleji-

<sup>12</sup> El FSB publica la lista de entidades consideradas sistémicas globalmente. [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_131111.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_131111.pdf)



dad burocrática, pero visto con perspectiva, los avances, especialmente en Unión Bancaria, constituyen hitos históricos.

Por supuesto, al nuevo régimen le quedan numerosos retos. Todavía es necesario mucho desarrollo normativo de «nivel 2» por parte de la Comisión Europea y de la EBA (European Banking Authority) que concrete parte de los temas abiertos. Aún así, el reto fundamental es que el nuevo marco debe ser probado. Debe demostrarse que es posible resolver un gran banco, sin recurrir a fondos públicos y sin daños irreparables para la estabilidad financiera. El nuevo marco, tanto institucional como normativo, es ya un compromiso claro en este sentido. Asimismo, el trabajo preventivo en garantizar la resolubilidad de las entidades, debe posibilitar el cumplimiento de esos objetivos.

De hecho, la credibilidad del nuevo marco se pone de manifiesto al constatar que la mayor parte de analistas y agencias de «rating» ha asumido y reflejado en su análisis que la deuda senior es susceptible de sufrir pérdidas en caso de crisis. Es decir, el mercado ha internalizado el «bail-in».

En definitiva, el nuevo marco de resolución europea hace más sólido al sistema financiero. Elimina el subsidio implícito que avalaba al sector financiero, obliga a reducir las complejidades estructurales de los bancos y garantiza que la estabilidad financiera es resistente a crisis de entidades. El diseño es adecuado y el reto ahora es aplicarlo con compromiso y con la convicción de que permitirá una gestión más eficiente de las crisis bancarias.



# LA PROPUESTA EUROPEA DE REFORMA ESTRUCTURAL

Gloria Hervás Ortega<sup>1</sup>

## 1. CONTEXTO Y ORIGEN DE LA PROPUESTA EUROPEA

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

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

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

El informe del grupo de trabajo, conocido como *Informe Liikanen* (en alusión al gobernador del Banco de Finlandia, que presidía el grupo de expertos), se publicó en octubre de 2012. Sus

conclusiones mostraban el apoyo del grupo a las reformas estructurales y recomendaba la separación obligatoria del *proprietary trading*<sup>2</sup>, el *market making*<sup>3</sup> y otras actividades similares cuando las entidades superaran determinados volúmenes de actividad.

Dadas las implicaciones de la iniciativa, las conclusiones del informe Liikanen dieron lugar a dos nuevas consultas<sup>4</sup>. La primera, en noviembre de 2012, se centró en las conclusiones del propio informe Liikanen, mientras que la segunda, en julio de 2013, presentaba los posibles enfoques que barajaba la Comisión en su diseño de reforma estructural. Esta última probablemente haya sido una de las consultas que ha requerido más esfuerzo en su respuesta por parte de las entidades financieras. Además de plantear una serie de preguntas cualitativas, la Comisión requería a las entidades que proyectaran sus balances y cuentas de resultados a un horizonte de cinco años, con el fin de cuantificar el potencial impacto de distintos escenarios de reforma estructural.

En su propuesta de Reglamento, la Comisión concluye finalmente que las reformas efectuadas en los ámbitos de requerimientos de capital y liquidez, resolución y supervisión de entidades bancarias desde que se iniciara la crisis no son

---

<sup>1</sup> El artículo recoge la posición que Banco Santander ha defendido en las diferentes consultas que la Comisión Europea y el Tesoro español han realizado en el debate sobre reformas estructurales. Estas respuestas se han coordinado desde el Departamento de Public Policy de Banco Santander con División Financiera, Global Banking and Markets, Riesgos, Asesoría Jurídica y Santander UK. Los errores y omisiones son exclusivamente responsabilidad de la autora. La autora agradece además los comentarios recibidos a versiones previas de este artículo de sus compañeros de Public Policy y Global Banking and Markets.

---

<sup>2</sup> Actividades por cuenta propia.

<sup>3</sup> Actividades de creación de mercado.

<sup>4</sup> En junio 2012 la Comisión lanzó una consulta para plantear cuestiones genéricas sobre la conveniencia de reformas estructurales en el sector bancario y recabar opinión sobre las iniciativas que habían comenzado a gestarse en otras jurisdicciones.



suficientes para hacer frente a la problemática del *too-big-to-fail* y que, por tanto, es necesario un marco regulatorio que permita la imposición de reformas estructurales en los bancos europeos.

Tras este proceso, la publicación de la propuesta europea se produjo en un momento de distintos avances en otras jurisdicciones:

- En EE.UU. la norma fue definitivamente aprobada en diciembre de 2013, con entrada en vigor en julio de 2015.
- En Reino Unido la norma recibió sanción real en diciembre de 2013. Durante el verano se ha publicado la legislación secundaria que desarrolla los detalles de aplicación de la norma, y su entrada en vigor se espera para mayo de 2019.
- Francia y Alemania aprobaron sendas propuestas en junio 2013, con entrada en vigor en enero y julio de 2015, respectivamente.
- Bélgica está actualmente tramitando una propuesta de reforma estructural cuyos ejes centrales fueron aprobados en enero 2014.

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

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

Por tanto, y en esencia, todas las normas o propuestas de reforma estructural limitan o pro-

híben la realización de determinadas actividades que se consideran que implican un elevado riesgo, en aras de proteger a los depósitos garantizados<sup>5</sup>. De esta manera, se trata de limitar que los bancos puedan realizar un conjunto de actividades que pudieran poner en peligro sus depósitos, ante la percepción de que en ese caso existirán incentivos para el rescate de la entidad. Se pretende por ello minimizar la incursión de los bancos en actividades arriesgadas o inadecuadamente valoradas cuando un banco cuente con depósitos de clientes. Además, a través de los requerimientos organizativos que se establecen, se intenta favorecer también la resolubilidad de las entidades.

Sin embargo, todas las propuestas difieren en aspectos muy sustanciales en cuanto al rango de actividades que se deben prohibir o separar, la forma jurídica en la que se debe realizar dicha separación, y la intensidad y forma de las relaciones que pueden establecerse entre las distintas entidades (el *trading bank* y el banco tomador de depósitos).

En este escenario, la propuesta de reforma de la Comisión Europea trata no sólo de defender los objetivos para los que ha sido diseñada, sino también de establecer un escenario armonizado a nivel europeo. Y es que, aunque las reformas estructurales en la banca no han estado nunca en la agenda del G20, en la cumbre de San Petersburgo en septiembre de 2013 se manifestó una creciente preocupación por el impacto de distintas reformas en distintas jurisdicciones, por lo que se dio el mandato al FSB de analizar el impacto potencial de todas estas reformas<sup>6</sup>. El informe del FSB, que se publicó en octubre de 2014, aunque concluye que todavía es prematuro valorar el impacto de estas reformas sí alerta del posible impacto en operatividad y eficiencia de resolución de grupos cross border y en la liquidez de los

<sup>5</sup> Todas las propuestas se refieren a los depósitos garantizados ya que entienden que al estar garantizados por el FGD, la entidad tiene incentivo a «jugar» con los mismos sabiendo que los depósitos no van a verse nunca afectados porque el FGD los reembolsaría. Por simplicidad, en el artículo se menciona el término depósitos, sin añadir la precisión de que estén garantizados.

<sup>6</sup> [https://staging.financialstabilityboard.org/publications/r\\_130905a.pdf](https://staging.financialstabilityboard.org/publications/r_130905a.pdf)



bonos corporativos y de deuda soberana de los mercados donde operan los bancos globales.

## 2. DESCRIPCIÓN DE LA PROPUESTA DE LA COMISIÓN EUROPEA

El 29 de enero de 2014 la Comisión Europea publicó la propuesta de Reglamento de reformas estructurales en la banca europea<sup>7</sup>. A continuación se describen los elementos básicos de la propuesta.

### 2.1. ENTIDADES AFECTADAS

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

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

La propuesta de Reglamento se aplicará a las entidades de crédito de la Unión Europea (UE), tanto a la matriz como a sus filiales y sucursales, incluyendo aquéllas que se sitúen en terceros países.

Además, la propuesta se aplicará también a las sucursales y filiales en la UE de bancos de terceros países.

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

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

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

### 2.2. PROHIBICIÓN DE PROPRIETARY TRADING

La prohibición de *proprietary trading* afecta a todas las entidades a quien aplica la propuesta. Con este fin, la Comisión da una definición estrecha para evitar afectar de forma no intencionada a otras actividades. La definición liga la actividad a salas, unidades o divisiones de negociación u operadores individuales que estén específicamente orientadas a tomar posiciones para obtener un beneficio por cuenta propia, y no guarden relación con actividades de clientes o la cobertura de riesgo de la propia entidad.

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

Además, la prohibición se extiende también a la posesión de acciones o participaciones y a su inversión tanto en fondos de inversión libre (o en certificados/derivados vinculados a ellos) como en entes que negocien por cuenta propia o patrocinen fondos de inversión libre.

### 2.3. SEPARACIÓN DE MARKET MAKING Y OTRAS ACTIVIDADES DE TRADING

La norma establece un marco para la posible separación de determinadas actividades que se considera que también pueden poner en riesgo la estabilidad del banco. Se trata de las actividades de *market making* (que se considera que puede encubrir la actividad de *proprietary trading*), la inversión en determinadas titulizaciones y su patrocinio, y la venta y negociación de derivados distintos a los permitidos (actividades estas últimas ligadas al estallido de la crisis).

<sup>7</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/structural-reform/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/structural-reform/index_en.htm)



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

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

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

- a) el volumen relativo de los activos destinados a negociación, calculado dividiendo dichos activos por el total de activos;
- b) el apalancamiento de los activos destinados a negociación, calculado dividiendo dichos activos por el capital básico de nivel 1;
- c) la importancia relativa del riesgo de contraparte, medida dividiendo el valor razonable de los derivados por el total de activos destinados a negociación;
- d) la complejidad relativa de los derivados destinados a negociación, medida dividiendo los derivados destinados a negociación de nivel 2 y de nivel 3 por los derivados destinados a negociación y por los activos destinados a negociación;
- e) la rentabilidad relativa de los ingresos procedentes de la actividad de negociación, medida dividiendo dichos ingresos por el total de ingresos netos;

- f) la importancia relativa del riesgo de mercado, medida hallando la diferencia en valor absoluto entre los activos y los pasivos destinados a negociación, y dividiendo el resultado por la media simple entre los activos y los pasivos destinados a negociación;
- g) la interconexión, medida con arreglo al método a que se refiere el artículo 131, apartado 18, de la Directiva 2013/36/UE de supervisión prudencial de entidades de crédito;
- h) el riesgo de crédito y de liquidez derivado de compromisos y garantías otorgados por la entidad de crédito básica;

El supervisor siempre habrá de consultar con la Autoridad Bancaria Europea (EBA) su decisión y notificarle su decisión última. Además, el texto otorga a la EBA el mandato de desarrollar estándares técnicos regulatorios que regulen la medición y el cómputo de las métricas.

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

- La matriz de la UE velará por que un grupo que comprenda *entidades tomadoras de depósitos* y *entidades de trading* se estructure de forma que se creen dos subgrupos diferenciados en base subconsolidada y que sólo uno de ellos integre *entidades tomadoras de depósitos*.
- La entidad *tomadora de depósitos* no dispondrá de instrumentos de capital o derechos de voto en una *entidad de trading*.
- La *entidad tomadora de depósitos* y la *entidad de trading* emitirán su propia deuda en base individual o subconsolidada
- Todos los contratos y otras operaciones que tengan lugar entre la *entidad tomadora de depósitos* y la *entidad de trading* serán tan favorables para la *entidad tomadora de depósitos* como los contratos y operaciones com-





parables en los que intervengan entes no pertenecientes al mismo subgrupo.

- La mayoría de los miembros del órgano de dirección de la *entidad tomadora de depósitos* y del ente de negociación serán personas que no pertenezcan al órgano de dirección del otro ente. Ningún miembro del órgano de dirección de uno u otro de estos entes desempeñará funciones ejecutivas en los dos, salvo el responsable de la gestión de riesgos de la sociedad matriz.
- El nombre o la designación de la *entidad de trading* y de la *entidad tomadora de depósitos* deberá permitir que el público identifique fácilmente cuál de ellos es un ente de negociación y cuál de ellos es una *entidad tomadora de depósitos*.
- Los requisitos prudenciales especificados en esos artículos deberían aplicarse en base individual o subconsolidada a los respectivos subgrupos

## 2.4. GESTIÓN DE RIESGOS

La norma contempla que, aun cuando una entidad haya sido objeto de separación y se le exija por tanto la creación de una *entidad de trading* para prestar las actividades de *market making* y similares, la *entidad tomadora de depósitos* podrá desarrollar la actividad necesaria para la gestión prudente de sus riesgos y de sus clientes.

En el contexto de la gestión prudente de su capital, su liquidez y su financiación, las *entidades tomadoras de depósitos* solo podrán cubrir el riesgo global de su balance con derivados sobre tipos de interés, derivados sobre tipos de cambio y derivados admisibles para compensación a través de entidades de contrapartida central.

Por lo que se refiere a la venta de estos productos a clientes, la *entidad tomadora de depósitos* podrá vender derivados sobre tipos de interés, derivados sobre tipos de cambio, derivados de crédito, derivados sobre derechos de emisión de gases de efecto invernadero, derivados sobre materias primas admisibles para compensación a través de entidades de contrapartida central, y

derechos de emisión de gases, siempre que concurren las siguientes condiciones:

- que la única finalidad de la venta sea cubrir el riesgo de tipo de interés, el riesgo de tipo de cambio, el riesgo de crédito, el riesgo de materias primas o el riesgo asociado a los derechos de emisión de gases de efecto invernadero;
- que los requisitos de fondos propios de la *entidad tomadora de depósitos* con respecto al riesgo de posición asociado a los derivados no superen un determinado porcentaje de sus requisitos totales de capital por riesgos (pendiente de definir a través de un acto delegado).

## 2.5. CALENDARIO

Suponiendo que el texto final del Reglamento sea adoptado por el Parlamento Europeo y el Consejo antes de junio de 2015, el calendario de los principales hitos sería el siguiente:

- la Comisión adopta los actos delegados necesarios para la aplicación de las disposiciones fundamentales antes de enero de 2016;
- la lista de bancos sujetos y bancos acogidos a una excepción se publica el 1 de julio de 2016, y se actualizaría con carácter anual;
- la prohibición de la negociación por cuenta propia se hace efectiva el 1 de enero de 2017;
- las disposiciones sobre separación de las actividades de negociación de las entidades de crédito se hace efectiva el 1 de julio de 2018.

## 3. IMPACTO PARA LAS ENTIDADES FINANCIERAS

### 3.1. VALORACIÓN GENERAL

Antes de entrar a valorar los elementos más sensibles de la propuesta de la Comisión Europea sobre reformas estructurales, resulta conveniente considerar algunas reflexiones sobre las reformas estructurales en general.



### 3.1.a) *Riesgos para la estabilidad del sistema*

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

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

De producirse la separación de actividades, los nuevos bancos de *trading* estarían expuestos unos a otros (por definición, ya que la exposición a bancos *tomadores de depósitos* está limitada). En consecuencia, la quiebra de uno de ellos tendría un impacto potencial relevante. Al mismo tiempo, las empresas deberían absorber las pérdidas derivadas de su exposición con estas entidades, además de no poder contar con contrapartidas para la cobertura de sus riesgos. En un caso como éste, se producirían consecuencias para la economía real y el sistema financiero importantes.

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

### 3.1.b) *Incremento de la complejidad de los grupos bancarios*

En algunos casos, y tal y como la propia Directiva de Resolución de Entidades de Crédito contempla entre sus medidas, la aplicación de una reforma estructural para entidades concretas y en casos específicos puede ser la vía más adecuada para simplificar estructuras, favorecer la supervisión y, especialmente, eliminar los impedimentos a la resolución.

Sin embargo, en la mayoría de los casos aplicar medidas de separación puede traer consigo el incremento de la complejidad de grupos bancarios organizados de forma simple y transparente, duplicando el número de entidades dentro del grupo y las interrelaciones entre ellas.

### 3.1.c) *Impacto en la economía real*

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

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

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

En ambos casos, el usuario final resultará afectado.

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

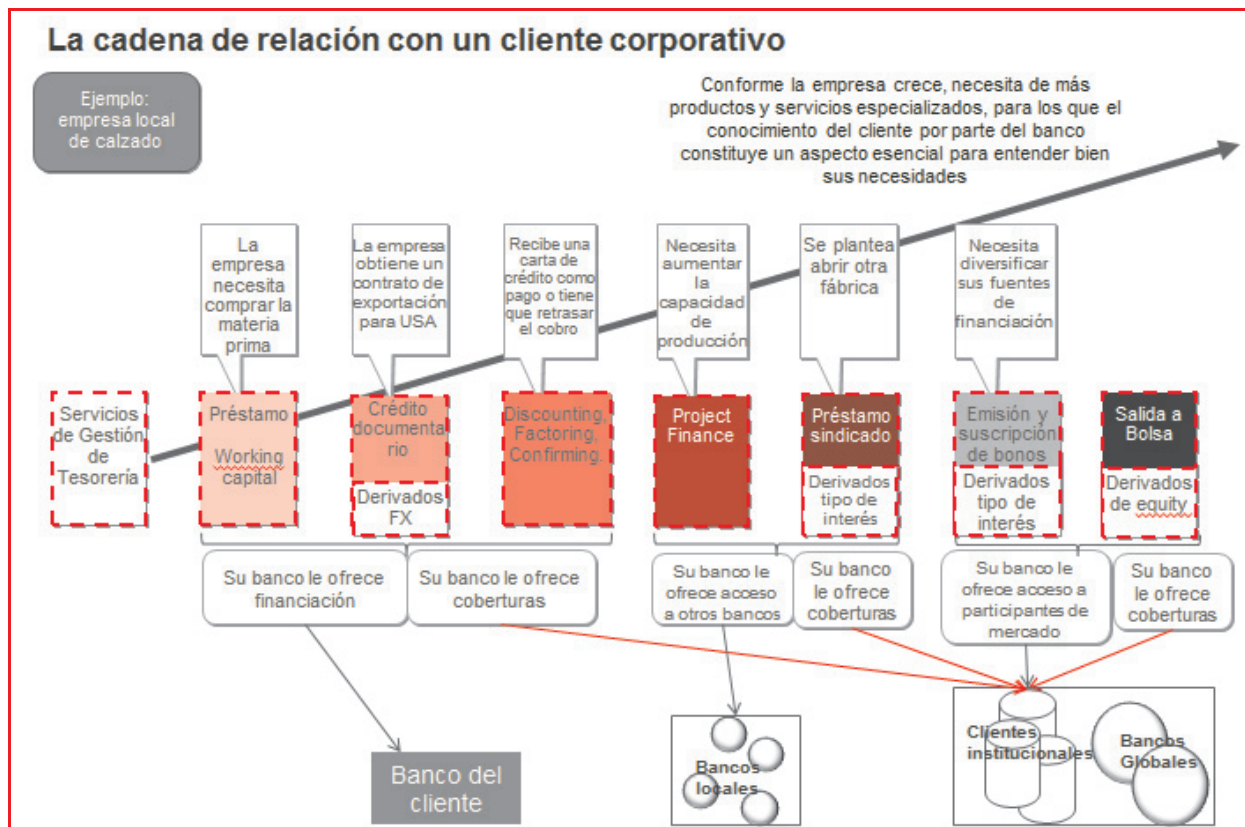
El *market making* es una actividad amplia que abarca actividades tales como:

- Cobertura de riesgos (tipos de interés, tipo de cambio, ...)



- Diseño de productos para canalizar el ahorro.
- Desarrollo de los mercados de capitales a través del apoyo a la emisión de deuda

de las empresas, deuda pública de los Estados y provisión de liquidez a través del compromiso de negociación de los títulos.



Fuente: gráfico elaborado por GBM Santander para la consulta de la Comisión Europea de julio 2013.

Bancos con un perfil más *retail* ofrecen esta tipología de servicios a clientes, empresas, con la que se ha establecido una relación estable y duradera y donde los riesgos están valorados y estudiados de acuerdo a una información constante y fiable que se ha recabado consecuencia de esa relación.

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

- Las entidades especializadas en servicios de *market making* que no captan depósitos de clientes no ofrecen de forma habitual los servicios y productos más tradicionales (préstamos, pago de impuestos, *cash management*, etc). Estas nuevas entidades entrarían sin disponer de información suficiente del cliente para valorar correctamente los riesgos por lo que estarían tentadas a fijar precios más elevados para cubrir una pérdida esperada que no pueda ser adecuadamente valorada, con el consiguiente impacto para el cliente.



- El tamaño de negocio que abandonarían estos bancos es suficientemente elevado como para suponer que:
  - Los bancos domésticos no afectados por la regulación no podrán llenar ese vacío, tanto por falta de experiencia como de pulmón financiero.
  - Los bancos de inversión americanos probablemente no estén habituados a trabajar con clientes *corporate* pequeños, a los que no conocen bien. Además, estos bancos cuentan también con límites de riesgo que dificulta la absorción de toda la exposición deseada.
  - Podrían entrar bancos de mercados emergentes con una regulación más favorable.
  - Existiría además un riesgo muy elevado de que se produjera un incremento del *shadow banking* o entrada de competidores no bancarios no sujetos a las mismas reglas de juego.

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

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

ambos bancos se fijarán de forma independiente, de nuevo, sin considerar la posición global del banco.

La exención que se contempla en la regulación a favor de los títulos de deuda pública (no sujetos a la prohibición de *proprietary trading* ni a las obligaciones de separación) pone de relieve que la actividad de *market making* es una actividad necesaria y útil para la economía.

### 3.2. VALORACIÓN DE ELEMENTOS CONCRETOS

Los elementos más sensibles de la propuesta se refieren a la forma en la que se decidirá la posible separación de actividades de *market making*. La definición de las métricas que pueden determinar la separación y el papel del supervisor en dicho proceso, elementos además que están íntimamente ligados, son dos de las cuestiones más discutidas dentro y fuera de la industria bancaria.

#### 3.2.a) *Las métricas y el papel del supervisor*

La propuesta contempla que si una entidad supera unas determinadas métricas, el supervisor estará obligado a iniciar el procedimiento de separación, y sólo en caso en que el supervisor, tras un diálogo con la entidad, estimara que la entidad no pone en riesgo su propia estabilidad ni la del sistema en su conjunto en el desempeño de esta actividad, podrá eximirla de la separación. Es decir, la propuesta concibe las métricas como el detonante de la separación y somete al supervisor a un *bias to action* hacia la separación.

La decisión sobre si una entidad tiene que ser obligada a separarse es tan relevante, con consecuencias, conocidas y no conocidas, tan importantes, que la decisión sobre la conveniencia de la separación no puede basarse en el hecho de que la entidad supere las métricas en la forma establecida.

Superar los umbrales establecidos debería simplemente constituir una señal por la que el



supervisor debiera entrar a analizar una entidad para valorar si la separación de dicha entidad concreta puede resultar necesaria, a través de un análisis individualizado basado en información supervisora. No existe ninguna métrica perfecta que permita determinar por sí sola si una separación es necesaria. Las métricas, al igual que los ratios comúnmente empleados por los analistas en el análisis fundamental, sirven simplemente para poner de manifiesto si una entidad tiene un volumen importante de actividad, si la entidad muestra una elevada volatilidad en los resultados, si sería necesario realizar un seguimiento de determinados parámetros de riesgo... pero no existe ningún indicador o grupo de indicadores perfectos que pueda conducir de forma automática a la toma de esa decisión.

En cualquier caso, hay que señalar que los ejes de la propuesta de la Comisión en este ámbito parecen adecuados. La Comisión parte de un diseño a nivel conceptual (los ratios están pendiente de desarrollar por la EBA) y propone un set de indicadores que recoge ratios referidos a ocho parámetros distintos. El informe Liikanen se refería exclusivamente al parámetro de tamaño<sup>8</sup>, mientras que la Comisión añade a este indicador ratios de apalancamiento, riesgo de contraparte, complejidad relativa de los derivados, rentabilidad relativa de las actividades de *trading*, riesgo de mercado, interconexión y riesgo de crédito y de liquidez derivado de compromisos y garantías otorgados por la entidad de crédito básica. El diseño de un conjunto de indicadores permite y facilita que el análisis de la entidad sea más completo.

Existe además un debate en la industria sobre si estos indicadores han de basarse en rúbricas contables o de riesgo. La propuesta de la Comisión se basa en indicadores contables, si bien, emplaza a la EBA a que los revise. Una valoración rápida sobre la cuestión lleva a pensar que ni unos ni otros son perfectos. Por un lado, las medidas de riesgo están

siendo actualmente revisadas y distintos informes demuestran que algunas de ellas están lejos de ser comparables<sup>9</sup>. Por otro lado, indicadores contables, aun siendo comparables y homogéneos, pueden no recoger adecuadamente el riesgo de la actividad. Probablemente, lo más adecuado sería una combinación de medidas de uno y otro, de tal manera que medidas de riesgos fueran acompañadas de indicadores de tamaño (ej. qué tamaño representa la cartera que genera ese riesgo).

Habida cuenta de la inexistencia de métricas automáticas, es pues clave el papel del supervisor. El supervisor tiene capacidad para interpretar y analizar los resultados de esas métricas pues además de contar con el criterio necesario dispone de información mucho más precisa de las entidades. Esta información incluye también los planes de recuperación y resolución (RRP<sup>10</sup>) que las entidades están obligadas a presentar anualmente.

Por tanto, el *bias to action* que contiene la propuesta y que obliga al supervisor a iniciar automáticamente el proceso de separación si una entidad supera las métricas sólo tendría sentido si existiera la posibilidad de establecer métricas perfectas sin ningún tipo de margen de error. Dado que tales métricas no existen, el papel del supervisor debería ser más importante que el que se le asigna en la propuesta: si una entidad supera las métricas, el supervisor entrará a valorar dicha entidad, pero el supervisor no debería verse obligado en ningún caso a iniciar el procedimiento de separación. Además, solo debería verse obligado a justificar requerimientos de separación, pero no a justificar aquellos casos en los que la separación no se requiera.

### 3.2.b) *El reconocimiento al modelo MPE*

Uno de los argumentos en contra de las reformas estructurales tiene que ver con el posible incre-

<sup>8</sup> El informe establecía como métrica el que el importe de la cartera de negociación y de disponible para la venta superara los 100.000 millones de euros o que el importe de dichas carteras representara entre un 15%-20% del balance.

<sup>9</sup> Informes de Basilea y EBA: <http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/review-of-consistency-of-risk-weighted-assets/-/topic-documents/Dj0TmcAgAa0J/more>; <http://www.bis.org/publ/bcb216.htm>

<sup>10</sup> Recovery and Resolution Plans.



mento de la complejidad en la organización de los grupos bancarios y por tanto, en el sistema financiero. Esta crítica es más clara para aquellos grupos organizados a través de filiales autónomas.

La propuesta reconoce las virtudes del modelo MPE y autoriza a las autoridades correspondientes a eximir a las filiales extranjeras de grupos que cuenten con una matriz europea de la posible obligación de separación que sí puede afectar a la matriz o entidades europeas. El motivo de ello es que el riesgo de quiebra de las filiales, que son entidades jurídicamente diferentes, queda contenido en cada una de ellas. El modelo aporta cortafuegos entre filiales autónomas en capital y liquidez.

### 3.2.c) Entidades afectadas

La propuesta tiene como destinatario a las entidades europeas catalogadas como G-SIBs y aquellas entidades que superen determinados volúmenes de negocio.

Identificar a las entidades que tienen que ser objeto de la propuesta por el mero hecho de ser G-SIBs es un enfoque simplista que obvia otras consideraciones:

- Ser una entidad G-SIBs no implica directamente que las actividades que realice en el ámbito de los mercados sean actividades de riesgo. Puede haber entidades que no siendo G-SIBs que sí incurran en riesgos en el desarrollo de esta actividad y viceversa.
- Este enfoque supone que no se le concede suficiente reconocimiento a la regulación que ya se ha establecido para estas entidades: buffers de capital y RRP.
- Podría incluso identificarse entidades que no siendo G-SIBs de forma individual, sí pueden ser consideradas como tales de forma agregada.

### 3.2.d) Definiciones

Las definiciones, tanto de *proprietary trading* como de *market making* expresan correctamente

la operativa que es objeto de prohibición y separación.

Las definiciones propuestas son:

- *Market making*: el compromiso de una entidad financiera de proporcionar liquidez al mercado de forma regular y permanente, anunciando cotizaciones de compra y venta para un determinado instrumento financiero, o en el marco de su actividad habitual, ejecutando órdenes iniciadas por clientes o en respuesta a solicitudes de negociación de clientes, sin que en ninguno de estos casos esté expuesta a riesgo de mercado significativo.
- *Proprietary trading*: las actividades de las 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.

No obstante, sería necesario incorporar los siguientes matices:

- En la definición de *market making* es necesario la inclusión clara de que la actividad se realice en anticipación a una posible orden de un cliente, tal y como sí reconoce la definición de *proprietary trading*. También es conveniente eliminar el requerimiento de que la exposición no lleve aparejada una exposición «material» a riesgo de mercado sin precisar cuándo una exposición puede considerarse «material».
- La definición de *proprietary trading* es necesario que explicita que el objetivo es obtener beneficios a corto plazo y que no afectará a la cartera de disponible para la venta. De esta forma, se evita que la definición y prohibición pudiera afectar a inversiones estratégicas a largo plazo.

### 3.2.d) Los derivados en la gestión de riesgos

La normativa exige que los derivados que la entidad tomadora de depósito emplee tanto en la ges-



ción propia de sus riesgos como en la venta de productos para clientes sean contratos que se instrumentalicen a través de Cámaras de Contrapartida Central (CCP).

La industria en general ha indicado que esta exigencia supondría una restricción muy significativa por cuanto los derivados vía CCP son estándar y por tanto, dejaría fuera de la posibilidad de uso a aquellos derivados «a medida» que los bancos ofrecen a los clientes para atender las necesidades personalizadas y distintas de cada uno de ellos.

#### 4. CONCLUSIÓN

Todos los problemas que fueron identificados por el grupo de expertos presidido por el gobernador Erkki Liikanen y que pretenden ser resueltos con la propuesta de reforma estructural de la Comisión Europea son ya objeto de las iniciativas regulatorias que se han ido gestando desde la crisis. La regulación más efectiva de actividades que son necesarias para determinados clientes y situaciones, y de las que se quiere evitar excesos, es aquella que se realiza a través de incentivos y no prohibiciones.

Lo contrario, propuestas como la actual, favorecen que aquellas actividades que pretenden limitarse queden encubiertas de una u otra manera o surjan otras entidades no reguladas que se hagan con el dominio o una parte significativa de la cuota, con las consiguientes consecuencias negativas para la estabilidad financiera. Además de los impactos comentados anteriormente (incremento de la inestabilidad y complejidad del sistema e impacto en la economía real), habría que añadir<sup>11</sup>:

- Tránsito de las actividades hacia sectores no regulados.
- Consecuencias no deseadas derivadas de una línea de separación mal definida.

<sup>11</sup> [www.bis.org/publ/work412.pdf](http://www.bis.org/publ/work412.pdf); <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1304.pdf>

- Pérdida de los beneficios de la separación a lo largo del tiempo.
- Fragmentación regulatoria internacional y reglas de juego no iguales para todas las entidades financieras.

Las reformas estructurales son además medidas no testadas, no previamente aplicadas, con lo que a estas consecuencias podrían añadirse otros impactos no contemplados.

No obstante, las reformas estructurales pueden ser adecuadas en algunos casos. Para ello no es necesaria la imposición de un marco general de reformas estructurales ni la aprobación de nuevas propuestas. La solución de aplicar reformas estructurales en determinados casos es una opción que ya está contemplada en la normativa actual:

- Los Key Attributes<sup>12</sup> del FSB sobre recuperación y resolución de entidades de crédito contempla que las autoridades de supervisión y resolución deben contar con poderes suficientes como para exigir a una entidad la adopción de medidas adecuadas, tales como cambios en la gestión, estructura u organización de las entidades, con el fin de reducir la complejidad y el coste de resolución.
- La Directiva europea recientemente aprobada y con entrada en vigor el 1 de enero de 2015 sobre rescate y resolución de las entidades de crédito (BRRD<sup>13</sup>) prevé que las autoridades de resolución puedan exigir a los bancos cambios estructurales (p.ej., en su estructura organizativa y jurídica), si consideran que ello es necesario para evitar obstáculos que impidan una resolución eficaz.

Esta solución es precisamente una de las opciones valoradas dentro del grupo de trabajo de Liikanen

<sup>12</sup> Los Key Attributes: constituyen los «atributos» clave que todo régimen de resolución debe disponer para garantizar su efectividad y la consecución de los cuatro objetivos fundamentales perseguidos en resolución: minimizar el recurso a las arcas públicas; salvaguardar la estabilidad financiera; evitar la destrucción de valor; asegurar la continuidad de las funciones críticas. [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_111104cc.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104cc.pdf)

<sup>13</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/crisis\\_management/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/crisis_management/index_en.htm)



kanen. En sus conclusiones, y de forma muy transparente, se indicaba que parte del grupo de trabajo (Avenue 1<sup>14</sup>) apoyaba una solución individualizada tras un análisis «caso a caso».

En definitiva, de la experiencia y comparativa internacional de las distintas propuestas de reforma estructural se concluye que todas ellas, aun contando con un fuerte impulso político, son muy difíciles de diseñar técnicamente. El propio proceso de negociación de la propuesta europea, que tomará un nuevo impulso en noviembre tras el receso estival y la nueva constitución de Parlamento y Comisión, será reflejo de ello y representará un reto para la propuesta. Y es que lo que a nivel político puede resultar atractivo, en el terreno práctico puede resultar de difícil aplicación y especialmente arriesgado, especialmente si se desea combinar estas medidas con el objetivo de fomentar el crecimiento económico y el apoyo de las entidades financieras a la economía real.

## REFERENCIAS:

- Propuesta de la Comisión Europea sobre reformas estructurales.
- Legislaciones nacionales: Volcker Rule y normas UK.
- Cristina Iglesias-Sarria y Fernando Vargas (2012): «Las entidades financieras sistémicas: las medidas acordadas», Revista Estabilidad Financiera de Banco de España.
- José Manuel Campa (2014): «Reformas estructurales en el sector bancario». Fundación de Estudios Financieros, Papeles de la Fundación núm. 52.
- Vítor Constâncio (2013). Speech at the IIEA Conference on «The Future of Banking in Europe» in Dublin.
- Directiva de Recuperación y Resolución de Entidades de Crédito.

---

<sup>14</sup> En las conclusiones se distinguía entre un Avenue 1, favorable a una separación condicionada a una revisión individualizada de los RRP y un Avenue 2, partidario de la separación obligatoria para todas las entidades que superaran un umbral.



## **4. EVOLUCIÓN DE LOS MECANISMOS DE FINANCIACIÓN**





# COVERED BONDS Y TITULIZACIONES: NUEVAS TENDENCIAS Y PROPUESTAS DE REGULACIÓN

**Enrique Carretero**  
*Socio*

**Ignacio García Silvestre**  
*Asociado*

**Baker & McKenzie, Madrid**

## 1. PERSPECTIVA DEL MERCADO DE LOS COVERED BONDS Y DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

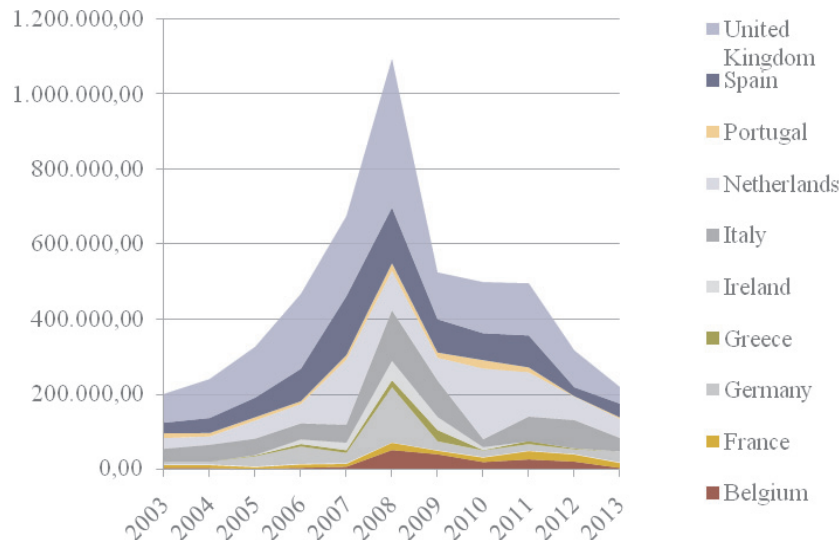
En el mercado español, la figura de los denominados *covered bonds* se corresponde con las cédulas y bonos hipotecarios, que son objeto de regulación en la normativa del mercado hipotecario. Se trata de valores respaldados por préstamos hipotecarios que permanecen en el balance y bajo la titularidad de la entidad emisora-prestamista, y que constituyen por tanto operaciones de endeudamiento y con recurso frente al emisor.

Las cédulas y bonos hipotecarios son valores cuya emisión está reservada de forma exclusiva a las entidades de crédito, sujetos a una regulación especial que establece un régimen jurídico propio y singular frente a las normas comunes en el ámbito hipotecario, concursal y tributario y que se configuran como instrumentos para permitir a las entidades financieras la utilización de los créditos hipotecarios de su balance para la captación de nuevos recursos, promoviendo la concesión y el abaratamiento de los préstamos hipotecarios en el mercado de crédito y fomentando, en última instancia (y así se preveía en el origen y en el fundamento político de su regulación), la construcción de vivienda y el acceso a su adquisición por los particulares.

A diferencia de los anteriores, la titulación de activos, así como los instrumentos a través de los cuales se configura fundamentalmente la misma en el ámbito del mercado hipotecario español (participaciones hipotecarias y certificados de transmisión de hipoteca), suponen la efectiva cesión y transmisión en masa de los derechos de crédito y de los riesgos asociados a los mismos, mediante su conversión en valores negociables y sin recurso, por tanto, frente a las entidades originadoras-cedentes. Se permite así a éstas últimas y de modo particular a las entidades de crédito, una mejor gestión y movilización de su balance y la reutilización de recursos que de otra forma habrían de quedar afectos al cumplimiento de los coeficientes obligatorios.

Los *covered bonds* y las operaciones de titulación, que están estrechamente ligadas a aquéllos y a los otros instrumentos específicos de la regulación del mercado hipotecario, han tenido una especial relevancia y protagonismo en los mercados financieros en las últimas décadas y de modo particular en España, que junto con el Reino Unido, ha llegado a ser uno de los países referentes en volúmenes de emisión.

Si bien la crisis económica y la crisis hipotecaria iniciada en Estados Unidos con las hipotecas *subprime*, afectaron a las emisiones españolas de cédulas hipotecarias y a las operaciones de titulación, su impacto ha sido ciertamente menor

**GRÁFICO Nº 1. EUROPE SECURITISATION ISSUANCE (USD MILLIONS)<sup>1</sup>**

Fuente: Fuente: elaboración propia a partir de datos de Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA).

que en otros países. De hecho, durante los años 2007 y 2008, en contraste con el significativo descenso de las emisiones en otros instrumentos, las emisiones de bonos de titulización en España, principalmente las respaldadas por activos hipotecarios, se mantuvieron en máximos históricos. En su mayoría, las emisiones de bonos de titulización se destinaron a ser adquiridas por las propias entidades financieras cedentes, con la finalidad de acumular activos susceptibles de ser utilizados como garantía para obtener financiación del BCE. La caída en el año 2009 y siguientes en la emisión de bonos de titulización fue propiciada, a su vez, por un incremento sustancial del descuento que el BCE empezó a aplicar a las citadas entidades que aportaban este tipo de instrumentos para obtener liquidez, unido a la posibilidad por parte de las entidades de crédito de sustituir este tipo de emisiones por la emisión de bonos simples con el aval del Estado<sup>2</sup>.

Por su parte y por lo que respecta a las cédulas hipotecarias, durante los años 2011 y 2012 las emisiones de cédulas experimentaron un fuerte aumento, incentivadas, por un lado, por el mejor tratamiento de estos valores en su utilización como garantía en las operaciones de financiación con el BCE, en comparación con otros activos, como los bonos de titulización, y por otro lado, por el programa de compra de cédulas que el BCE puso en marcha en noviembre de 2011 y que estuvo en vigor hasta octubre de 2012<sup>3</sup>.

Como luego veremos, el marco jurídico de la titulización en España se inicia en el año 1992, si bien de forma limitada al ámbito hipotecario y desde 1998 se hace extensiva a la titulización de otros activos financieros. No obstante y tal y como resulta del gráfico nº 3 siguiente, los activos subyacentes tradicionalmente más empleados en nuestro mercado de titulizaciones han seguido siendo los ligados al mercado hipotecario, aun cuando esta tendencia se está invirtiendo en los últimos años.

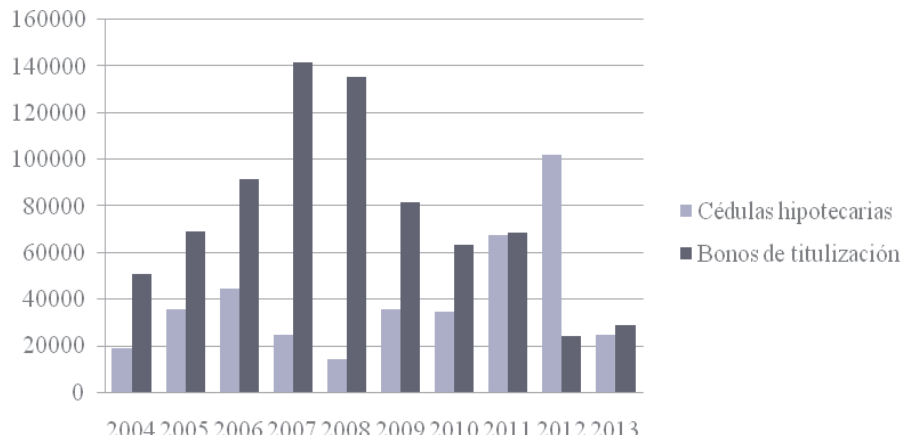
<sup>1</sup> Se han incluido únicamente los datos de los países con mayor actividad emisora.

<sup>2</sup> Informes Anuales de la CNMV, 2008 y 2009.

<sup>3</sup> Informe Anual de la CNMV 2012.

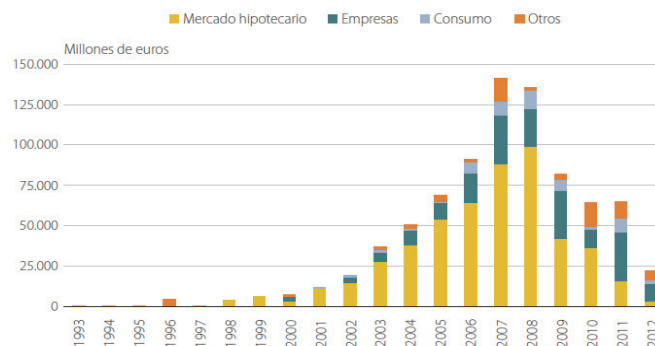


### GRÁFICO Nº 2. EMISIONES BRUTAS REGISTRADAS EN LA CNMV



Fuente: elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

### GRÁFICO Nº 3. CLASIFICACIÓN DE LOS ACTIVOS TITULIZADOS EN ESPAÑA ENTRE 1993 Y 2012



Fuente: CNMV, documento de trabajo nº 57, 2014, pág. 29.

A nivel internacional y como antes señalábamos, la crisis de los préstamos *subprime* estadounidense, derivada del incremento de los tipos de interés llevado a cabo por la Reserva Federal desde el año 2005 y la caída del precio de la vivienda, que hizo aumentar la morosidad y las ejecuciones hipotecarias, afectó de forma muy significativa a los bonos respaldados por estos activos, que se trasladó posteriormente al sistema financiero europeo y la inestabilidad y la incertidumbre sobre la calidad crediticia de los activos

se extendió también al resto de activos titulizados<sup>4</sup>.

A partir de entonces, el mercado de titulizaciones sufrió una notable disminución de actividad, que en parte se palió debido a las medidas

<sup>4</sup> MARÍA DEL ROSARIO MARTIN MARTIN, «La titulización en España: pasado, presente y ¿futuro?», Cuadernos de Información Económica, Sistema Financiero y Realidad Empresarial, pág. 103.



de apoyo al sistema financiero que se implementaron a partir del año 2008, donde los activos de titulización desempeñaron un papel muy destacado. En este sentido, a nivel europeo, podemos destacar, entre otros, el programa (*Special Liquidity Scheme*) que inició el Banco de Inglaterra en abril de 2008, que permitía a las entidades financieras y a las sociedades constructoras intercambiar temporalmente con el Banco algunos de sus activos líquidos por bonos del tesoro, con los cuales podían financiarse en el mercado con mayor normalidad. Los activos elegibles debían ser valores respaldados por préstamos hipotecarios o deudas procedentes del uso de tarjetas de crédito, con la máxima calificación crediticia<sup>5</sup>.

En el ámbito nacional, es de mencionar la creación del Fondo de Adquisición de Activos Financieros, administrado, gestionado y dirigido por el Ministerio de Economía y Hacienda, que compró cédulas hipotecarias y bonos de titulización en una serie de subastas que se llevaron a cabo entre 2008 y 2009.

En este contexto, la Comisión Europea ha aprobado recientemente un Libro Verde sobre la Financiación a Largo Plazo de la Economía Europea. A los efectos del presente trabajo, el Libro Verde hace alusión al necesario desarrollo y fomento de reformas de los mercados de capitales europeos, para que canalicen financiación a largo plazo de la manera más eficaz posible, y en particular, en el ámbito de la titulización y los *covered bonds*. Si bien dicho informe destaca que los *covered bonds* han demostrado ser relativamente resistentes durante la crisis, reitera la necesidad de introducir mejoras en su armonización en el ámbito europeo; asimismo y respecto de la titulización, el informe incide en la conveniencia de reforzar la supervisión y transparencia de estos instrumentos, como medidas que contribuirían a permitir a las entidades financieras la gestión de riesgos y la liberación de capital y su movilización para la concesión de nuevos préstamos.

<sup>5</sup> MARÍA DEL ROSARIO MARTÍN MARTÍN, «La titulización en Europa durante la crisis», CNMV, 2011, pág. 15.

En el mismo sentido y según la *Association for Financial Markets in Europe (AFME)*<sup>6</sup>, la recuperación del mercado de titulizaciones –y por extensión de los *covered bonds*– se considera que contribuiría notablemente a la liberación de los mercados de crédito y a sostener una mayor recuperación económica en toda Europa.

En este contexto, a raíz de que el Presidente del Banco Central Europeo (BCE), Mario Draghi, anunciara en abril del presente año la posibilidad de utilizar en la eurozona herramientas no convencionales dentro del mandato del BCE, para afrontar un periodo prolongado de baja inflación, el Consejo de Gobierno del BCE ha anunciado recientemente<sup>7</sup> la puesta en marcha de un programa de compra de bonos de titulización de activos de alta calidad y de *covered bonds* a partir de octubre de 2014, revelándose así nuevamente una fuerte apuesta a nivel institucional en la eurozona por los instrumentos financieros que son objeto del presente trabajo.

## 2. MARCO JURÍDICO DE LOS COVERED BONDS EN ESPAÑA

Como hemos señalado, la regulación de las cédulas y bonos hipotecarios, que constituyen los denominados *covered bonds* en el marco del ordenamiento jurídico español, se encuentra contenida en la actualidad en la regulación del mercado hipotecario y, en particular en la Ley 2/1981 de 25 de marzo, del mercado hipotecario («**LMH**») y en el Real Decreto 716/2009, de 24 de abril, que desarrolla determinados aspectos de la Ley 2/1981, de regulación del mercado hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero («**RMH**»).

La regulación del mercado hipotecario y la introducción de la figura de las cédulas y de los bonos hipotecarios en nuestro Derecho, preten-

<sup>6</sup> *Association for Financial Markets in Europe*, «Financiar la economía de la UE. El papel de los bancos y mercados financieros».

<sup>7</sup> *Vid.* el Boletín mensual del BCE publicado el jueves 11 de septiembre de 2014.



día dar respuesta a la problemática derivada de la *inmovilización* de recursos financieros que para las entidades financieras se deriva del largo plazo de amortización de los préstamos hipotecarios y que, en última instancia, disminuye el volumen de capital disponible y retrae la concesión de financiación para la construcción y adquisición de vivienda. La única manera de evitar este efecto pasa por fórmulas que permitan la transmisión de los créditos o, al menos, su utilización para la captación de nuevos recursos, esto es, que permitan en definitiva la *movilización* de los créditos hipotecarios, de forma que dichos recursos puedan ser nuevamente empleados en la concesión de crédito a la vivienda.

Los precedentes de la actual legislación se remontan no obstante al siglo XIX, donde ya se reconocía esta posibilidad en la Exposición de Motivos de la Ley Hipotecaria de 1861, si bien la Ley se limitaba posteriormente a recoger dos fórmulas (la cesión del crédito hipotecario y la subhipoteca), que quedaban sujetas a la exigencia de escritura pública e inscripción registral y que resultaban inoperativas por tanto para una efectiva movilización en masa de la cartera de créditos. Posteriormente, en 1872 y mediante la creación del Banco Hipotecario de España, se reconoce ya a esta entidad el privilegio exclusivo de emisión de cédulas hipotecarias por plazo de 90 años, con la facultad de *«emitir hasta el importe de las cantidades prestadas, cédulas hipotecarias, cuyo capital e intereses, primas o premios, tendrán por hipoteca especial, sin necesidad de inscripción registral, todas las que en cualquier tiempo se constituyan a favor del Banco»*<sup>8</sup>.

Con el anterior precedente y ante la necesidad de encontrar soluciones al mercado de la vivienda en España, se promulgó en 1981 la LMH a través de la cual se generalizaba ya y se hacía extensiva a todas las entidades de crédito, la posibilidad de movilización de los créditos hipotecarios a través de la emisión de cédulas y de bonos hipotecarios.

La normativa del mercado hipotecario se ha mantenido básicamente estable desde su regulación inicial y en gran medida y en lo fundamental ha continuado vigente hasta la actualidad, si bien ha sido objeto de modificaciones sucesivas, introducidas tanto en el texto de la Ley como en su Reglamento (ahora contenido en el Real Decreto 716/2009), destinadas fundamentalmente a adaptar su contenido a la regulación surgida de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, y sus normas de desarrollo; a flexibilizar sus requisitos en lo concerniente a la tipología y a la finalidad de los créditos hipotecarios susceptibles de movilización y a las condiciones de emisión de los valores hipotecarios; y a reforzar las competencias de supervisión a cargo del Banco de España y de la CNMV.

La LMH y su Reglamento contienen normas de diversa naturaleza, de derecho bancario y del mercado de valores, de derecho mercantil y tributario y se configuran, en definitiva, como un Derecho especial, con un régimen sustantivo propio, exclusivamente aplicable a las entidades de crédito y que establece normas y reglas especiales frente a la normas generales que en materia de negociación y cesión de los créditos hipotecarios se recogen en la legislación hipotecaria común.

La denominación de *mercado hipotecario* hace referencia tanto al mercado de los créditos hipotecarios, estableciendo la LMH una regulación detallada de las condiciones y requisitos de elegibilidad aplicables a los préstamos y créditos hipotecarios aptos para servir de cobertura (las *operaciones pasivas*), como al propio mercado de los valores hipotecarios (las *operaciones activas*), configurándose tres tipos de valores, cédulas, bonos y participaciones hipotecarias (así como un subtipo de éstas, los certificados de transmisión de hipoteca), de los cuales sólo los dos primeros (cédulas y bonos hipotecarios) se corresponden con la tipología aquí analizada de los *covered bonds*, constituyendo las participaciones hipotecarias un instrumento de cesión del crédito, orientando fundamentalmente y como luego veremos, a servir de subyacente de las operaciones de titulización.

<sup>8</sup> ANTONIO ORTI VALLEJO, «Garantías de los títulos del mercado hipotecario». Cuadernos Cívitas, 1993.



## 2.1. CÉDULAS HIPOTECARIAS

El concepto y el régimen jurídico general de las cédulas hipotecarias se establece en la LMH, que señala que «*el capital e intereses de las cédulas estarán especialmente garantizados, sin necesidad de inscripción registral, por hipoteca sobre todas las que en cualquier tiempo consten inscritas a favor de la entidad emisora y no estén afectas a emisión de bonos hipotecarios, sin perjuicio de la responsabilidad patrimonial universal de la misma*».

A fin de asegurar el mantenimiento del valor de la cobertura, que se extiende con carácter general a la totalidad de los préstamos y créditos hipotecarios que formen la cartera de la entidad emisora (y que no hayan quedado afectos a la emisión de bonos), la propia LMH establece un límite específico para la emisión, señalando que las entidades no podrán emitir cédulas hipotecarias por importe superior al 80% de los capitales no amortizados de aquellos préstamos y créditos hipotecarios de su cartera que reúnan determinados *requisitos de elegibilidad*, entre los cuales deben destacarse los siguientes:

- (i) los préstamos y créditos hipotecarios habrán de estar garantizados en todo caso por hipoteca inmobiliaria constituida con rango de primera sobre el pleno dominio de la totalidad de la finca;
- (ii) los bienes hipotecados deben haber sido objeto de tasación por entidad homologada y deben mantenerse asegurados por el importe del valor de tasación;
- (iii) el ratio *loan to value* (importe del préstamo sobre el valor de tasación del bien hipotecado) de los préstamos o créditos hipotecarios elegibles no podrá exceder del 60%, salvo en los destinados a la financiación de la construcción, rehabilitación o adquisición de vivienda, en los que podrán alcanzar el 80%;
- (iv) se excluyen como préstamos hipotecarios elegibles aquellos cuya garantía recaiga sobre determinados bienes (concesiones

administrativas, derecho de usufructo, etc.), así como los que se encuentren vendidos, subhipotecados, embargados o sujetos a condición suspensiva y los garantizados por hipoteca de máximo en la parte no dispuesta.

La entidad emisora de las cédulas está obligada a la llevanza de un registro contable especial de los préstamos y créditos hipotecarios que sirven de garantía a las emisiones de cédulas, en el cual deberá identificar, de entre todos los préstamos y créditos hipotecarios registrados, aquéllos que cumplen las condiciones de elegibilidad a las que hemos hecho referencia, recogiendo en las cuentas anuales de la entidad emisora los datos esenciales de dicho registro.

A fin de dotar de seguridad jurídica a las emisiones de cédulas, la regulación del mercado hipotecario establece determinados mecanismos de protección de los derechos de los tenedores de las cédulas y de aislamiento de riesgos ante situaciones concursales, que incluyen limitaciones al régimen general de rescisión respecto del negocio de constitución de las hipotecas inscritas a favor de la entidad, que no podrán ser impugnadas, salvo que se acredite la existencia de fraude y dejando a salvo los derechos de terceros de buena fe.

Por lo que respecta a la configuración y naturaleza jurídica de la garantía especial que se reconoce a favor del capital y de los intereses de las cédulas hipotecarias, la LMH formula la misma como «*hipoteca sobre todas las que en cualquier momento consten inscritas a favor de la entidad emisora*». No obstante el tenor literal de dicha disposición, la doctrina que ha analizado esta materia es unánime al negar que las cédulas lleven aparejada garantía hipotecaria alguna<sup>9</sup>. La garantía reconocida en la LMH a favor de las cédulas carecería de las condicio-

<sup>9</sup> Ver en este sentido, Agustín Madrid Parra. *Los valores hipotecarios tras la Ley 41/2007*. Derecho de los Negocios, nº 214, Sección Artículos, julio 2008. Editorial La Ley; y Antonio Ortí Vallejo. *Garantías de los títulos del mercado hipotecario*. Editorial Civitas, SA. 1993.





nes y notas esenciales de los derechos reales de garantía (y en particular del derecho real de hipoteca), cuales son las de *especialidad* y *reipersecutoriedad*, que exigen una especial afectación y afectación sobre un bien concreto y específico y que suponen que el derecho se mantiene y persigue en todo momento al bien sobre el que se constituyó la garantía, con independencia de quién sea su titular.

De la regulación contenida en la LMH se desprende claramente que ésta no configura en modo alguno la garantía de las cédulas hipotecarias bajo las notas de *especialidad* y *reipersecutoriedad* a las que nos hemos referido. Dicha garantía no alcanza en absoluto a los bienes sobre los que se ha constituido la hipoteca, pero tampoco a los propios préstamos o derechos de crédito garantizados con aquélla y de los que la entidad emisora es titular, que carecen de afectación específica y respecto de los que no resulta aplicable la nota de *reipersecutoriedad* a la que hemos hecho referencia. Así, la garantía de los titulares de las cédulas se mantiene de forma genérica sobre la cartera total de los créditos y préstamos hipotecarios de la entidad (salvo aquellos afectos a la emisión de bonos) y, exclusivamente, en la medida que dichos derechos de crédito continúen estando bajo la titularidad de la entidad emisora y formen parte de su patrimonio, de forma que la garantía desaparece por la amortización del préstamo o por su transmisión a terceros. Esto es, la garantía de la que se benefician las cédulas no sigue en modo alguno a los bienes hipotecados ni a los préstamos o créditos, ni se extiende por subrogación real al producto obtenido en la realización o en la adjudicación del bien hipotecado, en caso de ejecución de la hipoteca.

De forma consistente con lo anterior (y a diferencia del régimen previsto para los bonos al que más adelante nos referiremos), la LMH no impone limitaciones algunas a la entidad financiera para la disposición de su cartera de préstamos, sin perjuicio de las normas establecidas para el restablecimiento, en su caso, de la proporción de los límites de la emisión,

que se configuran en todo caso de forma ajena a los propios préstamos y créditos hipotecarios que sirvieron de cobertura a la emisión. En definitiva, en lo referente a las cédulas hipotecarias, las entidades emisoras disponen de total libertad para modificar, cancelar o transmitir a terceros los préstamos y créditos hipotecarios y pueden en la misma forma posponer las hipotecas existentes a su favor, sin atribuir derecho alguno a los titulares de las cédulas, ni requerir la obtención del consentimiento de éstos al respecto.

En consecuencia, la garantía especial que a favor de los titulares de las cédulas se reconoce en la LMH, se configuraría como un mero privilegio, que reconoce específicamente a los tenedores de las cédulas la condición de acreedores con preferencia especial sobre la totalidad de los préstamos y créditos hipotecarios inscritos a favor del emisor, en los términos de los artículos 1.923 del Código Civil y 90.1<sup>a</sup>.1 de la Ley Concursal, pero que sólo adquiere efectividad práctica en supuestos de concurrencia de acreedores y en situaciones concursales de la entidad emisora, sujeta, en todo caso, a que los referidos préstamos o créditos se mantengan bajo la titularidad de aquélla.

## 2.2. BONOS HIPOTECARIOS

La segunda modalidad de *covered bonds* que es objeto de regulación en la LMH la constituyen los bonos hipotecarios, en los cuales sí existe una afectación específica de unos determinados y concretos préstamos o créditos hipotecarios, que deben cumplir los requisitos de elegibilidad a los que anteriormente se ha hecho referencia y respecto de los cuales se establecen restricciones y limitaciones que impiden a la entidad emisora realizar cualquier acto que disminuya el rango de la garantía hipotecaria o el valor económico de la misma o del préstamo garantizado, salvo con el consentimiento de los titulares de los bonos a través del sindicato de tenedores.

A pesar de las sucesivas reformas en su regulación, los bonos hipotecarios han tenido un



papel testimonial, sin que se hayan realizado prácticamente emisiones desde la entrada en vigor de la LMH.

### 2.3. PARTICIPACIONES HIPOTECARIAS

Las participaciones hipotecarias son la tercera categoría de valores del mercado hipotecario y, como hemos dicho y a diferencia de las cédulas y bonos hipotecarios, no constituye un instrumento de endeudamiento del emisor, sino de cesión de los créditos o préstamos, destinado fundamentalmente a servir de subyacente a operaciones de titulización, como más adelante comentaremos.

Bajo la figura de la participación hipotecaria, la entidad de crédito emisora de la misma cede a su suscriptor la totalidad o parte de un préstamo o crédito hipotecario, que debe cumplir necesariamente los requisitos de elegibilidad a los que antes hemos hecho referencia. Por disposición legal y no obstante la cesión al tenedor de la participación del crédito y de los riesgos asociados al mismo, el emisor-cedente mantiene la titularidad formal y registral del mismo y conserva su custodia y administración, así como la legitimación para instar la ejecución hipotecaria del préstamo o crédito cedido.

La participación hipotecaria atribuye a su tenedor acción ejecutiva contra el emisor, por incumplimientos que no sean consecuencia de falta de pago del deudor del crédito cedido, así como el derecho a concurrir en igualdad de condiciones con el emisor en la ejecución que se inste contra aquél o de subrogarse en la posición del emisor en dicha ejecución en la parte que corresponda al crédito cedido.

Como un subtipo de las participaciones hipotecarias, la LMH reguló posteriormente los denominados certificados de transmisión de hipoteca, que tiene por objeto la cesión (bajo el mismo régimen previsto para las participaciones) de créditos o préstamos hipotecarios que no cumplan con los requisitos de elegibi-

lidad. En todo caso, la suscripción y tenencia de los certificados de transmisión está limitada a inversores profesionales o fondos de titulización de activos.

Atendiendo a la relevancia y el protagonismo alcanzado en nuestro mercado por las emisiones de cédulas hipotecarias y por las operaciones de titulización que han tenido como subyacente valores hipotecarios (participaciones hipotecarias, cédulas y certificados de transmisión de hipoteca), el análisis y la valoración de la regulación española del mercado hipotecario es, a nuestro juicio, claramente positiva, configurando un régimen legal que dota a la emisiones de los valores hipotecarios de la necesaria flexibilidad (evitando requisitos formales y en particular la exigencia de inscripción registral en la constitución de las coberturas o en la cesión de los créditos hipotecarios) y de un régimen tributario especialmente favorable (con exención plena de tributación por transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados) y que simultáneamente atribuye a sus tenedores certeza y seguridad jurídica suficiente ante eventuales situaciones concursales del emisor o del deudor de los préstamos o créditos cedidos o que sirven de cobertura.

En nuestra opinión, el marco legal que quizá requeriría una cierta revisión es el relativo al de las participaciones hipotecarias (y por ende, el de los certificados de transmisión de hipoteca), tanto en lo concerniente a la necesidad de clarificar el régimen de ejecución y los derechos atribuidos al respecto a los tenedores de la participación (que en la práctica han resultado ineficientes por su singularidad en el ámbito procesal), como fundamentalmente en lo relativo a la exigencia prevista en la LMH de que el emisor de la participación conserve la administración y custodia del crédito cedido. Dicha previsión, que puede tener pleno sentido para la preservación por la entidad de crédito cedente de las relaciones con su clientela, es contraria a la regulación hasta ahora vigente en materia de titulización (que admite que el originador conserve la gestión de los activos cedidos al fondo, salvo pacto en contrario) y se ha demostrado excesivamente



rígida en un entorno como el actual, en el cual las cesiones de créditos a través de la emisión de participaciones hipotecarias, pueden constituir un instrumento adecuado para las cesiones en masa de carteras de créditos a favor de adquirentes profesionales que, como es lógico, pretenderán asumir la gestión de los créditos adquiridos, ya por sí mismos o a través de *servicers* especializados. En todo caso y como luego veremos, la modificación proyectada de la normativa de titulización, solventaría, si bien por vía meramente interpretativa, esta situación, atribuyendo a la sociedad gestora de los fondos de titulización (incluyendo los que tengan como subyacente participaciones hipotecarias) la facultad de administración y gestión de los activos agrupados en el mismo.

### 3. EL MARCO JURÍDICO DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS Y SU PROYECTADA MODIFICACIÓN

#### 3.1. RÉGIMEN JURÍDICO ACTUAL

La titulización de activos se introduce en España con la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, a través de la cual se instrumenta la titulización de préstamos hipotecarios por parte de las entidades de crédito, mediante la creación de los denominados fondos de titulización hipotecaria.

Con posterioridad, fue objeto de regulación expresa la titulización de activos resultantes de la moratoria nuclear (Disposición Adicional 8ª de la Ley 40/1994, de 30 de diciembre, de Ordenación del Sistema Eléctrico Nacional), y se habilitó al Gobierno para regular por vía reglamentaria la titulización de «*otros préstamos y derechos de crédito, incluidos los derivados de operaciones de leasing y en general de las actividades de las pequeñas y medianas empresas*», haciendo extensivos a éstos, con las adaptaciones que resultaran precisas, el régimen previsto para los fondos de titulización hipotecaria. En des-

arrollo de la mencionada habilitación, se promulgó el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los Fondos de Titulización de Activos y las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización, mediante el cual se crean los denominados fondos de titulización de activos.

En la actualidad, el régimen jurídico en materia de titulización está siendo objeto de una profunda revisión, estando en trámite de elaboración legislativa el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, que incluye un título específico sobre el régimen jurídico de las titulizaciones, en el que se refundirán y unificarán en una única categoría legal las disposiciones actualmente aplicables a los fondos de titulización hipotecaria y a los fondos de titulización de activos.

Atendiendo a su fundamento y finalidad, la titulización es una técnica financiera que posibilita la movilización o cesión en masa de activos o derechos de crédito, mediante su conversión en valores negociables, susceptibles de colocación y de negociación en mercados de valores o, en los términos que se recogen en la Exposición de Motivos del Proyecto de Ley anteriormente referido, un instrumento «*que permite transformar un conjunto de activos financieros poco líquidos en instrumentos negociables y líquidos que generan flujos de caja de periodicidad fija*».

Desde el punto de vista específico de la actividad bancaria, la titulización se configura inicialmente como una técnica tendente a permitir la cesión a terceros de los derechos de crédito resultantes de las operaciones activas de concesión de préstamo por parte de las entidades crediticias, y la consecuente transmisión de los riesgos derivados del buen fin de aquellos. Se posibilitaría con ello a las entidades financieras cedentes una mejor gestión del balance, mediante la disminución de su cifra de activos de riesgo y la reutilización de recursos que de otra forma habrían de quedar afectos al cumplimiento de los coeficientes obligatorios.



Con posterioridad, como así ocurrió en España con la normativa sobre los fondos de titulización de activos del año 1998, la titulización se extiende más allá del estricto ámbito de las entidades financieras, permitiéndose recurrir a la misma, en calidad de cedentes o movilizadoras, a cualquier tipo de entidades, previéndose incluso, aun con cierto voluntarismo, su aplicación a las actividades propias de las pequeñas y medianas empresas.

En cuanto que la titulización implica la posibilidad de efectuar cesiones o movilizaciones en masa de las carteras de créditos, susceptibles de tener un reflejo significativo en el balance de la entidad, mediante su conversión en valores negociables que serán objeto de colocación y difusión entre inversores y de negociación en mercados secundarios, la normativa reguladora de su régimen jurídico procura básicamente:

- (i) la simplificación de los procedimientos jurídicos ordinarios de cesión de créditos, cuyas exigencias (notificaciones, inscripciones en Registros Públicos) resultan incompatibles en la práctica con cesiones masivas;
- (ii) el establecimiento de garantías adicionales que doten de una mayor seguridad jurídica a los inversores finales que asumen directamente riesgo crediticio, mediante el reconocimiento de normas singulares de aislamiento de riesgos ante situaciones concursales de las entidades cedentes;
- (iii) la creación de fórmulas e instrumentos jurídicos que permitan la transformación de las características singulares de los derechos de crédito, heterogéneos entre sí en cuanto a importes, vencimientos, tipos de interés, etc., en valores negociables agrupados en emisiones, con un contenido similar de derechos y obligaciones y caracterizados por tanto por las notas de homogeneidad y fungibilidad, que permitan su colocación a través de una oferta pública de

venta y su negociación posterior en los mercados secundarios.

La normativa española configura la titulización a través de un instrumento o vehículo denominado fondo de titulización que, aún careciendo de personalidad jurídica, tiene por objeto la agrupación en su activo de los derechos de crédito que han sido objeto de cesión al fondo por las entidades cedentes; la realización, en su caso, de las operaciones jurídicas precisas para la transformación de sus características y la neutralización de sus diferencias; y la emisión de valores de renta fija homogéneos, que constituirán el pasivo del fondo y que atribuyendo a sus titulares unos rendimientos coincidentes con los del conjunto de los derechos de crédito, transmiten a dichos inversores el riesgo derivado del buen fin de aquéllos.

La regulación encomienda a unas entidades específicas, denominadas sociedades gestoras de fondos de titulización, la constitución, administración y representación legal de los fondos y somete asimismo a la verificación de la CNMV el proceso de constitución del fondo y de emisión y colocación de los valores a emitir por éste último.

Como hemos señalado, la regulación hasta ahora vigente en España configura básicamente dos tipos de fondos de titulización, con normativas específicas. Por un lado y a través de la Ley 19/1992, se regulan los Fondos de Titulización Hipotecaria (FTH), que tienen por objeto exclusivamente la titulización de préstamos hipotecarios previamente movilizados a través de la emisión de participaciones hipotecarias. El régimen de los FTH se integra así de forma imperativa y necesaria con el marco jurídico de regulación del mercado hipotecario, al que anteriormente hemos hecho referencia, limitando la capacidad de titulización a las entidades de crédito y a los préstamos hipotecarios, titularidad de éstas, que reúnan los requisitos de elegibilidad y sean susceptibles por tanto de cesión a través de la emisión de participaciones hipotecarias,



las cuales constituirán el principal activo del FTH.

Por otro lado, y a través del Real Decreto 926/1998, son objeto de regulación los Fondos de Titulización de Activos (FTA), que permiten la titulización de cualesquiera derechos de crédito, con independencia de cuál sea su naturaleza. Los FTA se definen como un patrimonio separado, carente de personalidad jurídica, integrado, en cuanto a su activo, por los activos financieros y otros derechos que agrupen, y en cuanto a su pasivo por los valores de renta fija que emitan y por préstamos concedidos por entidades de crédito.

Por lo que respecta al activo del FTA, pueden incorporarse al mismo aquellos activos de naturaleza homogénea que constituyan (i) derechos de crédito que figuren en el activo del cedente; o (ii) derechos de crédito futuros que constituyan ingresos o cobros de magnitud conocida o estimada, si bien la determinación de la aptitud de éstos para su incorporación a los FTA y las condiciones en las que dicha incorporación pueda producirse, quedan sujetas a lo que se establezca reglamentariamente.

Por su parte, el pasivo del FTA habrá de estar integrado por los valores emitidos por el FTA, que habrán de representar más del 50% del pasivo total y, adicionalmente, por préstamos concedidos por entidades de crédito y/o por aportaciones de inversores institucionales, reconociéndose a estos últimos el derecho al remanente que se produzca con ocasión de la liquidación del FTA.

La entidad cedente conserva en principio la administración y gestión del crédito cedido, salvo que otra cosa se establezca en la escritura de constitución del FTA y la cesión de los activos al FTA debe ser plena e incondicional, sin que la entidad cedente pueda asumir garantía alguna frente al cesionario ni asegurar el buen fin de los créditos objeto de cesión.

Frente a la regulación de la titulización hipotecaria, para los FTA se admite la posibilidad

de que se constituyan bajo la doble modalidad de *fondos cerrados*, en los que a partir de su constitución no es susceptible de modificarse su activo ni su pasivo (sin perjuicio de aquellas reglas que se establezcan para la sustitución de los activos en caso de amortización anticipada o vicios ocultos); o de *fondos abiertos*, cuyo activo, pasivo, o ambos, pueden modificarse con posterioridad a la constitución, ya sea mediante la emisión sucesiva de nuevos valores o la concertación por el FTA de nuevos créditos o mediante la agrupación de activos financieros renovables a su vencimiento.

La constitución del FTA, que debe otorgarse en escritura pública, está sujeta a la verificación previa por la CNMV de determinados requisitos, que incluyen el proyecto de escritura de constitución y un folleto informativo, así como la aportación de un informe elaborado por auditores u otros expertos independientes respecto de los activos objeto de agrupación en el FTA y de informes de calidad crediticia (*rating*) sobre los valores a emitir por el FTA elaborados por agencias de calificación, si bien cabe la excepción de cumplimiento de determinados requisitos, atendiendo bien al carácter institucional y profesional de los potenciales inversores, a la propia estructura y configuración del FTA o a las circunstancias del mercado.

### 3.2. EL PROYECTO DE LEY DE FOMENTO DE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

Como hemos señalado, el régimen hasta ahora vigente en materia de titulización está siendo objeto de revisión a través del Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, que en la fecha de preparación de este trabajo se encuentra en trámite de elaboración parlamentaria<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> A efectos del presente trabajo y de los comentarios y consideraciones que siguen, hemos revisado el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial publicado



La reforma del régimen de titulaciones se articula en torno a tres ejes con la finalidad de «revitalizar el mismo...en línea con las tendencias internacionales». Por un lado, el Proyecto de Ley pretende una necesaria refundición, para garantizar la coherencia sistemática de todos los preceptos que disciplinan esta materia, unificando en una única categoría legal los fondos de titulación hipotecaria y los fondos de titulación de activos. En segundo lugar, se pretende aproximar nuestro régimen jurídico al de otras jurisdicciones europeas más avanzadas, flexibilizando la operativa de estos instrumentos. Por último, se fortalecen las exigencias en materia de transparencia y protección del inversor, especificando las funciones de las sociedades gestoras que, en todo caso, deben incluir la administración y gestión de los activos agrupados en el fondo.

El texto articulado del Proyecto de Ley define a los fondos de titulación como «*patrimonios separados, carentes de personalidad jurídica, con valor patrimonial neto nulo*».

En cuanto al activo del fondo, se señala que podrán agruparse en el mismo derechos de crédito que figuren en el activo del cedente (incluyendo, en particular, las participaciones hipotecarias), así como derechos de crédito futuros, que constituyan ingresos o cobros de magnitud conocida o estimada, en términos similares a los contemplados en la normativa actual y dejando, en todo caso, a la determinación reglamentaria por parte de la CNMV, la decisión respecto a qué deba entenderse al respecto. Asimismo y reconociendo ya normativamente criterios que se habían seguido hasta la fecha, se reconoce expresamente que los fondos podrán ser títulos de inmuebles, derechos reales sobre los mismos y de cualesquiera otros bienes, cuya titularidad podrá tener acceso a los registros públicos correspondientes, si bien la tenencia de dichos bienes y derechos y su adquisición por el fondo, aún cuando no se

menciona expresamente, debe entenderse que habrá de tener lugar de forma sobrevenida y derivada necesariamente de los derechos de crédito de naturaleza financiera inicialmente incorporados al fondo, toda vez que son estos últimos los que de forma exclusiva son susceptibles de agruparse y formar parte inicialmente del activo del fondo. En este sentido, se prevé que los fondos podrán adquirir la titularidad de los activos por cualquier modo admitido en Derecho.

Por lo que respecta al pasivo del fondo, se amplía el régimen hasta ahora vigente, señalando que estará constituido por los valores de renta fija que emita, por créditos concedidos por cualquier tercero (hasta ahora su concesión estaba limitada a entidades de crédito) y, de forma genérica, por cualesquiera otras obligaciones asumidas en la escritura de constitución. En particular y de forma novedosa, se señala que los fondos de titulación podrán conceder garantías a favor de otros pasivos emitidos por terceros.

De forma análoga a lo ya previsto para los Fondos de Activos Bancarios<sup>11</sup>, se prevé que el patrimonio de los fondos de titulación podrá dividirse en *compartimentos independientes*, con cargo a los cuales podrán emitirse valores o asumirse obligaciones de diferentes clases y que podrán liquidarse de forma independiente.

Se mantiene básicamente la regulación ahora vigente respecto de la distinción entre fondos de titulación cerrados (donde no se prevé la incorporación de activos o pasivos después de

---

en el Boletín Oficial del Congreso de los Diputados de fecha 17 de octubre de 2014.

---

<sup>11</sup> Los Fondos de Activos Bancarios (FAB) se crean a través de la Ley 9/2012, de reestructuración y resolución de entidades de crédito y del Real Decreto 1559/2012, que establece el régimen de las sociedades de gestión de activos, con el propósito singular y exclusivo de servir como instrumentos de desinversión de la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB). Los FAB se configuran como patrimonios separados carentes de personalidad jurídica, con una regulación sustantiva propia, siendo de aplicación subsidiaria las normas vigentes en materia de fondos de titulación de activos y de titulación hipotecaria, así como de instituciones de inversión colectiva en tanto resulten de aplicación.



su constitución) y fondos de titulización abiertos (aquellos cuyo activo, su pasivo o ambos puedan modificarse con posterioridad a la fecha de su constitución).

En particular y en sede de los fondos abiertos, se contempla expresamente la posibilidad de que el fondo realice una *gestión activa*, flexibilizando en este punto y de forma significativa el desenvolvimiento de la actividad futura de los fondos de titulización que, hasta ahora, se configuraban como un patrimonio fundamentalmente estático, sin perjuicio de la incorporación sucesiva de activos o pasivos en los términos previstos para los fondos abiertos. La regulación proyectada entiende como gestión activa aquella que, prevista en la escritura de constitución, permita la modificación de los elementos patrimoniales del activo del fondo, con la finalidad de maximizar la rentabilidad, garantizar la calidad de los activos, llevar a cabo un tratamiento adecuado de riesgo o mantener las condiciones establecidas en la escritura de constitución.

La regulación de las sociedades gestoras de los fondos de titulización que se refuerza y completa de forma significativa en el Proyecto de Ley, atribuye expresamente entre las obligaciones propias de éstas, no sólo la de administrar y asumir la representación legal del fondo, que constituye su objeto principal, sino también y de forma expresa, la de «*administrar y gestionar los activos agrupados en los fondos de titulización*», superando así (al menos por aplicación del principio de primacía de la Ley posterior y considerando que la nueva regulación unifica y se hace extensiva a los fondos que tengan por objeto la agrupación de participaciones hipotecarias) las incertidumbres y

contradicciones que la regulación de titulización planteaba frente a la normativa del mercado hipotecario que, como hemos señalado, prevé expresamente que el emisor de las participaciones hipotecarias conservará la custodia y administración de los préstamos objeto de cesión a través de las mismas. A este respecto, la regulación proyectada contempla la posibilidad de que la sociedad gestora delegue o subdelegue sus funciones a terceros, si bien señalando, en todo caso, que lo anterior no afectará en modo alguno a la responsabilidad de la sociedad gestora por el cumplimiento de sus obligaciones y funciones.

Como novedad relevante introducida en el Proyecto de Ley, se prevé la posibilidad de que la escritura de constitución del fondo contemple la constitución de una Junta de Acreedores, diferenciando la participación en las mismas de las diferentes categorías de acreedores del fondo. La Junta de Acreedores se presume facultada para acordar lo necesario en la mejor defensa de los legítimos intereses de los acreedores y, en particular, para consentir la modificación de la escritura de constitución del fondo en los términos que se prevean en la misma.

Por último, el Proyecto de Ley extiende el régimen de supervisión y sanción a cargo de la CNMV no sólo a las sociedades gestoras, sino también a las entidades que cedan los activos al fondo, a los emisores de los activos creadores para su incorporación al fondo, así como a los administradores de los activos cedidos al mismo y a las restantes personas o entidades que puedan resultar obligadas por la nueva normativa.





## **5. GOBIERNO CORPORATIVO**





# EL NUEVO ENTORNO DE RETRIBUCIONES EN EL SECTOR FINANCIERO: IMPACTO EN LAS REMUNERACIONES DE CRD IV, MIFID, UCITS V Y AIFMD

Salvador Espinosa de los Monteros y Eduardo Gómez de Salazar  
Garrigues

## I. INTRODUCCIÓN

Buena parte de la sociedad considera que las prácticas retributivas han jugado un papel esencial en la crisis financiera internacional, en la medida en que el diseño de los esquemas de remuneración ha contribuido a recompensar los beneficios a corto plazo y a ofrecer incentivos a los directivos para que emprendieran actividades «anormalmente» arriesgadas que producían alta rentabilidad a corto plazo.

Atendiendo a la incidencia que las políticas de remuneraciones han demostrado tener sobre la solvencia y viabilidad de las entidades financieras, la Unión Europea ha venido modificando su normativa, incluyendo en la misma una regulación de esta materia más amplia y exhaustiva.

Bajo este escenario, se han aprobado un conjunto de normas y recomendaciones dirigidas a regular y controlar de forma más precisa el diseño de los esquemas retributivos de los equipos directivos y de determinado personal «clave» de las entidades financieras con el objeto de garantizar la correlación entre las retribuciones de los equipos directivos de las compañías y los resultados, solvencia y viabilidad futura de las mismas.

En la práctica, la importancia del sector financiero en su conjunto y la trascendencia de las decisiones que se están adoptando en materia

retributiva están motivando que algunas de las medidas exigidas por la normativa comunitaria estén siendo objeto de revisión en otras sociedades cotizadas del resto de sectores de la actividad económica.

## II. CRD IV: ENTIDADES DE CRÉDITO Y EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

La primera adaptación normativa llevada a cabo por la Unión Europea que afectaba a la remuneración de las entidades de crédito fue la aprobación de la Directiva 2010/76/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en materia de requisitos de capital para la cartera de negociación, retitulizaciones y sujeción a supervisión de las políticas remunerativas (más conocida como «*Capital Requirements Directive*», o CRD III).

Junto con esta Directiva, la Comisión Europea publicaba el 10 de diciembre de 2010 a través del «*Committee of European Banking Supervisors*» (CEBS)<sup>1</sup>, las «*Guidelines on Remuneration Policies and Practices*», conocidas como Guía del CEBS, cuyo

---

<sup>1</sup> Actual «*European Banking Authority*» («EBA»).



contenido constituye la referencia a seguir por las entidades financieras europeas para la adecuación de sus políticas y prácticas retributivas a las nuevas exigencias normativas incluidas por la Directiva.

La trasposición de la CRD III a la normativa española en materia de supervisión de las políticas de remuneración se produjo, fundamentalmente, mediante la modificación del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras, por parte del Real Decreto 771/2011, de 3 de junio.

Además de definir el ámbito de aplicación de la normativa, el citado Real Decreto 771/2011 establecía, entre otras cuestiones, los requisitos que debe cumplir la política de remuneraciones, los criterios que deben seguirse en el diseño de los esquemas de remuneración y las reglas aplicables a las entidades de crédito que reciben apoyo financiero.

Para las entidades participadas por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria o que hubieran percibido apoyo financiero público por parte de dicho organismo se estableció una regulación más restrictiva en materia de remuneraciones a través del Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero («RD-ley 2/2012»), y del Real Decreto-ley 3/2012, de 10 de febrero, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral («RD-ley 3/2012»).

Durante el año 2014, y con motivo de la aprobación de la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE («CRD IV»), se ha aprobado la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito («LOSS»), que traspone la CRD IV e introduce algunas modificaciones en materia de remuneración en las empresas de servicios de inversión, en relación con el marco que había establecido el Real Decreto 771/2011, de 3 de junio. Previamente, en 2013 se había aprobado el Real Decreto-ley 14/2013, de 29 de noviembre,

de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de supervisión y solvencia de entidades financieras («RD-ley 14/2013»), que efectuó una trasposición parcial de las materias más urgentes de la CRD IV.

Desde la publicación de la Directiva CRD IV la EBA ha aprobado una normativa reglamentaria específica en relación con (i) los criterios para identificar a los miembros del colectivo identificado<sup>2</sup>; y sobre (ii) las clases de instrumentos apropiados para cumplir la obligación del artículo 94(2) de la CRD IV<sup>3</sup>.

## 1. ÁMBITO DE APLICACIÓN

Teniendo en consideración los efectos que se derivan de la aplicación de la normativa en materia de remuneraciones, cobra especial relevancia el ámbito de aplicación de la norma que, tal y como establecen los artículos 1 y 2 de la CRD IV, está referido a las entidades de crédito y las empresas de inversión.

Una de las cuestiones más polémicas en relación con este asunto es la extensión del ámbito de aplicación a las sociedades que se encuentren localizadas en «centros financieros extraterritoriales», y sus efectos a nivel de grupo, afectando a la sociedad matriz y a las filiales.

Entre las cuestiones que se derivan de la determinación de dicho ámbito de aplicación cabe destacar las siguientes:

---

<sup>2</sup> Reglamento Delegado (UE) No 604/2014 de la Comisión de 4 de marzo de 2014 por el que se complementa la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación en relación con los criterios cualitativos y los criterios cuantitativos adecuados para determinar las categorías de personal cuyas actividades profesionales tienen una incidencia importante en el perfil de riesgo de una entidad.

<sup>3</sup> Reglamento Delegado (UE) No 527/2014 de la Comisión de 12 de marzo de 2014 por el que se completa la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican las clases de instrumentos que reflejan de manera adecuada la calidad crediticia de la entidad en una perspectiva de continuidad de la explotación y resultan adecuados a efectos de la remuneración variable.



- Es necesario revisar la definición de «entidad de crédito», en los términos descritos por la LOSS y sus efectos.
- La aplicación de la normativa de forma extensiva en términos de «grupo» puede afectar a entidades que formen parte de una estructura societaria en la que la sociedad dominante sea una entidad de crédito o una empresa de servicios de inversión.
- La aplicación de estas medidas puede afectar a la competitividad externa en mercados en los que la normativa europea no resulte de aplicación (i.e. Asia o América).

En su momento, la extensión de los efectos de dicha normativa motivó algunas de las principales críticas que la aplicación de esta normativa ha recibido al tener un efecto directo sobre la competitividad de las empresas europeas, en la medida en que el desarrollo normativo efectuado en otros países fuera del entorno comunitario ha sido menos intenso, que el requerido por la normativa europea.

Por lo que se refiere a las entidades de crédito de capital extranjero que están domiciliadas en territorio español hay que atender a las competencias en materia de supervisión de Banco de España y CNMV para concluir sobre el impacto que la normativa española puede tener sobre las mismas.

## **2. EMPLEADOS CUYA REMUNERACIÓN ESTÁ AFECTADA POR LA NORMATIVA (COLECTIVO IDENTIFICADO)**

La normativa en materia de remuneración afecta a aquellas categorías de empleados cuyas actividades profesionales inciden de manera significativa en el perfil de riesgo de la entidad, sobre las que las entidades deberán enviar una lista anual al supervisor identificando a dichos profesionales y, en todo caso, cuando se hayan producido alteraciones significativas (a Banco de España las entidades de crédito y a CNMV las empresas de inversión).

En la práctica, cada uno de los países de la Unión ha efectuado una interpretación sobre

quiénes deben ser los empleados a los que debe afectar esta normativa, lo que ha derivado en unos distintos niveles de «identificación» en los Estados miembros que se ven afectados por esta normativa.

Estas distintas interpretaciones han motivado que el número de empleados que se han visto afectados de forma efectiva por la normativa ha sido limitado, lo que ha justificado una revisión de los citados criterios con la finalidad de ofrecer un mayor nivel de concreción sobre los mismos.

A esta conclusión llegaba la EBA en 2012, dos años después de la aprobación de la Directiva y de la Guía del CEBS, en la primera revisión general del grado de implantación de la normativa, tomando como base de sus argumentos los resultados de la encuesta realizada entre las principales entidades financieras europeas, las actuaciones de los supervisores y el grado de trasposición de la Directiva en la normativa de cada uno de los países de la Unión<sup>4</sup>.

Para paliar esta situación la Comisión Europea ha aprobado el Reglamento Delegado de identificación de las categorías de personal cuyas actividades profesionales tienen una incidencia importante en el perfil de riesgo de una entidad, que vincula el proceso de identificación de los miembros del colectivo identificado de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión con una combinación de (i) criterios cualitativos; y (ii) criterios cuantitativos.

La diferencia más relevante que se puede destacar en relación con la aplicación de ambos criterios es que el primero de ellos, el cualitativo, no permite la aplicación de excepciones ligadas al impacto efectivo en el perfil de riesgo, mientras que en los criterios cuantitativos la identificación final dependerá de que las funciones desarrolladas tengan un impacto en el perfil de riesgo de la entidad. En consecuencia, en estos casos, aunque a priori se cumplan los requisitos para formar parte del colectivo, dicha identificación

<sup>4</sup> «Survey on the implementation of the CEBS Guidelines on Remuneration Policies and Practices». European Banking Authority. 2012.



podrá ser objeto de exclusión en los tres supuestos contemplados en el artículo 4, a pesar de cumplir dichos criterios, salvo en relación con los «*high earners*» que perciban una remuneración superior a 1.000.000 de euros, cuya exclusión del colectivo será excepcional y previa autorización del supervisor.

En relación con los criterios cualitativos, una de las cuestiones que puede representar una mayor complejidad es la determinación de cuándo una entidad mantiene una «*unidad de negocio importante*», para lo que habrá que atender a la distribución que se haya efectuado del 2 por 100 del capital interno, en los términos descritos por el Reglamento Delegado.

Las entidades deberán conservar constancia de la evaluación realizada y del personal cuyas actividades profesionales hayan sido identificadas como actividades con una incidencia importante en su perfil de riesgo.

En relación con la aplicación de los criterios de identificación de los profesionales que prestan servicios en entidades del grupo localizadas fuera del Espacio Económico Europeo, el Reglamento extiende los criterios de identificación relacionados con el cálculo de la remuneración para la determinación del «criterio cuantitativo» descrito en el artículo 4.1.b) y c), mediante un análisis en cada Estado miembro y tercer país en que la entidad esté localizada.

En general, la aplicación del Reglamento está incrementando el número de empleados afectados por la normativa.

### 3. PRINCIPIOS APLICABLES EN EL DISEÑO DE LA POLÍTICA DE REMUNERACIONES

La CRD IV reproduce los principios que deben cumplir las políticas de remuneraciones de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión en términos muy similares a los contenidos en la CRD III. Dichos principios están relacionados con la vinculación de la remuneración con el riesgo, la existencia de restricciones generales, y una serie de principios vinculados

de manera específica con la liquidación y abono de la remuneración variable.

Sin embargo, los requerimientos en materia de remuneraciones no deberían aplicarse en igual escala a todas las instituciones financieras. Determinadas instituciones deberán aplicar políticas y prácticas más sofisticadas para cumplirlos, mientras que otras instituciones podrían llegar a la conclusión de que no es necesario aplicar algunos de los requerimientos establecidos en la Directiva.

La Directiva mantiene por lo tanto el principio de proporcionalidad a la hora de analizar el impacto que estas medidas deben tener en cada tipo de entidad atendiendo a su tamaño, organización interna; y, naturaleza, ámbito y complejidad de la actividad.

Los principios que deben aplicarse en el diseño de los esquemas de remuneración son los siguientes:

#### ■ Alineación de la remuneración al riesgo

La normativa comunitaria ha considerado que una de las claves que debían seguirse en la nueva regulación para evitar los efectos producidos en el pasado por dichos esquemas de remuneración era la necesaria alineación entre la remuneración y el riesgo de la entidad, con el objetivo de que la remuneración tenga en consideración los intereses de la entidad a largo plazo, evitando los intereses a corto plazo de los directivos que pueden resultar contrarios a los de los propios accionistas.

Con este argumento general la normativa ha distinguido entre (i) los principios generales que deben inspirar las políticas de remuneración, que persiguen la alineación de la remuneración y el riesgo; y (ii) una serie de medidas concretas relacionadas con la liquidación y abono de la remuneración como las relativas a la liquidación y abono de la remuneración variable (i.e. diferimiento, pago en acciones, retención, ajustes ex – post, etc.).



Entre los principios generales que deben cumplir las políticas de remuneraciones se encuentran los siguientes:

- Será compatible con una gestión adecuada y eficaz de riesgos; promoverá este tipo de gestión y no ofrecerá incentivos para asumir riesgos que rebasen el nivel de riesgo tolerado por la entidad.
- Debe ser compatible con la estrategia empresarial, los valores y los intereses a largo plazo de la entidad e incluirá medidas para evitar los conflictos de intereses.
- No debe ofrecer incentivos para asumir riesgos que rebasen el nivel de riesgo tolerado por la entidad.
- El total de la remuneración variable a pagar no debe limitar la capacidad de la entidad de crédito para reforzar la solidez de su base de capital.
- En la remuneración variable se efectuará un ajuste por todos los tipos de riesgos actuales y futuros, y se tendrá en cuenta el coste de capital y la liquidez.
- Debe haber una relación equilibrada entre los componentes fijos y los componentes variables de la remuneración, que debe reflejar un rendimiento sostenible y adaptado al riesgo, de forma que el componente fijo constituya una parte suficientemente elevada de la remuneración total (y así sea posible no abonar retribución variable alguna en caso de obtener malos resultados).

En la práctica, la alineación de la remuneración variable con los riesgos pone de manifiesto distintos retos para las entidades de crédito relacionados, entre otros aspectos, con la identificación de los riesgos que deben ser observados en cada entidad dependiendo del tipo de negocio al que se dediquen, la adaptación del marco plurianual de la remuneración con las medidas de diferimiento y abono de la remuneración variable de forma aplazada, especialmente en relación con la implantación de esquemas de remuneración variable a medio y largo plazo, y la revisión de las métricas a las que se liga la remuneración variable.

#### ■ Restricciones generales

La normativa también incluye una serie de restricciones cuya finalidad es garantizar que las entidades de crédito y las empresas de inversión conservan el capital operando dentro del margen que determina su colchón de fondos propios.

Dichas restricciones generales están relacionadas con los siguientes componentes de la remuneración:

- La remuneración variable no limitará la capacidad de la entidad para reforzar su base de capital.
- La remuneración variable garantizada deberá ser excepcional y aplicarse sólo al primer año de trabajo del personal de nueva contratación.
- Los pagos por rescisión anticipada se basarán en los resultados obtenidos en el transcurso del tiempo y no recompensarán los malos resultados. Los paquetes de remuneración relativos a compensaciones o pagos por abandono de un contrato laboral anterior se adaptarán a los intereses de la entidad a largo plazo, incluidas las disposiciones en materia de retenciones, aplazamiento, rendimiento y recuperación.

No se ha tenido en consideración el conflicto que puede ocasionar este tipo de medidas en relación con las garantías mínimas establecidas en el derecho laboral o contractual español, como las derivadas de las indemnizaciones reguladas en el Estatuto de los Trabajadores para las extinciones de la relación laboral en casos de despidos disciplinarios y objetivos.

Las entidades de crédito y las empresas de inversión están obligadas, en consecuencia, a revisar si los contratos que tienen suscritos con los empleados y directivos que forman parte del colectivo identificado incluyen cláusulas que permitan aplicar medidas de retención, aplazamiento, rendimiento y recuperación, en los términos previstos en la normativa.



- Los empleados y directivos afectados por la norma no pueden utilizar estrategias personales de cobertura o seguros relacionados con la remuneración y la responsabilidad, que menoscaben los efectos de la alineación con el riesgo.
- La política de pensiones será compatible con la estrategia empresarial, los objetivos, los valores y los intereses a largo plazo de la entidad.

A este respecto, adquiere especial relevancia la calificación de los esquemas de pensiones como «*beneficios discrecionales de pensión*», que resulta de aplicación cuando dichos sistemas no están alineados con la estrategia empresarial, los objetivos, los valores y los intereses a largo plazo de la entidad.

La normativa pretende evitar que los sistemas de remuneración ligados a la jubilación que se han liquidado durante los últimos años incluyan cualquier tipo de «*compensation for failure*», aplicando sobre los mismos mecanismos de ajuste ex – post, que permitan valorar los servicios prestados durante el periodo de abono de las prestaciones.

#### ■ Requisitos específicos aplicables sobre la remuneración variable

Los requisitos específicos establecidos por la normativa para alinear la remuneración de los empleados y directivos identificados abarca las distintas fases de determinación de la retribución variable: (i) proceso de evaluación de los resultados alcanzados y de los riesgos asumidos, (ii) el proceso de concesión de la remuneración y (iii) el proceso de liquidación y pago.

- i. La evaluación de los resultados de los que depende la remuneración variable deberá combinar los resultados del empleado, de la unidad de negocio afectada y los resultados globales de la entidad, todo ello en

un marco plurianual que tenga en cuenta los resultados a largo plazo de la entidad.

- ii. Se deberán tener en cuenta todos los tipos de riesgos actuales y futuros, así como el coste del capital y la liquidez necesaria.
- iii. Proceso de liquidación y pago de las remuneraciones (ajustes ex–post)

- Diferimiento de la retribución variable: Al menos el 40 por 100 de la remuneración variable se diferirá durante un periodo mínimo de tres años. Dicho porcentaje se eleva hasta, al menos, el 60 por 100 en caso de que la cuantía de la remuneración variable supere de forma especialmente significativa la media de la remuneración variable en el sector.

Hay que diferenciar por tanto entre el importe de la retribución variable que se percibe cada año y que se corresponde con una parte de la retribución variable del año en curso (pago «*upfront*»), y el que se corresponde con una parte de la retribución variable de un ejercicio anterior (pago diferido).

De acuerdo con la interpretación que efectúa la Guía del CEBS el diferimiento se define en base a las siguientes características: (i) el horizonte temporal del diferimiento (en principio entre tres y cinco años), (ii) la proporción de retribución variable anual objeto de diferimiento, (iii) la velocidad en la que se libera el diferimiento («*vesting process*»), y (iv) el tiempo que transcurre entre el devengo de la retribución variable anual («*accrual*») y el abono del primer pago diferido.

El diferimiento de las políticas de retribución variable anual ha obligado a adaptar no sólo la propia política de retribución variable anual, sino en determinadas ocasiones, también las políticas de retribución variable plurianual, con la finalidad de encajar ambas retribuciones en el marco de los objetivos de la Directiva.





En algunos países de nuestro entorno, como sucede, entre otros, con Reino Unido, se ha considerado a los esquemas de remuneración a medio plazo como sistemas de remuneración diferida, en la medida en que, de por sí, son esquemas que ligan la remuneración con los riesgos y la sostenibilidad a largo plazo («*mutiyear framework*»<sup>5</sup>).

- Abono de la retribución variable en acciones: Al menos el 50 por 100 de la remuneración variable, tanto diferida como no diferida, se tendrá que abonar en acciones o instrumentos de patrimonio de la entidad. Los citados instrumentos deberán estar sometidos a un periodo de retención, por lo que, aunque legalmente sean propiedad del empleado, éste no podrá transmitirlos hasta transcurrido un determinado periodo de tiempo (normalmente, un año). De esta manera, se persigue que el valor de buena parte de la retribución variable del empleado corra la misma suerte que la inversión de los accionistas de la entidad.

La incorporación de esta medida provoca una distorsión en el sistema de remuneración de algunos de los empleados y directivos afectados por la Directiva, ya que, hasta la entrada en vigor de esta normativa no era habitual que algunas de dichas funciones (por ejemplo, en el caso de las funciones de control) percibieran parte de su retribución en forma de acciones.

En relación con los tipos de instrumentos en los que se materializa dicho 50 por 100 de la remuneración variable, la interpretación efectuada por las entidades europeas cuyas acciones estaban admitidas a negociación en alguno de los mercados de valores de los Estados

miembros ha sido que dichos instrumentos se correspondían con las acciones de la entidad.

Sin embargo, esta interpretación podría no estar totalmente alineada con lo que establece la Directiva y, por extensión en su adaptación, la normativa española, cuando se refiere a que «*al menos el 50 % de cualquier elemento de remuneración variable consistirá en un equilibrio de:*

- (i) *acciones o intereses de propiedad equivalentes, en función de la estructura jurídica de la entidad de que se trate, o instrumentos vinculados con las acciones u otros instrumentos no pecuniarios equivalentes, en el caso de una entidad de crédito no cotizada, y*
- (ii) *si es posible, otros instrumentos en el sentido del artículo 52 o del artículo 63 del Reglamento (UE) n.º 575/2013, u otros instrumentos que puedan ser convertidos o anotados en su totalidad como instrumentos de capital de nivel 1 ordinario, que reflejen de manera adecuada en cada caso la calidad crediticia de la entidad en una perspectiva de continuidad de la explotación y resulten adecuados a efectos de remuneración variable.»*

La CRD IV había encomendado a la Comisión Europea la elaboración de una normativa que desarrollara los requisitos que debe cumplir los instrumentos a los que se refiere el apartado ii) del artículo 94.1.l) de la CRD IV, mandato que se ha visto cumplido con la emisión del Reglamento Delegado 527/2014, en el que se establecen los tipos de instrumentos que reflejan de manera adecuada la calidad crediticia de una entidad, y resultan adecuados para ser entregados como parte de la remuneración variable en las condiciones establecidas en el artículo 94, apartado 1, letra l), inciso ii), de la Directiva CRD IV.

La necesidad de que la remuneración variable esté vinculada con la calidad

<sup>5</sup> Tal y como se refieren a dichos periodos de medición CRD IV y la Guía del CEBS.



crediticia de la entidad ha venido siendo discutida desde el inicio de la crisis.

- Cláusulas de «malus» y «clawback»: La Directiva incorpora, como uno de los principios orientadores de la política retributiva de las entidades financieras, que el abono de la retribución variable, incluida la parte diferida, sólo se produzca si la situación de la entidad en su conjunto es sostenible y si se justifica en función de los resultados de la entidad, de la unidad de negocio o de la persona de que se trate.

Algunas de las cuestiones más relevantes que surgen en la aprobación de este tipo de obligaciones están relacionadas con (i) la determinación de los supuestos que deben activar su aplicación, (ii) cuál debe ser el órgano de la entidad encargado de valorar y controlar que se han cumplido dichas circunstancias, (iii) la exigencia de su aplicación a determinados directivos incluidos en el colectivo afectado por la Directiva, o el (iv) el establecimiento de la retribución que debe ser objeto de reducción o devolución.

La inclusión de este tipo de acuerdos ponen de manifiesto distintos problemas tanto desde el punto de vista jurídico (fiscales, laborales y mercantiles), como desde un punto de vista meramente práctico (mecanismos de limitación y recuperación de la remuneración ya abonada).

Entre las circunstancias que se han venido incluyendo como activadoras de la aplicación de este tipo de medidas, cabría destacar las siguientes:

- ✓ Deficiente performance financiero.
- ✓ Cumplimiento de códigos éticos o de conducta.
- ✓ Que se hayan generado pérdidas en los resultados derivados de la actividad de la entidad de crédito o la empresa de inversión, sin atender a los resultados que se pudieran

derivar de operaciones distintas de las que representan su objeto social.

- ✓ La puesta de manifiesto de circunstancias con posterioridad a la generación del derecho al abono de la remuneración que, de haberse detectado con anterioridad, no hubieran generado el acceso a dicha remuneración.
- ✓ Reformulación material de los estados contables.
- Herramientas para la medición y valoración del desempeño

Los componentes variables de la remuneración deben crear incentivos que se ajusten a los intereses a largo plazo de la entidad basándose en una evaluación en la que se combinen los resultados del empleado, valorados conforme a criterios tanto financieros como no financieros, de la unidad de negocio afectada y los resultados globales de la Entidad de crédito.

En los últimos años ha sido habitual ver cómo algunas entidades han modificado sus esquemas de retribución incorporando métricas que tienen en cuenta mediciones a largo plazo de los riesgos y medidas de eficiencia económica, como el «Risk-Adjusted Return on Capital» (RAROC), «Return on Risk-Adjusted Capital» (RORAC), «Economic Profit», etc.

- Equilibrio entre remuneración fija y variable (ratio 1:1; 1:2)

Una de las novedades reguladas por CRD IV ha sido la exigencia de un ratio máximo específico entre el componente variable y el fijo de la remuneración.

*«1.º El componente variable no será superior al cien por cien del componente fijo de la remuneración total de cada individuo. (Ratio 1:1).*

*2.º No obstante, la Junta General de accionistas de la entidad podrán aprobar un nivel*



*superior al previsto en el párrafo anterior; siempre que no sea superior al doscientos por ciento del componente fijo. (...)*. (Ratio 1:2).

De esta forma, la normativa concreta un aspecto que ya estaba regulado en CRD III, cuando dicha Directiva se refería al equilibrio adecuado entre los componentes fijos y variables de la remuneración, y cuyo desarrollo había sido requerido al CEBS mediante la emisión de unas directrices específicas.

El proceso de aprobación del coeficiente del 200 por 100 consta de los siguientes trámites:

- Los accionistas de la entidad tomarán su decisión sobre la base de una recomendación pormenorizada de la entidad que exponga los motivos y el alcance de la decisión sometida a aprobación e incluya el número de personas afectadas y sus cargos, así como el efecto previsto sobre el requisito de mantener una base sólida de capital.
- Los accionistas tomarán su decisión por una mayoría del 66 % como mínimo, siempre que esté representado al menos un 50 % de las acciones o derechos de propiedad equivalentes, o, de no ser posible, tomarán su decisión por una mayoría del 75 % de los derechos de propiedad representados.
- La entidad comunicará a todos los accionistas, propietarios o miembros de la entidad con antelación suficiente el asunto que se someterá a aprobación, y comunicará inmediatamente a la autoridad competente la recomendación dirigida a los accionistas y la decisión adoptada al respecto por sus accionistas.
- Las autoridades competentes facilitarán dicha información a la EBA, la cual la publicará sobre una base agregada por Estado miembro de origen en un formato común.

- En su caso, el personal directamente afectado por la aplicación de niveles máximos más altos de remuneración variable contemplados en el presente punto anteriores no podrán ejercer, ni directa ni indirectamente, los derechos de voto que pudieran tener como accionistas, propietarios o miembros de la entidad.

La EBA ha observado cómo numerosas entidades han eludido la aplicación de esta norma mediante una recalificación como fijas de determinadas remuneraciones variables («*role-based payments*»), motivo por el cual está sugiriendo que se efectúe una revisión por parte de los supervisores nacionales de las modificaciones que se hayan efectuado en las políticas de remuneración de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión con motivo de dichas adaptaciones.

Para que los pagos «*role-based*» no sean computados como retribución variable deben ser permanentes (se atribuyen a alguien por cubrir un determinado cargo con las relativas responsabilidades y se mantienen mientras permanezcan estas condiciones), predeterminados (no varían en función de los resultados), no ser revocables y transparentes.

#### 4. GOBERNANZA EN MATERIA DE REMUNERACIÓN

Tras la crisis financiera los reguladores internacionales han establecido las siguientes obligaciones en relación con los órganos de gobierno de las entidades de crédito:

- El consejo de administración deberá establecer y garantizar la aplicación de los principios generales de la política de remuneración aplicable a toda la entidad, revisándolos periódicamente.
- Las entidades de crédito deben contar con una comisión de remuneraciones, que se encargará de la preparación de las decisio-



nes relativas a las remuneraciones. Dicha comisión debe estar compuesta por consejeros no ejecutivos –para asegurar su independencia– que tengan experiencia suficiente en este campo.

La LOSS ha incluido nuevas obligaciones en esta materia, como la separación de los Comités de Nombramientos y de Remuneración, extendiendo esta obligación a todas las entidades de crédito, sin posibilidad de exención (salvo para las empresas de servicios de inversión), al menos un tercio de los miembros de dichos Comités, y al menos el Presidente, deberán ser consejeros independientes, y se establecerá un objetivo de representación para el sexo menos representado incluyendo orientaciones sobre cómo alcanzar dicho objetivo.

Además de las funciones del Consejo y la constitución de Comités es necesario que se lleve a cabo una evaluación interna, central e independiente de la política de remuneraciones, en la que se deben considerar, entre otras cuestiones, si el sistema general de remuneración funciona según lo previsto; y si cumple la normativa, los principios y los estándares nacionales e internacionales.

El tercer pilar sobre el que se asientan los principios de la normativa de remuneraciones es el de la transparencia o divulgación de información a los «stakeholders» y al mercado en general.

El aspecto más destacado que la normativa incorpora en relación con las obligaciones de información a los accionistas es el relativo a la aprobación de la política de remuneraciones de los miembros del Consejo por parte de la Junta General de Accionistas, en los mismos términos que se establezcan para las sociedades cotizadas en la legislación mercantil, de acuerdo con lo previsto en la reciente reforma de la Ley de Sociedades de Capital.

Adicionalmente, por lo que a la información que se debe facilitar al mercado se refiere, las entidades de crédito están obligadas a publicar determinada información sobre sus políticas y prácticas de retribuciones, así como sobre cuantías devengadas por colectivos específicos. Estas

obligaciones de información son adicionales a las que pueda tener cada banco en tanto que entidad cotizada (principalmente, el informe sobre remuneraciones de los miembros del consejo y el informe de gobierno corporativo).

### III. DIRECTRICES ESMA SOBRE POLÍTICAS Y PRÁCTICAS DE REMUNERACIÓN SOBRE ENTIDADES MIFID

El 11 de junio de 2013 ESMA publicaba las Directrices sobre políticas y prácticas de remuneración (MiFID), cuyo objetivo principal es mejorar la protección del inversor reforzando la correcta gestión de los conflictos de interés y la aplicación del deber de actuación en interés del cliente en el ámbito de las retribuciones a personal de entidades financieras sujetas MiFID.

En particular, se recogen en las citadas Directrices los criterios que las entidades deberán tener en cuenta en el diseño, implantación y control de los sistemas de remuneración al personal en contacto con la clientela o con un impacto significativo en el servicio prestado («personas competentes»).

Las Directrices son de aplicación a las empresas de inversión definidas en el artículo 4.1 de la Directiva MiFID («toda persona jurídica cuya profesión o actividad habituales consisten en prestar uno o más servicios de inversión o en realizar una o más actividades de inversión con carácter profesional a terceros») y se aplican en relación con la prestación de los siguientes servicios de inversión enumerados en la sección A del anexo I, y los servicios auxiliares consignados en la sección B de la citada Directiva.

Las disposiciones incluidas en las Directrices son de aplicación a todos los profesionales que están en contacto con los clientes y sus supervisores:

- Alta dirección: como la «persona o personas que efectivamente dirigen las actividades de una empresa de inversión».
- Personal competente: Dentro de este grupo se encontrarían todas las personas



de la entidad que pueden ejercer un efecto significativo en el servicio prestado o en la conducta corporativa de la empresa.

Como principio general de las políticas de remuneración, las empresas de inversión deberán considerar los riesgos en materia de normas de conducta y conflictos de intereses que puedan plantearse, con el fin de asegurar que los intereses de los clientes no se vean dañados.

Este principio general debe materializarse en el diseño de una política retributiva que cuente con las siguientes características:

1. Análisis previo del negocio en el que opera la entidad.
2. Equilibrio entre los componentes fijos y variables de la remuneración.
3. Introducción de objetivos cualitativos.
4. Implicación de la alta dirección.
5. Sencillez y comunicación de los sistemas retributivos.

El órgano de verificación del cumplimiento debe intervenir en el proceso de formulación de las políticas y prácticas de remuneración antes de su aplicación y verificar que las empresas cumplen los requisitos de la Directiva MiFID en materia de normas de conducta y conflictos de intereses.

Por otro lado, las personas encargadas de las funciones de control deberán ser independientes de las unidades de negocio que supervisen, disponer de las facultades pertinentes, y ser retribuidos con arreglo a la consecución de los objetivos vinculados a sus funciones, y no al rendimiento de las áreas de negocio que controlan.

#### IV. UCITS V Y AIFMD

Con la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, se iniciaba el proceso de regulación de los gestores de fondos alternativos en Europa (DGFIA)<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> «Alternatives Investment Funds Managers Directive» («AIFMD»).

En términos similares se ha regulado la remuneración de los gestores de determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios, en la adaptación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de julio de 2009 efectuada a través de la Directiva 2014/91/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 23 de julio de 2014 que modifica la Directiva 2009/65/CE por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), en lo que se refiere a las funciones de depositario, las políticas de remuneración y las sanciones (UCITS V).

En relación con los efectos que de la DGFIA se pueden derivar en relación con la remuneración de dichos gestores de fondos, ESMA publicaba el 3 de julio de 2013 unas Directrices sobre las políticas de remunerativas adecuadas con arreglo a la DGFIA, cuya entrada en vigor se produjo el 22 de julio de 2013.

Tal y como establece el Reglamento de ESMA<sup>7</sup>, sus guías tienen la consideración de norma *quasi obligatoria* en la medida en que se daba un plazo de dos meses a los supervisores para pronunciarse sobre su seguimiento. En este sentido, la CNMV emitía un comunicado el 31 de julio de 2013 en el que expresaba su intención de cumplir con las Directrices, aplicables a las sociedades gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva que no tengan la consideración de UCITS (IICIL, IICICIL, IIC inmobiliarias, IIC artículo 72 Reglamento de IIC) y a las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo.

Asimismo, la CNMV informaba de que va a tener en consideración estas directrices en sus procedimientos de supervisión, habida cuenta que éstas desarrollan obligaciones relativas a las políticas remunerativas y sus exigencias de transparencia que se recogen actualmente por un lado en la Circular 6/2009, de Control Interno de las SGIIC y en la DGFIA que será objeto de transposición al ordenamiento español.

<sup>7</sup> Artículo 16.3 del Reglamento 716/2010, del Consejo y el Parlamento de la Unión Europea.



En la citada notificación, la CNMV concedía un plazo de adaptación de las políticas de remuneración de hasta 1 año, cuyo vencimiento se produjo el pasado 22 de julio de 2014.

No obstante lo anterior, la propia DGFIA excluye de su ámbito de aplicación los siguientes supuestos:

- GFIA que gestionen carteras de FIA cuyos activos gestionados, incluidos los activos adquiridos mediante recurso al apalancamiento, no rebasen en total un umbral de 100 millones EUR.
- GFIA que gestionen carteras de FIA cuyos activos gestionados no rebasen en total un umbral de 500 millones EUR, cuando las carteras de los FIA consistan en FIA que no estén apalancados y no tengan derechos de reembolso que puedan ejercerse durante un período de cinco años después de la fecha de inversión inicial en cada FIA.

En general, la normativa es muy similar, aunque no idéntica a la prevista por CRD IV, y resulta de aplicación a las políticas y prácticas de remuneración de los GFIA y su personal identificado, que incluirá: (i) a los altos directivos, (ii) a los responsables de asumir riesgos; (iii) a los que ejercen funciones de control; (iv) a los empleados que reciban una remuneración total que lo incluya en el mismo grupo de remuneración que los descritos en (i) e (ii), cuyas actividades tengan incidencia en el perfil de riesgo de los GFIA o perfiles de riesgo de FIA que gestionen; (v) así como a las categorías de empleados de las entidades a quienes el GFIA haya delegado las actividades de gestión de cartera y gestión del riesgo, cuyas actividades profesionales tengan una incidencia significativa en los perfiles de riesgo del FIA que el GFIA gestiona.

La remuneración afectada por la DGFIA y las Directrices de ESMA incluye:

- Todas las formas de pago o beneficios abonados por el GFIA,
- Cualquier importe pagado por el FIA, incluido la participación en beneficios (*carried interest*).

- Cualquier transferencia de participaciones o acciones del FIA.

Se exige a los GFIA que establezcan políticas y prácticas remunerativas que sean acordes con una gestión racional y eficaz del riesgo y propicien semejante gestión y que no induzcan a asumir riesgos incompatibles con los perfiles de riesgo, el reglamento o los documentos constitutivos de los FIA que gestionan.

Para alcanzar este objetivo las políticas de remuneración deberán seguir los siguientes principios:

- Política de remuneración compatible con los intereses del GFIA y de los FIA que gestiones e incluirá medidas para evitar los conflictos de intereses.
- El órgano de dirección de la entidad de crédito debe establecer y garantizar la aplicación de los principios generales de la política de remuneración, revisándolos periódicamente.
- Los GFIA importantes por razón de su tamaño o por la importancia de los FIA que gestionen instituirán un comité de remuneraciones.
- Se deberá realizar una evaluación central e independiente de la política de remuneraciones al menos una vez al año.
- La remuneración del personal que ejerza funciones de control dentro de la entidad de crédito será independiente de las unidades de negocio que supervise.
- La evaluación de los resultados de los que depende la remuneración variable deberá combinar los resultados del empleado, de la unidad de negocio afectada y los resultados globales del GFIA, todo ello en un marco plurianual.
- La remuneración variable garantizada deberá ser excepcional y aplicarse sólo al primer año de empleo de personal nuevo.
- El componente fijo debe constituir una parte suficientemente elevada de la remuneración total. La remuneración variable debe ser plenamente flexible, hasta tal



punto que sea posible no pagar ningún componente variable de la remuneración.

Es importante resaltar que las Directrices de ESMA y la DGFIA no prevén la aplicación de ningún límite sobre la remuneración variable en relación con la remuneración fija (ratio 1:1; 1:2).

- Los pagos por rescisión anticipada de un contrato se basarán en los resultados obtenidos en el transcurso del tiempo y se establecerán de forma que no recompensen los malos resultados.
- Al menos el 50% de la remuneración variable, tanto diferida como no diferida, consistirá en participaciones del FIA en cuestión, o intereses de propiedad equivalentes, o instrumentos vinculados a acciones, o instrumentos equivalentes distintos del efectivo, salvo si la gestión del FIA representa menos del 50% de la cartera total gestionada por el GFIA, en cuyo caso no se aplicará el mínimo del 50%.
- Al menos el 40% de la remuneración variable se debe aplazar durante un periodo mínimo de entre tres y cinco años, salvo si el ciclo de vida del FIA en cuestión es más corto (este diferimiento puede llegar al 60% en determinados casos).

- La remuneración variable, incluida la parte diferida, sólo debe pagarse si resulta sostenible de acuerdo con la situación del GFIA en su conjunto (cláusulas «malus» y «clawback»).
- Periodos de retención de cinco años para los beneficios discrecionales de pensiones.
- Renuncia al uso de coberturas personales.

La trasposición de ambas Directivas (AIMFD y UCITS V) en España se ha producido a través de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC).

En lo que a las instituciones de inversión colectiva se refiere, la Ley 22/2014 incluye la obligación de abonar el 50 por 100 de cualquier remuneración variable consistirá en participaciones de la IIC en cuestión, o intereses de propiedad equivalentes, o instrumentos vinculados a acciones, o instrumentos equivalentes distintos del efectivo, salvo si la gestión de la IIC representa menos del 50 por ciento de la cartera total gestionado por la SGIIC, en cuyo caso no se aplicará el mínimo del 50 por ciento.







# CONTROL INTERNO DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS: FUNCIONES DE CONTROL Y RIESGO REPUTACIONAL

**Pilar Lluesma Rodrigo**  
**Abogado Uría Menéndez**

El adecuado funcionamiento del sistema financiero exige que toda entidad financiera y el grupo consolidable en el que se integra estén dotados de un sólido gobierno corporativo. La solidez de dicho gobierno corporativo exige, entre otras cosas, la existencia de mecanismos adecuados de control interno.

Y tanto es así que las recientes Directivas CRD<sup>1</sup> y MIFID II<sup>2</sup> coinciden en señalar en sus considerandos la importancia que en la reciente crisis financiera ha tenido la ausencia o falta de eficacia de los mecanismos de control en las instituciones financieras, en particular, en las entidades de crédito, y que dicha ausencia o carencia favoreció la adopción de una excesiva e imprudente asunción de riesgos, lo que llevó a las entidades a adoptar estrategias de gestión excesivamente arriesgadas y cortoplacistas. Asimismo, las citadas Directivas señalan que a ello también contribuyó la indefinición de las funciones de los supervisores en la vigilancia de los sistemas de

gobierno corporativo de las entidades, circunstancia que no permitió ejercer una supervisión suficiente de la eficacia de los procesos de gobierno interno.

A estas deficiencias son a las que trata de dar respuesta las señaladas Directivas, para las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión, respectivamente, así como UCITS IV<sup>3</sup> y sus directivas de desarrollo<sup>4</sup>, en sede de sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, o Solvencia II para las entidades aseguradoras.

Así pues, dada la importancia que tiene un adecuado control interno de las entidades financieras en la consecución de su adecuada gestión, el presente trabajo tiene por objeto analizar la regulación actual que del mismo existe en la normativa española en el ámbito de las entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva («SGIIC») y entidades aseguradoras (todas ellas conjuntamente serán denominadas como las «Entidades Financieras»), centrándonos en el análisis de aquellas funciones de control que contribuyen a la evaluación del control interno de una entidad, es decir, la función de control o gestión de riesgos, la función de cumplimiento y la función de auditoría interna.

Por otro lado, se analizará el impacto que los mecanismos de control puedan tener en el denominado riesgo reputacional de una entidad

---

<sup>1</sup> Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de junio de 2013 relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE, (DOUE L 176, 27.6.2013, p.338).

<sup>2</sup> Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (refundición).



financiera, ya que los mismos contribuirán, con el resto de los elementos que configuran el gobierno corporativo, a conseguir y mantener la confianza de los denominados «*stakeholders*» en la capacidad de gestión de la entidad financiera en cuestión.

## 1. CONCEPTO Y PROPÓSITO DEL CONTROL INTERNO

Antes de entrar a analizar los aspectos anunciados anteriormente sobre el control interno de las entidades financieras es conveniente explicar qué debe entenderse por control interno.

Si bien no existe una definición legal de qué debe entenderse por control interno, ni en la normativa comunitaria ni en la normativa española aplicable a las Entidades Financieras, así como tampoco una única definición del mismo al margen del ámbito normativo, resulta apropiado el concepto que recientemente el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria ha incluido en el documento a consulta sobre los Orientaciones sobre los Principios de Gobierno Corporativo para los bancos: «El conjunto de normas y controles que regulan la estructura operativa y organizativa de un banco, incluyendo los procedimientos de *reporting* y las funciones de gestión del riesgo, cumplimiento normativo y auditoría interna»<sup>5</sup>.

Por otro lado y en relación con su propósito, y en línea con lo establecido por el Committee of

Sponsoring Organizations (COSO) y que ha sido retomado en la Guía sobre Control Interno publicada por la Autoridad Bancaria Europea (EBA)<sup>6</sup>, el control interno debe estar diseñado con el fin de detectar y evitar las posibles desviaciones de los objetivos de una entidad, la obtención de una información, financiera y no financiera, fiable y el cumplimiento de las leyes y normas que le sean aplicables, de tal forma que se fomente su eficacia y eficiencia operativa.

## 2. ESTRUCTURA ORGANIZATIVA DE LA ENTIDAD FINANCIERA INVOLUCRADA EN EL CONTROL INTERNO

En primer lugar, ha de señalarse que las Entidades Financieras españolas deben establecer, porque así está previsto legalmente, mecanismos de control, al punto que ninguna de ellas puede ser objeto de autorización si no se acredita en el expediente de autorización que se tramita ante el Banco de España, CNMV o DGSFP, respectivamente, de que se dispone de dichos mecanismos de control<sup>7</sup>.

Un adecuado mecanismo de control interno exige el establecimiento de políticas y procedimientos de control interno en todas las áreas y unidades de negocio de una entidad financiera. Po ello, esta sección pretende analizar qué órganos o funciones dentro de la estructura organizativa de una entidad financiera están involucrados de alguna manera en su control interno.

<sup>3</sup> DIRECTIVA 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de julio de 2009 por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (versión refundida) (DO L 302, 17.11.2009, p.32).

<sup>4</sup> En particular, Directiva 2010/43/UE de la Comisión, de 1 de julio de 2010 por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión (DOUE L 176, 10.07.2010, p.42).

<sup>5</sup> Revised corporate governance principles for banks (consultation paper) issued by the Basel Committee, 10 October 2014.

<sup>6</sup> Esta Guía fue publicada el 27 de septiembre de 2011 y ha sido adoptada como propia por el Banco de España («Guía sobre Gobierno Interno»).

<sup>7</sup> Art. 7 de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión solvencia de entidades de crédito («Ley 10/2014»), art. 67.2.h) de la Ley 24/1988, del 28 de julio, del Mercado de Valores («Ley 24/1988»); art. 11 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva («Ley 35/2003»); art. 5 del Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados («RDL 6/2004»).



## 2.1. CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Sin ninguna duda, la máxima responsabilidad en materia de control interno, ya sea para su establecimiento, ya sea para su supervisión, corresponde al denominado indistintamente órgano de dirección o Consejo de Administración de las entidades financieras españolas.

En el ámbito de las Entidades Financieras, la regulación de dicha responsabilidad no se ha quedado en el plano del denominado «*soft law*» mediante su incorporación a un código de buen gobierno, que también lo está para el caso de las entidades financieras cotizadas<sup>8</sup>, sino que como indicaremos a continuación, las normas que regulan las Entidades Financieras, ya sean las de mayor rango legal por haber sido aprobadas por nuestros órganos legislativos o el Gobierno, ya sean aquellas aprobadas por los reguladores en virtud de la habilitación legislativa que tenían al efecto, se hacen eco del papel que el órgano de dirección de una entidad financiera debe tener en la fijación y supervisión de los mecanismos de control interno.

### 2.1.1. Entidades de Crédito

El art. 25 de la Ley 10/2004 establece que «el consejo de administración de las entidades de crédito deberá definir un sistema de gobierno corporativo que garantice una gestión sana y prudente de la entidad, y que incluya el adecuado reparto de funciones en la organización y la prevención de conflictos de intereses. El consejo

---

<sup>8</sup> El Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (Junio 2013), incluye en su Recomendación 8 que el Consejo en pleno se reserve la competencia de aprobar las políticas y estrategias generales de la sociedad, y en particular: i. El Plan estratégico o de negocio, así como los objetivos de gestión y presupuesto anuales; ii. La política de inversiones y financiación; iii. La definición de la estructura del grupo de sociedades; iv. La política de gobierno corporativo; v. La política de responsabilidad social corporativa; vi. La política de retribuciones y evaluación del desempeño de los altos directivos; vii. La política de control y gestión de riesgos, así como el seguimiento periódico de los sistemas internos de información y control. viii. La política de dividendos, así como la de autocartera y, en especial, sus límites.

de administración vigilará la aplicación del citado sistema y responderá de ella. Para ello deberá controlar y evaluar periódicamente su eficacia y adoptar las medidas adecuadas para solventar sus deficiencias». Asimismo, dicho precepto destaca, entre otras, las siguientes funciones indelegables del Consejo de Administración:

- a) La vigilancia, control y evaluación periódica de la eficacia del sistema de gobierno corporativo así como la adopción de las medidas adecuadas para solventar, en su caso, sus deficiencias.
- b) Asumir la responsabilidad de la administración y gestión de la Entidad, la aprobación y vigilancia de la aplicación de sus objetivos estratégicos, su estrategia de riesgo y su gobierno interno.

A este respecto, tanto la Circular 3/2008 del Banco de España sobre determinación y control de los recursos propios mínimos («Circular 3/2008») como la Guía EBA sobre Gobierno Interno reiteran lo establecido en el artículo 25 de la Ley 10/2004, lo que no deja lugar a dudas de la máxima responsabilidad del Consejo de Administración en el ámbito del control interno al indicar literalmente esta última que «Las principales responsabilidades del órgano de dirección deberán incluir el establecimiento y la supervisión de un un marco de control interno adecuado y eficaz, que incluya funciones de control de riesgos, cumplimiento y auditoría interna que funcionen debidamente, así como un marco contable y de información financiera adecuado» y que el órgano de dirección deberá también revisar y ajustar periódicamente esas políticas y estrategias».

### 2.1.2. Empresas de Servicios de Inversión

El artículo 31 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión («RD 217/2008») establece como responsabilidad de la alta dirección, entendiendo por tal a los adminis-



tradores y cargos directivos de la entidad, «evaluar y revisar con la periodicidad que se estime en función del tamaño de la entidad, la complejidad en la gestión de sus riesgos y la naturaleza de los servicios de inversión prestados y, al menos, anualmente, la eficacia de las políticas, medidas y procedimientos establecidos para cumplir con las obligaciones que impone a la entidad la ley y adoptar medidas para hacer frente a las posibles deficiencias», así como la obligación de recibir con cierta periodicidad y, al menos anualmente, informes escritos sobre cumplimiento normativo, gestión de riesgos y auditoría interna.

### 2.1.3. *Sociedades Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva*

En el ámbito de las SGIIC es la Circular 6/2009, de 9 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre control interno de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades de inversión («Circular 6/2009»), la que con mayor claridad establece la responsabilidad del Consejo de Administración en esta materia en sus normas 2ª y 3ª:

Norma 2.ª Responsabilidad del consejo de administración.–1. El consejo de administración de la SGIIC será responsable de:

- a) Establecer, mantener y supervisar las políticas y procedimientos de control interno, así como de evaluar su eficacia y, en su caso, adoptar las medidas adecuadas para subsanar las posibles deficiencias.
- b) Asegurar que los riesgos principales que afectan a las IIC por ella gestionadas, así como a la propia SGIIC han sido identificados y se han implantado los sistemas de control interno adecuados para mitigarlos.
- c) Asegurar la existencia de medios humanos y técnicos adecuados y suficientes para garantizar el correcto funcionamiento de las funciones de gestión de riesgos, cumplimiento normativo y auditoría interna a las que hace referencia esta Circular y la adecuada segregación de funciones.

Norma 3.ª Requisitos de organización interna.–1. El consejo de administración de la SGIIC deberá definir y aplicar políticas y procedimientos adecuados para garantizar que su personal, sus agentes y apoderados cumplan las obligaciones que la normativa aplicable les impone, así como políticas y procedimientos adecuados de control de terceras entidades en quienes hubieran delegado la gestión y administración de las IIC o cualquier otra actividad.

### 2.1.4. *Entidades Aseguradoras*

El artículo 110 del Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados («ROSSP») también establece que el consejo de administración será el responsable último de establecer, mantener y mejorar los procedimientos de control interno. La dirección de la entidad será responsable de la implementación de los procedimientos de control interno, en línea con las directrices establecidas por el consejo de administración.

## 2.2. *COMITÉ DE AUDITORÍA*

Otro órgano destacado en la estructura organizativa de una entidad financiera en materia de control interno es el Comité de Auditoría, aunque dependiendo de las características de la entidad financiera, por ejemplo tratándose de entidades de pequeño o mediano tamaño, no siempre existirá.

Sin perjuicio de lo establecido en el Código de Buen Gobierno que resulta de aplicación a las entidades financieras cotizadas<sup>9</sup>, únicamente la

---

<sup>9</sup> En su recomendación número 45 establece que corresponda al Comité de Auditoría en relación con los sistemas de información y control interno: a. Que los principales riesgos identificados como consecuencia de la supervisión de la eficacia del control interno de la sociedad y la auditoría interna, en su caso, se gestionen y den a conocer adecuadamente. b. Velar por la independencia y eficacia de la función de auditoría interna; proponer la selección, nombramiento, reelección y cese del responsable del servicio de auditoría interna; proponer el presupuesto de ese servicio; recibir



Guía de Gobierno Interno de la EBA y la Circular 6/2009 se detienen en el papel del Comité de Auditoría, esta última para prever Consejo de Administración podrá delegar en el mismo la supervisión y evaluación de los sistemas y procedimientos de gestión de riesgos y cumplimiento normativo de la SGIIC o sociedad de inversión.

No obstante, lo previsto en la citada Guía y que a continuación reproducimos entendemos que es extrapolable a cualesquiera de las Entidades Financieras:

«Un comité de auditoría (o equivalente) deberá, entre otras funciones, supervisar la eficacia del control interno de la empresa, la auditoría interna y los sistemas de gestión de riesgos; supervisar a los auditores externos de la entidad; recomendar, para que se aprueben en el órgano de dirección, el nombramiento, retribución y despido de los auditores externos; revisar y aprobar el ámbito de aplicación y la frecuencia de las auditorías; revisar los informes de auditoría, y comprobar que el órgano de dirección, en el ejercicio de su función de dirección, adopta las medidas correctoras necesarias de forma oportuna para abordar los fallos de los controles, el incumplimiento de las leyes, normativas y políticas, además de otros problemas identificados por los auditores.

En todo caso, el presidente del comité de auditoría deberá contar con experiencia y conocimientos especializados en aplicación de principios contables y procesos de control interno».

### 2.3. ALTA DIRECCIÓN

La Alta Dirección entendida como los cargos directivos de la Entidad Financiera deben participar activamente en el control interno, y así lo

---

información periódica sobre sus actividades; y verificar que la alta dirección tiene en cuenta las conclusiones y recomendaciones de sus informes. c. Establecer y supervisar un mecanismo que permita a los empleados comunicar, de forma confidencial y, si se considera apropiado, anónima las irregularidades de potencial trascendencia, especialmente financieras y contables, que adviertan en el seno de la empresa.

reconocen expresamente tanto el Real Decreto 217/2008 como la Circular 3/2008 del Banco de España, llegándose a equipararse con el Consejo de Administración en la primera de las normas indicadas.

### 3. FUNCIONES DE CONTROL

La exigencia del establecimiento de mecanismos adecuados de control en las Entidades Financieras implica, entre otras cosas, el establecimiento de unidades que desarrollen las denominadas funciones control: gestión de riesgos, cumplimiento normativo y auditoría interna.

Dichas funciones deben establecerse y funcionar de forma independiente y de acuerdo con el principio de proporcionalidad, es decir, cuando resulte proporcionado en función de la naturaleza, volumen y complejidad de las actividades de la entidad financiera podrá crear y mantener una única unidad que garantice el desempeño de las funciones de cumplimiento normativo y de gestión de riesgos, o tratándose de grupos de entidades financieras, dichas unidades podría establecerse de forma centralizada prestando sus servicios al grupo de entidades que integran al grupo en cuestión.

A continuación describiremos la regulación que de dichas funciones de control existe para cada uno de los sectores financieros analizados en este trabajo.

#### 3.1. ENTIDADES DE CRÉDITO

La regulación de las funciones de control, o de las tres líneas defensivas, como las denomina la Guía de la EBA sobre Gobierno Interno, está prevista en la Norma Centésima Quinta de la Circular 3/2008. La citada norma regula con carácter muy genérico la función de auditoría interna (se limita a indicar que deben establecerse procedimientos sólidos y adecuados que garanticen que las políticas, procedimientos y sistemas establecidos para la evaluación, gestión e información de los riesgos se cumplen y resultan coherentes y



apropiados), así como de la cumplimiento normativo (estableciendo su carácter integral, que debe incluir en todo caso las obligaciones relativas a la prestación de servicios de inversión y de blanqueo de capitales) para centrarse fundamentalmente en la de gestión de riesgos:

- a) Establecimiento por escrito políticas de asunción de riesgos, que incluirán procedimientos adecuados de medición interna, pruebas de tensión, límites operativos, frecuencia de revisión, órgano o persona responsable y demás aspectos relevantes.
- b) Documentación adecuada de los sistemas de control interno establecidos con relación a los citados riesgos, a su cumplimiento y funcionamiento, a los límites internos existentes y, en su caso, a la utilización de modelos internos para el cálculo de los requerimientos de recursos propios por dichos riesgos, sus parámetros cuantitativos y las evaluaciones efectuadas sobre su grado de certidumbre y los resultados de las pruebas de tensión que realicen.
- d) Evaluación y control de todos los riesgos que les sean relevantes, detallándose en la Circular las reglas a tener en cuenta a tal efecto para cada uno de los tipos de riesgos de las entidades de crédito.

La citada regulación de la Circular 3/2008 de las funciones de control se completa con lo establecido en la Guía de la EBA sobre Gobierno Interno que establece lo siguiente:

- a) Función de control de riesgos: la Guía analiza cuál es su papel en los siguientes ámbitos: (i) en la estrategia y en las decisiones; (ii) en las transacciones con partes vinculadas; (iii) en la complejidad de la estructura jurídica (iv) en los cambios importantes; (v) en la medición y evaluación de los riesgos; (vi) en la supervisión, y (vii) en las exposiciones a riesgos no aprobadas. Asimismo analiza la figura del responsable de control de riesgos.
- b) Función de cumplimiento normativo: (i) deberá asesorar al órgano de dirección sobre leyes, reglas, normativas y pautas que

la entidad debe cumplir y evaluar el impacto de los cambios en el entorno jurídico o normativo sobre las actividades de la entidad y (ii) deberá verificar también que los nuevos productos y los nuevos procedimientos cumplen con el entorno jurídico actual y con los cambios conocidos próximos a entrar en vigor de la legislación, la normativa y los requisitos de los supervisores.

- c) Función de auditoría interna: deberá tener acceso ilimitado a la información y a los documentos pertinentes en todas las unidades operativas y de control y deberá evaluar el cumplimiento de todas las actividades y unidades de la entidad (incluidas la función de control de riesgos y la función de cumplimiento) con sus políticas y procedimientos.

Esta función deberá comunicar directamente al órgano de dirección y a su comité de auditoría (si procede) sus conclusiones y sugerencias sobre mejoras importantes de los controles internos. Todas las recomendaciones de auditoría deberán ser objeto de un procedimiento de seguimiento por parte de los niveles de dirección respectivos para asegurar y comunicar su resolución.

### 3.2. *EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN*

Las funciones de control en las empresas de servicios de inversión están reguladas a todos los niveles normativos, desde la previsión genérica del artículo 70ter de la Ley 24/1988 que se limita principalmente a establecer la obligatoriedad de dichas funciones en el marco de la estructura organizativa de una empresa de servicios de inversión, a la más detallada prevista en los artículos 28, 29 y 30 del RD 217/2008, para finalizar con la más pormenorizada de la reciente Circular 1/2014, de 26 de febrero, de la CNMV, sobre los requisitos de organización interna y de las funciones de control de las entidades que prestan servicios de inversión («Circular 1/2014»).



La Circular 1/2014 detalla las obligaciones de cada una de las funciones de control en los términos siguientes:

a) *Cumplimiento Normativo*

- (i) Identificar y evaluar periódicamente los riesgos de incumplimiento normativo en las distintas áreas de negocio y contribuir a su gestión de forma eficiente.
- (ii) Establecer un programa de supervisión y control actualizado.
- (iii) Comprobar, al menos, el cumplimiento de: (a) el régimen de operaciones personales; (b) los procedimientos de gestión de conflictos de interés y de operaciones vinculadas; (c) los procedimientos para la salvaguardia de los instrumentos financieros y de los fondos confiados por los clientes; (d) los procedimientos para la aprobación y diseño de nuevos productos y servicios; (e) los procedimientos relacionados con el cumplimiento de las normas de conducta; (f) los procedimientos para la comunicación de operaciones a la CNMV; (g) los procedimientos relacionados con el departamento o servicio de atención al cliente; (h) los procedimientos relacionados con la detección, análisis y comunicación de operaciones sospechosas; (i) los procedimientos relacionados con la prestación de servicios de inversión y auxiliares de los agentes y de las sucursales; (j) Las relaciones con organismos reguladores y supervisores en el ámbito del mercado de valores (control de la coordinación de las respuestas a requerimientos y de la revisión del cumplimiento de las recomendaciones); (k) los procedimientos relacionados con la conservación de la justificación documental; (l) los procedimientos relativos a los sistemas de negociación automatizados.
- (iv) Supervisar el cumplimiento de la reserva de actividad de acuerdo con el programa de actividades registrado en la CNMV.

- (v) Asegurarse de la existencia de sistemas de información eficaces que confirmen que el personal conoce las obligaciones, riesgos y responsabilidades derivadas de su actuación y la normativa aplicable a las funciones que le sean asignados.
- (vi) Asesorar y sensibilizar al personal de la importancia de la observancia de los procedimientos desarrollados para el cumplimiento de la normativa.
- (vii) Participar en el diseño y control de la observancia de las políticas y procedimientos relacionados con el sistema retributivo del personal implicado directamente en la prestación de servicios de inversión y auxiliares.
- (viii) Asesorar y asistir a la alta dirección en materia de cumplimiento normativo.
- (ix) Informar por escrito a la alta dirección, con una periodicidad mínima trimestral, sobre el resultado de los trabajos realizados.
- (x) Elaborar, al menos anualmente, un informe que firmará el responsable de dicha unidad, referido a todas las unidades de negocio que presten servicios de inversión y auxiliares.

b) *Función de Gestión de Riesgos*

- (i) Vigilar el obligado equilibrio entre el capital y el patrimonio neto, cuando éste se vea disminuido como consecuencia de pérdidas.
- (ii) Vigilar la solvencia de la entidad y que la exposición al riesgo esté dentro de los límites preestablecidos y aprobados por la alta dirección de la entidad y que se adecua al perfil de riesgo asociado a la actividad de la misma, así como que se adoptan las decisiones oportunas para asegurar que se cumplen las instrucciones establecidas cuando se produce un incumplimiento.
- (iii) Recabar una adecuada información por tipo de riesgo para la toma de decisiones



individuales en las diferentes áreas de negocio y proponer políticas para una adecuada gestión del riesgo global.

- (iv) Comprobar los procedimientos específicos de valoración de los activos en los que invierten las entidades.
- (v) Identificar, evaluar, controlar y comunicar los riesgos relevantes relacionados con las actividades de la entidad mediante la utilización de técnicas de medición de riesgos adecuadas, adaptadas a las características específicas de la estrategia de inversión, entorno operativo y perfil de riesgo de las empresas de servicios de inversión, y soportadas por sistemas informáticos integrados, en su caso, con las aplicaciones contables y de gestión de inversiones.
- (vi) Vigilar el cumplimiento de las exigencias mínimas de recursos propios y evaluar la relación entre los recursos propios y el capital interno.
- (vii) Revisar el proceso de autoevaluación de capital teniendo en cuenta el impacto de los ciclos económicos, sensibilidad a otros riesgos y factores externos.
- (viii) Revisar el cumplimiento de la obligación de divulgación de la información sobre solvencia.
- (ix) Elaborar, al menos anualmente, un informe que firmará el responsable de dicha unidad, en el que se detalle el resultado de los trabajos realizados, destacando la superación del nivel de riesgo global y de los niveles de riesgo específicos por líneas de negocio, junto con las propuestas de medidas que se consideren adecuadas.

#### c) *Función de auditoría interna*

- (i) Elaborar y mantener un programa de supervisión anual que abarque todos los servicios y actividades de inversión de la entidad, así como los servicios auxiliares que correspondan.

- (ii) Evaluación del funcionamiento regular y de la eficacia de las funciones de cumplimiento normativo, de gestión de riesgos así como otros mecanismos de control interno, cuyas responsabilidades deben estar debidamente documentadas por escrito.
- (iii) El asesoramiento a las unidades que desempeñan las funciones de cumplimiento normativo y gestión de riesgos para el mejor cumplimiento de las normas y tareas del control interno. La comprobación de la existencia de documentación soporte de los controles llevados a cabo por las funciones de cumplimiento normativo y gestión de riesgos y el seguimiento de las medidas correctoras resultado de los informes elaborados.
- (iv) Examen y evaluación de la adecuación y eficacia de los procedimientos y sistemas de control interno implantados por la entidad con el fin de mejorarlos o adaptarlos a las nuevas necesidades que pudieran presentarse.
- (v) Elaborar y firmar, al menos anualmente, un informe que será remitido al órgano de administración o al comité de auditoría.

### 3.3. *SOCIEDADES GESTORAS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA*

Las funciones de control interno de las SGIIC están reguladas en el artículo 106 del RD 1082/2012, limitándose a una definición muy genérica de las mismas, para ser tratadas con mucho más detalle en la Circular 6/2009 en los siguientes términos:

#### a) *Función de gestión de riesgos*

- (i) Identificar, evaluar y cuantificar los riesgos significativos relacionados con las IIC gestionadas por la SGIIC.





- (ii) Realizar las comprobaciones oportunas, con carácter previo a la inversión en instrumentos financieros y en tanto se mantengan en cartera de las IIC gestionadas, a fin de evaluar su adecuación a la política de inversión de la IIC, sus riesgos y contribución al perfil de riesgo global de la IIC, su método específico de valoración, así como la disponibilidad de información que permita la valoración continua del instrumento financiero y la evaluación permanente de sus riesgos.
- (iii) Utilizar técnicas de medición de riesgos adecuadas.
- (iv) Verificar el cumplimiento de los límites de riesgos aprobados por el consejo de administración de la SGIIC y, en su caso, por su comité de inversiones, y que éstos se adecuan al perfil de riesgo establecido en el folleto informativo de las IIC.
- (v) Revisar periódicamente la validez de las técnicas de medición de riesgos utilizadas.
- (vi) Comprobar los procedimientos específicos de valoración de los activos en los que invierten las IIC gestionadas por la SGIIC.
- (vii) Verificar la adecuada gestión de la liquidez que permita controlar la profundidad del mercado de los instrumentos financieros en que invierten las IIC.
- (viii) Revisar periódicamente las políticas y procedimientos de selección de las entidades que intermedian las operaciones realizadas por la SGIIC por cuenta de las IIC por ella gestionadas.
- (ix) Informar por escrito a todos los consejeros de la SGIIC, con una periodicidad mínima trimestral, sobre el resultado de los trabajos realizados.
- (x) Elaborar anualmente un informe sobre el resultado de sus actividades, que será remitido al consejo de administración de la SGIIC, dentro de los cuatro primeros meses de cada ejercicio.

#### b) *Función de cumplimiento normativo*

Deberá establecer, aplicar y mantener procedimientos adecuados para detectar y corregir el incumplimiento de las obligaciones impuestas por las normas que resulten de aplicación a la SGIIC, y a las IIC por ella gestionadas, incluyendo las de su reglamento interno de conducta. En particular:

- (i) Los requisitos, coeficientes, criterios y limitaciones establecidos por la normativa aplicable a las operaciones e inversiones de las IIC gestionadas.
- (ii) Los criterios establecidos por la normativa aplicable para el cálculo del valor liquidativo de las participaciones o acciones de las IIC gestionadas por la SGIIC.
- (iii) Los mecanismos establecidos para garantizar la equidad y no discriminación entre los partícipes y accionistas.
- (iv) Las normas de separación del depositario, cuando la SGIIC o sociedad de inversión pertenezca al mismo grupo que el depositario.
- (v) El procedimiento de operaciones vinculadas.
- (vi) El régimen de operaciones personales de consejeros, directivos, empleados y apoderados o agentes de la SGIIC establecido en su reglamento interno de conducta.
- (vii) Las políticas y procedimientos relacionados con el sistema retributivo y de de comunicación interna y externa, las relacionadas con la actuación del depositario las relacionadas con el departamento o servicio de atención al cliente, las políticas y procedimientos para la prevención del blanqueo de capitales, las relacionadas con el ámbito de la seguridad de la información y las que garanticen la conservación de la justificación documental de los controles realizados, así como cualesquiera otras políticas y procedimientos implementadas para el mejor cumplimiento de las obligaciones de control interno.



Deberá informar por escrito a todos los consejeros de la SGIIC, con una periodicidad mínima trimestral, sobre el resultado de los trabajos realizados. Asimismo, deberá elaborar anualmente un informe sobre el resultado de sus actividades, que será remitido al consejo de administración de la SGIIC, dentro de los cuatro primeros meses de cada ejercicio.

#### c) *Función de auditoría interna*

La supervisión del correcto funcionamiento de los procedimientos y sistemas de control interno implantados por la SGIIC deberá extenderse a:

- (i) Los procedimientos de control de las actuaciones de las entidades en las que la SGIIC hubiera delegado la gestión de activos, las funciones de control de riesgos y de cumplimiento normativo, o cualquier otra función cuya delegación esté permitida.
- (ii) Los procedimientos de control de las actuaciones de la SGIIC cuando lleve a cabo directamente o, en su caso, mediante agentes o apoderados, la comercialización de acciones y participaciones de IIC.
- (iii) El examen y evaluación de la adecuación y eficacia de las políticas y procedimientos relacionados con la gestión de las IIC y de las políticas y procedimientos administrativos y contables.

Deberá informar periódicamente al consejo de administración de la SGIIC sobre el resultado de los trabajos realizados, destacando las observaciones y recomendaciones significativas, así como sobre la efectividad de las medidas adoptadas por el consejo de administración de la SGIIC en relación con las mismas y elaborar anualmente un informe sobre el resultado de sus actividades, que será remitido al consejo de administración de la SGIIC y enviado a la CNMV.

#### 3.4. *LAS ENTIDADES ASEGURADORAS*

Por lo que respecta a las entidades aseguradoras, el artículo 110 del ROSSP prevé que los procedimientos de control interno comprenderán, en todo caso, el desarrollo de una adecuada función de revisión y el establecimiento de sistemas de gestión de riesgos. No obstante, no se hace mención a la función de cumplimiento normativo y únicamente regula de forma genérica la función de gestión de riesgos<sup>10</sup>.

Por otro lado, ha de señalarse que si bien la Directiva de Solvencia II<sup>11</sup> ni ha entrado en vigor ni ha sido traspuesta por el legislador español, aunque existe un anteproyecto<sup>12</sup>, la DGSFP ha adoptado las Directrices sobre el sistema de gobernanza<sup>13</sup> de la EIOPA publicadas en 2013 y las mismas son de obligado cumplimiento para las entidades aseguradoras desde el 1 de enero de 2014.

Las citadas Directrices regulan las funciones de control interno en los siguientes términos, aunque si bien se considera una de las funciones clave, no se define ni se recoge en las mismas ninguna indicación de la importante función de cumplimiento.

---

<sup>10</sup> Las entidades aseguradoras establecerán sistemas de gestión de riesgos, adecuados a su organización, que les permitan identificar y evaluar, con regularidad, los riesgos internos y externos a los que están expuestas. Para ello establecerán estrategias respecto de los mismos, adecuadas a la naturaleza e incidencia de tales riesgos, incorporando procesos que permitan una medición de los riesgos identificados, incluyendo su probabilidad de ocurrencia e impacto en el perfil de riesgo de la entidad. Asimismo, las entidades deberán tener establecidos planes de contingencia que permitan anticipar situaciones adversas que puedan poner en peligro su viabilidad.

<sup>11</sup> Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009, sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio. Esta Directiva desarrolla en los artículos 44 a 49 todas y cada una de las funciones de control interno.

<sup>12</sup> El anteproyecto hace mención expresa y desarrolla en términos generales la función de cumplimiento: la función de cumplimiento consistirá en asesorar al órgano de administración acerca del cumplimiento de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas que afecten a la entidad. Comportará, asimismo, la evaluación del impacto de cualquier modificación del entorno legal en las operaciones de la entidad y la determinación y evaluación del riesgo de cumplimiento.

<sup>13</sup> EIOPA\_CP\_13/08 ES



#### a) *Función de Gestión del Riesgo*

Deberá informar al órgano de administración, dirección o supervisión sobre los riesgos que se hayan definido como potencialmente graves. La función de gestión de riesgos también debería informar sobre otras áreas de riesgo específicas tanto por iniciativa propia como a petición del órgano de administración, dirección o supervisión.

#### b) *Función de auditoría interna*

- (i) Establecer, poner en práctica y mantener un plan de auditoría en el que se indique el trabajo de auditoría que debe llevarse a cabo en los años siguientes, teniendo en cuenta todas las actividades y el sistema completo de gobernanza de la empresa;
- (ii) asumir un enfoque basado en el riesgo al decidir sus prioridades;
- (iii) informar del plan de auditoría al órgano de administración, dirección o supervisión de la empresa;
- (iv) emitir un informe de auditoría interna al órgano de administración, dirección o supervisión basado en el resultado del trabajo llevado a cabo de acuerdo con la letra (i) que incluya los resultados y las recomendaciones, en donde conste el período de tiempo previsto para remediar los fallos y las personas responsables de hacerlo, así como la información sobre el cumplimiento de las recomendaciones de la auditoría; y
- (v) someter el informe de auditoría interna al órgano de administración, dirección o supervisión, al menos anualmente.

#### c) *Función actuarial*

- (i) identificar cualquier incoherencia con los requisitos establecidos en los

artículos 76 a 85 de la Directiva Solvencia II para el cálculo de las provisiones técnicas, y proponer las medidas correctoras necesarias;

- (ii) explicar cualquier efecto significativo de los cambios en los datos, metodologías o hipótesis entre fechas de valoración sobre el montante de las provisiones técnicas si han sido calculadas sobre la base de Solvencia II;
- (iii) valorar la coherencia de los datos internos y externos utilizados en el cálculo de las provisiones técnicas en relación con las normas de calidad de datos según se indica en la Directiva Solvencia II.
- (iv) cuando presente su opinión sobre la política de suscripción y los acuerdos de reaseguro, debe tener en consideración la relación entre estos y las provisiones técnicas;
- (v) durante el proceso de solicitud previa, debe contribuir a especificar qué riesgos, dentro de su conocimiento y cualificación, quedan cubiertos por el modelo interno; y
- (vi) elaborar un informe por escrito al menos anualmente al órgano de administración, dirección o supervisión sobre las tareas significativas que la función actuarial ha llevado a cabo y sus resultados, identificar claramente las posibles deficiencias y aportar recomendaciones sobre cómo deben corregirse.

#### **4. LAS COMPETENCIAS DE LOS SUPERVISORES EN MATERIA DE CONTROL INTERNO**

Como ya se indicó al inicio de este trabajo, el *rol* de las autoridades supervisoras debe ser un factor relevante por lo que respecta a los mecanismos de control interno. Si bien es cierto que debe recaer en las propias Entidades Financieras el



mayor peso y responsabilidad en materia de control interno, estableciendo mecanismos que sean adecuados y eficientes, no lo es menos el hecho de que las autoridades competentes deben poder intervenir, y en su caso, sancionar, cuando las Entidades Financieras no saben, no pueden o no quieren establecer los mecanismos correctos; de lo contrario las consecuencias para la propia Entidad Financiera, sus accionistas, sus clientes, y para el propio sistema financiero, pueden ser muy negativas e incluso desastrosas, como lo ha puesto de manifiesto la última y reciente crisis financiera.

Pues bien, lo cierto es que las últimas reformas que han tenido lugar a nivel comunitario, y mediante su trasposición, en la normativa española, van en dicha dirección. En este sentido, se ha podido observar cómo en los últimos años se han reforzado las competencias de supervisión, así como la potestad sancionadora de los distintos supervisores financieros españoles en esta materia.

A continuación indicamos los preceptos normativos más relevantes a este respecto en los distintos ámbitos del sector financiero:

#### 4.1. ENTIDADES DE CRÉDITO

De un lado, el artículo 68 de Ley 10/2014 establece que el Banco de España exigirá a las entidades de crédito o grupos consolidables de entidades de crédito que adopten inmediatamente las medidas necesarias para retornar al cumplimiento cuando no cumplan con las obligaciones contenidas en la normativa de solvencia, incluida la liquidez, y las relativas a adecuación de la estructura organizativa o el control interno de los riesgos, y podrá exigir a las entidades de crédito y sus grupos que refuercen los correspondientes procedimientos, mecanismos y estrategias.

De otro lado, la Ley 10/2014 prevé que podrá constituir sanción muy grave o grave, el que la entidad de crédito, o el grupo consolidable o conglomerado financiero a que pertenezca, presente deficiencias en su estructura organizativa,

en sus mecanismos de control interno o en sus procedimientos administrativos y contables, incluidos los relativos a la gestión y control de los riesgos, cuando tales deficiencias pongan en peligro la solvencia o viabilidad de la entidad o la del grupo consolidable o conglomerado financiero al que pertenezca.

#### 4.2. EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

Las potestades de la CNMV en materia de control interno están comprendidas en dos preceptos:

- a) Art. 85 de la Ley 24/1988 que prevé que la CNMV podrá adoptar cualquier tipo de medida para asegurarse que las personas y entidades sometidas a su supervisión cumplen con las normas y disposiciones aplicables, o con los requerimientos de subsanación o corrección realizados, pudiendo exigir a tales personas y entidades, a tal fin, la aportación de informes de expertos independientes, auditores o de sus órganos de control interno o cumplimiento normativo; y
- b) Art. 87bis de la Ley 24/1988 que permite a la CNMV exigir a las empresas de servicios de inversión y sus grupos que refuercen o modifiquen los procedimientos de control interno, contables o de valoración, los mecanismos o las estrategias adoptados para el cumplimiento de dichas exigencias organizativas o de recursos.

Asimismo, y al igual que sucede con las entidades de crédito, podrá constituir sanción muy grave o grave, en su caso, el que las empresas de servicios de inversión, los grupos consolidables de empresas de servicios de inversión y los conglomerados financieros en que éstas se integren, presenten deficiencias en los procedimientos administrativos y contables; en los mecanismos de control interno, incluidos los relativos a la gestión de riesgos; o en su estructura organizativa, cuando tales deficiencias pongan en peligro la solvencia o la viabilidad de la entidad o la del



grupo consolidable o conglomerado financiero a que pertenezca; o la no adopción por una empresa de servicios de inversión o grupo consolidable, en el plazo y condiciones fijadas al efecto por la CNMV, de las medidas por ésta requeridas de reforzamiento o modificación de sus procedimientos de control interno, contables o de valoración, los mecanismos o estrategias para la tenencia de una estructura organizativa o de recursos adecuados, cuando con ello se ponga en riesgo su solvencia o viabilidad.

#### 4.3. GESTORAS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

De conformidad con lo previsto en el artículo 70 de la Ley 35/2003, las facultades de supervisión e inspección de la CNMV se extienden, entre otras, a la situación de control interno, así como a las condiciones en que ejercen su actividad, ya sea con carácter general o referidas a cuestiones concretas.

Al igual que en el caso de las entidades financieras antes indicadas, constituye infracción muy grave, o grave según el caso, la presentación por parte de las sociedades gestoras de deficiencias en la organización administrativa y contable o en los procedimientos de control interno, incluidos los relativos a la gestión de los riesgos cuando tales deficiencias pongan en peligro la solvencia o la viabilidad de la entidad, o cuando se perjudique gravemente o pongan en riesgo los intereses de partícipes o accionistas.

#### 4.4. ENTIDADES ASEGURADORAS

A diferencia de lo que ocurre con el resto de las entidades financieras, el RDL 6/2004 no prevé de forma específica que la actuación inspectora de la DGSFP se extienda al control interno, no obstante, el tenor amplio y genérico con el que está redactado el artículo 70 de dicha norma no debería plantear problemas para que la DGSFP supervise los mecanismos de control interno de las entidades aseguradoras. Sin embargo, de

conformidad con lo previsto en el artículo 110 del RSSOP la entidad deberá elaborar anualmente un informe sobre la efectividad de sus procedimientos de control interno, incidiendo en las deficiencias significativas detectadas, sus implicaciones y proponiendo, en su caso, las medidas que se consideren adecuadas para su subsanación.

En materia sancionatoria, el régimen previsto en el RDL 6/2004<sup>14</sup> es exactamente el mismo que el indicado para las entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y las SGIIC.

### 5. CONTROL INTERNO Y RIESGO REPUTACIONAL

El riesgo reputacional puede definirse como la posibilidad de pérdida o merma en la reputación de una entidad financiera de forma que afecte de forma negativa a la percepción que los clientes, las contrapartes, los accionistas, los inversores, los analistas y los reguladores puedan tener sobre la misma y que tenga un efecto adverso sobre la misma. Dicho efecto adverso pueda tener consecuencias fundamentalmente sobre el capital o el valor de la compañía, sus resultados, el mantenimiento o el desarrollo de los negocios, el acceso a fuentes de financiación y sobre su liquidez.

El riesgo reputacional está cobrando cada vez una mayor importancia en el sector financiero, y así es percibido por las propias entidades financieras y los reguladores. En este sentido, cabe señalar que en las últimas ediciones de los años 2013 y 2014 del *Risk Assessment of the European Banking System* publicadas por la EBA<sup>15</sup> se destaque la continua agravación del riesgo reputacional, porque se ha identificado un incremento en el riesgo reputacional/legal del sector bancario en general y una tendencia negativa en la percepción que el público tiene de los bancos. Por lo que a los reguladores respecta, prueba de su preocupación por

<sup>14</sup> Art. 40.3 del RDL 6/2004.

<sup>15</sup> Dichos documentos pueden consultarse en el siguiente link: <http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-assessment-reports>.



el riesgo reputacional se pone de manifiesto, a título de ejemplo, en el Documento de Consulta de la EBA de 7 de julio de 2014 «*Draft Guidelines for common procedures and methodologies for the supervisory review and evaluation process under Article 107 (3) of Directive 2013/36/UE*»<sup>16</sup> que dedica una de sus secciones al trabajo que deben llevar a cabo las autoridades supervisoras en relación con el riesgo reputacional<sup>17</sup>.

Obviamente, los mecanismos de control interno establecidos por las Entidades Financieras son fundamentales en la identificación, control, mitigación o eliminación del riesgo reputacional.

De un lado, la función de gestión de riesgos deberá identificar, evaluar y cuantificar el riesgo

reputacional. Dicha labor es especialmente complicada en el caso del riesgo reputacional debido a sus especiales características. En primer lugar, el riesgo reputacional tiene un origen multicausal, por lo cual, su identificación no es una tarea nada fácil; de hecho, en la práctica generalizada, se produce como causa de un riesgo operacional, como pueden ser los derivados de productos y servicios, servicio post-venta, de mercado, de crédito, de liquidez, tecnológicos, de detección del fraude. En segundo lugar, su gestión y medición resulta igualmente complicada, por lo que en general las entidades financieras lo hacen siguiendo los modelos de gestión de riesgos operativos y financieros<sup>18</sup>.

No menos importante debe considerarse la función de cumplimiento normativo en relación con el riesgo reputacional. El incumplimiento o el no cumplimiento adecuado de las normas o directrices a las que están sujetas la Entidades Financieras puede traducirse en una serie de actuaciones o hechos que repercutirán negativamente en la reputación de dicha entidad. Muestra de ello son los problemas que en los últimos años han surgido en el mundo financiero como consecuencia de una prácticas inadecuadas en las ventas de productos, al no seguir las normas en materia de idoneidad y conveniencia, o la repercusión que pueden tener los incumplimientos en materia de blanqueo de capitales, o las sanciones de los reguladores como consecuencia de las infracciones cometidas por las entidades financieras.

Finalmente, la función de auditoría interna debe también tener presente el riesgo reputacional en la elaboración de su plan de auditoría y la revisión de los procedimientos y políticas establecidos por las entidades financieras, no tanto por el riesgo reputacional *per se* sino por aquellos otros riesgos que finalmente se traducirán en un riesgo reputacional con las consecuencias adversas que ello conlleva para cualquier entidad.

---

<sup>16</sup> Dicho documento puede consultarse en el siguiente link: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/748829/EBA-CP-2014-14+%28CP+on+draft+SREP+Guidelines%29.pdf>

<sup>17</sup> **6.5.3 Assessment of reputational risk**

259. Competent authorities should conduct an assessment of the reputational risk to which the institution is exposed, leveraging on their understanding of the institution's governance, its business model, products and the environment in which it operates.

260. By nature, reputational risk is more relevant for large institutions, in particular for those with listed equities or debts or which operate in interbank markets. Accordingly, in assessing reputational risk competent authorities should dedicate more attention to those which present those characteristics.

261. Competent authorities should consider both internal and external factors or events, which might give rise to reputational concerns in respect of the institution. Competent authorities should consider the following qualitative indicators in their assessment of the institution's exposure to reputational risk: a. the number of sanctions from official bodies in the year (not only from competent authorities, but also considering sanctions arising from tax or other settlements); b. media campaigns and consumer association initiatives that contribute to a deteriorating public perception and the reputation of the institution; c. the number and the evolution of customer complaints; d. negative events affecting the institution's peers when they are associated by the public with the whole financial sector or a group of institutions; e. funding of sectors not well perceived by the public (e.g. weapons industry, embargoed countries, etc.) or of people and countries on sanctions lists (e.g. OFAC lists); and, f. other 'market' indicators, if available (e.g. rating downgrades or the evolution of the stock price throughout the year).

262. Competent authorities should assess the significance of reputational risk exposure of the institution and the interconnectedness with the other risks (i.e. credit, market, operational and liquidity) by leveraging the other risks assessments in order to capture any possible second round effects in either direction (from reputation to other risks and vice versa).

---

<sup>18</sup> Sobre los modelos utilizados para la medición del riesgo reputacional ver (i) El Gobierno Corporativo y la Reputación Corporativa, Tomás Garicano Rojas, Investigaciones y publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo año 2011 y (ii) El Riesgo Reputacional de las Entidades Financieras, Francisco Javier Ruiz García, en Estrategia Financiera, N° 250, Mayo 2008.

## **6. MEDIDAS TRIBUTARIAS**







## MEDIDAS TRIBUTARIAS: FATCA/FTT

**Roberto Grau, Abogado**  
**Departamento de Derecho Fiscal**  
**CLIFFORD CHANCE**

### **FATCA/FTT: ORIGENES, EVOLUCION Y ESTADO ACTUAL**

FATCA y FTT son dos acrónimos a los que el mundo financiero y, en mayor o menor medida, los ciudadanos de a pie han ido acostumbrándose durante los últimos años.

En ambos casos son medidas que se iniciaron con un largo proceso por delante (aún por concluir) a la hora de su efectiva implantación, lo que es inevitable cuando se trata de normas encuadradas en un contexto internacional y que afectan a algo tan sensible a los cambios como los mercados financieros.

Por lo que se refiere a FATCA, nos encontramos con una normativa que, en su origen, supuso una fuente de preocupaciones para las entidades financieras por los efectos que se derivaban de ella, no tanto desde la perspectiva recaudatoria, porque conviene adelantar que FATCA no es un impuesto como tal, sino por las dificultades que se cernían sobre dichas entidades a la hora de implantar los mecanismos para cumplir con ella (lo que igualmente se traducía en un coste económico).

El aspecto fundamental de este nuevo concepto no tenía precedentes: se trataba de una normativa (estadounidense) que pretendía imponer a las entidades financieras de todo el mundo una serie de obligaciones de información que, en el fondo, sólo perseguían que las autoridades americanas pudieran conocer si existían contribuyentes norteamericanos que no estuvieran

cumpliendo sus obligaciones tributarias (estadounidenses), bajo pena de imponer a dichas entidades financieras unas retenciones (a ingresar en Estados Unidos) en los pagos que pudieran recibir.

En muchos casos, además, las entidades financieras veían acercarse unas obligaciones de información a las que ni siquiera estaban sujetas en relación con sus autoridades locales.

El hecho de que la medida viniera promovida por la Administración norteamericana no contribuía precisamente a proporcionar mayor tranquilidad sobre su impacto definitivo si bien es cierto que no fueron pocos los que creyeron que, finalmente, la nueva normativa no llegaría a implantarse. En este último se equivocaron puesto que Estados Unidos siguió adelante con su intención aunque finalmente y por vía del acuerdo y la negociación, el resultado final, como veremos, no parece ser tan oneroso para las entidades financieras afectadas como inicialmente se preveía.

Por lo que se refiere al FTT, que no son sino las siglas en inglés del pretendido Impuesto sobre Transacciones Financieras, la medida tiene un carácter eminentemente recaudatorio lo que, aun a su pesar, quizás proporcionaba a las entidades afectadas un terreno más seguro en el que moverse.

El presente trabajo no pretende ser una descripción detallada de los aspectos técnicos de ambos conceptos que, además, no destacan, precisamente, por su sencillez y amabilidad sino una



descripción de sus notas características y de su proceso evolutivo que, en mayor o menor medida, no puede darse por finalizado.

## FATCA

### QUÉ ES FATCA Y QUÉ IMPACTO HA TENIDO (Y TIENE) SOBRE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

El origen de la denominada Foreign Account Tax Compliance Act («**FATCA**») lo encontramos en Estados Unidos el 18 de marzo de 2010, durante el primer mandato del presidente Barack Obama. La normativa fue aprobada como una sección de *The Hiring Incentives to Restore Employment (HIRE) Act*, una legislación cuyo propósito principal era incentivar la contratación de personas desempleadas y que los trabajadores recientemente contratados pudieran asimismo conservar sus puestos de trabajo.

No puede negarse que FATCA nació con un propósito muy loable como era el de contrarrestar la evasión fiscal por parte de los contribuyentes con obligaciones fiscales en Estados Unidos y que pudieran estar ocultando activos y rentas derivadas de sus inversiones realizadas a través de cuentas no declaradas (*offshore*) en instituciones financieras extranjeras (*Foreign Financial Institutions*, «**FFI**» de modo abreviado) tales como bancos, compañías aseguradoras, fondos y entidades participantes en el mercado de capitales.

El mecanismo previsto para lograr dicho objetivo residía, esencialmente, en el establecimiento de un régimen de comunicación de información sobre rentas obtenidas por personas estadounidenses, combinado con un severo régimen sancionador en caso de incumplimiento.

Con estas premisas, la propuesta planteada no resultaba excesivamente original pues podía enmarcarse en las cada vez más frecuentes medidas de los países del entorno OCDE para combatir el fraude fiscal, fundamentalmente, el cometido a través de la inversión off-shore.

Pero la novedad principal y, sin duda, la cuestión que más ha llamado la atención desde un principio era que para tratar de conseguir dicho objetivo, Estados Unidos convertía a todas las entidades financieras del mundo en colaboradores necesarios. De ahí que el concepto de «extraterritorialidad» haya sido uno de los principales calificativos atribuidos a esta normativa, si bien no la única crítica.

Sin ánimo de ser exhaustivo, la lista incluía cuestiones tales como:

- Un considerable coste burocrático y de adaptación de procesos internos que las entidades financieras debían asumir para poder ser capaces de cumplir con las exigencias de obtención y suministro de información que establecía FATCA. Como es evidente, el citado coste no sólo implicaba aspectos organizativos sino también económicos y las entidades afectadas no podían sino preguntarse, de forma más bien retórica, quién iba a asumir dicho coste.
- La preocupación relativa a la revelación de información concerniente a sus clientes estadounidenses y, en concreto, la posibilidad de que tal revelación pudiera llevar a infringir la normativa doméstica sobre secreto bancario o protección de datos, en determinadas ocasiones.

La propia norma establecía la conducta a seguir por las entidades financieras que no era sino el remedio para evitar las consecuencias negativas. Así, se invitaba a las FFI a firmar acuerdos individuales con la Administración tributaria norteamericana (*Internal Revenue Service*, «**IRS**» de modo abreviado) mediante los cuales cada entidad firmante asumía el compromiso de identificar a sus clientes estadounidenses y de facilitar dicha información al IRS.

El incentivo para firmar dicho acuerdo era poderoso. Una entidad financiera extranjera que no firmara uno de los citados acuerdos y que no se encontrara de cualquier otra manera exonerada de dicha obligación de información se enfrentaba a una retención del 30% sobre los pagos recibidos de fuente estadounidense, retención



que, como puede intuirse, tenía un carácter sancionador más que recaudatorio.

FATCA abarca una amplísima tipología de pagos, incluyendo dividendos, intereses y determinados pagos de instrumentos derivados. Adicionalmente, a partir de 2017, los ingresos brutos (tales como ingresos derivados de una venta, devoluciones de aportaciones en acciones y devoluciones de principal en instrumentos de deuda que generen pagos de dividendos o intereses de fuente norteamericana) serán tratados como pagos susceptibles de soportar retención.

En un primer momento, muchas entidades con poca o nula exposición a rentas o pagos de fuente estadounidense valoraron la posibilidad de quedar al margen de los citados acuerdos pero inmediatamente quedó de manifiesto que tal opción no era posible a la vista del concepto de *pass through payments* o pagos indirectos.

En resumen, mediante su adhesión a FATCA, una entidad consigue evitar la retención en los pagos que reciba de fuente americana pero, además, se compromete a retener un impuesto norteamericano sobre cualquier pago realizado a alguno de sus clientes que no hayan prestado su consentimiento para facilitar la información relativa a FATCA.

En un mundo tan interconectado como el financiero se hizo evidente que ninguna entidad podría quedar al margen de FATCA y se fue produciendo un efecto en cascada a la hora de asumir por parte de las entidades financieras la necesidad de adherirse al nuevo sistema.

Por otro lado, a la vista de la mención a «entidades financieras», muchas otras entidades pensaron, tras una primera lectura de la normativa, que sólo los Bancos iban a verse realmente afectados pero, tras un análisis detallado quedó claro que las obligaciones se iban a imponer a un grupo mucho más amplio.

La casuística era muy extensa porque no hay que olvidar que estamos ante una norma promulgada unilateralmente por Estados Unidos pero que pretende aplicarse en el resto del mundo. Cada país tiene sus propios conceptos legales y sus diferentes interpretaciones de lo que considera una entidad financiera.

Para añadir más complicación, FATCA requiere que las FFI sean cumplidoras no solamente de manera individual sino a nivel de su grupo de entidades. A este respecto se establece un periodo de carencia para cumplir este requisito pero desde 2016 se considerará que una FFI es cumplidora con FATCA únicamente si todo el grupo de entidades al que pertenece también es cumplidor. Por otra parte, en principio, los grupos de entidades no financieras no deberían estar sujetas a FATCA. Sin embargo, ha existido cierta preocupación acerca de la consideración de las entidades holding como FFI.

FATCA ha clarificado finalmente que las sociedades holding y centros de tesorería que son parte de un grupo de entidades no financieras no deben ser tratadas generalmente como FFI a efectos de FATCA. No obstante, esta excepción no se aplica cuando dichas compañías han sido creadas por fondos de capital-riesgo (*private equity funds*). Por lo tanto, una sociedad instrumental creada por un fondo de capital-riesgo para adquirir un grupo empresarial no financiero español será considerada como FFI y sujeta al cumplimiento de las obligaciones FATCA.

### ***CÓMO SE PUEDE AMORTIGUAR EL IMPACTO. NEGOCIACIÓN DE ACUERDOS INTERGUBERNAMENTALES***

Como se ha apuntado, el propio sistema contenía mecanismos de flexibilización de la carga impositiva que, una vez que se hubo asumido la inevitabilidad de la adhesión a FATCA por parte de las FFI, aparecieron ante sus ojos como un remedio milagroso.

Los más destacados eran los denominados acuerdos intergubernamentales (*Intergovernmental Agreement*, «IGA» por sus siglas en inglés) que, en esencia, suponían desplazar el compromiso de obtención y suministro de información y la relación con las autoridades estadounidenses desde las entidades financieras a su Estado de residencia.

En definitiva, en lugar de que cada una de las entidades financieras tuviera que suscribir un



acuerdo individualizado con el IRS, sería el Estado de residencia de dichas entidades el que firmara dicho acuerdo a nivel gubernamental y, posteriormente, pusiera en práctica los mecanismos para obtener la información necesaria de sus entidades con el objeto de facilitársela a la administración estadounidense.

Este es el caso del denominado Modelo IGA-1, como el firmado entre Estados Unidos y España, que establece que los gobiernos nacionales adoptarán las medidas legislativas necesarias para que las instituciones financieras locales (y sucursales locales de instituciones financieras extranjeras) faciliten información sobre sus clientes estadounidenses a las autoridades fiscales locales.

A cambio, todas las instituciones financieras de dicho país serán consideradas automáticamente como entidades cumplidoras con la normativa FATCA. Así, por ejemplo, los bancos españoles y las sucursales en España de bancos extranjeros serán considerados como entidades cumplidoras con la normativa FATCA y serán requeridos para facilitar información sobre sus clientes norteamericanos a la Administración tributaria española. Las autoridades fiscales locales (en este caso, las españolas) facilitarán posteriormente dicha información al IRS norteamericano a través de los mecanismos acordados por ambos países.

El propósito de este Modelo IGA-1 que requiere un desarrollo legislativo por parte del Estado firmante del acuerdo, es responder a la ya mencionada preocupación de que el cumplimiento con las exigencias de la normativa FATCA pudiera considerarse ilegal desde el punto de vista de la normativa del Estado donde se encuentran las entidades financieras (por ejemplo, porque facilitar dicha información pueda infringir la normativa doméstica sobre secreto bancario). Es evidente que si la propia normativa del país, en desarrollo del acuerdo intergubernamental, impone una obligación de suministro de información, dicho suministro no puede ser contrario a la normativa local sobre secreto bancario que pueda existir.

Por último, la firma de un IGA-1 por parte de un Estado presenta dos beneficios adicionales para las FFI residentes en él:

- En primer lugar, las FFI que puedan beneficiarse de él (como es el caso de las instituciones financieras españolas) generalmente no estarán obligadas a practicar retención sobre los pagos realizados a clientes que no quieren colaborar o a FFI no participantes. El Modelo IGA-1 establece que las partes de dichos acuerdos colaborarán para determinar el ámbito de las retenciones sobre «pagos indirectos extranjeros» y sobre ingresos brutos.
- Por otro lado, a las FFI se les permitirá, bajo determinadas circunstancias, que puedan tener filiales o sucursales que no cumplan con la normativa FATCA debido a restricciones de su normativa doméstica. Sin embargo, una FFI que no pueda beneficiarse de un IGA no tiene esta posibilidad y cuando actúe indistintamente en jurisdicciones con IGA como en otras sin IGA deberán decidir entre dejar de realizar transacciones en las jurisdicciones que no tiene IGA o asumir que todas sus operaciones que no se beneficien de un IGA no serán cumplidoras con FATCA.

Son cada vez más los países que han anunciado su intención de firmar con Estados Unidos acuerdos que simplifiquen el proceso de intercambio de información, reduzcan o eliminen conflictos con su normativa doméstica y supriman por ahora la práctica de retención sobre «pagos indirectos extranjeros» y sobre determinados pagos susceptibles de soportar retención.

Para aquellos países cuyos gobiernos no deseen ser parte del proceso de obtención e intercambio de información, existe el Modelo IGA-2 que facilita que las instituciones financieras locales y las sucursales provean directamente al IRS con la información de sus clientes norteamericanos. Este modelo implica una serie de cargas mayores para las FFI locales, puesto que deben firmar acuerdos directamente con el IRS (mediante su registro online) y sólo pueden acep-



tar nuevas cuentas (nuevos clientes) que acepten que su información sea asimismo facilitada al IRS. Adicionalmente, las FFI locales deben practicar retención sobre aquellos pagos indirectos realizados a FFI no participantes.

No obstante, existen diversas razones por las que un Estado puede preferir un Modelo IGA-2, entre ellas:

- No se precisa una intervención activa de la Administración tributaria local en el proceso de intercambio de información.
- Determinadas FFI locales pueden quedar exentas de cumplir con las obligaciones de FATCA.
- Los Modelos IGA-2 permiten que las FFI locales tengan vínculos societarios con FFI no participantes.
- Se simplifica el análisis que hay que realizar respecto de cada cliente.
- Se elimina generalmente la obligación de que, ante clientes que no quieren facilitar información, la FFI local practique retención sobre los pagos realizados o cierre la cuenta del citado cliente.

En términos prácticos, una institución financiera que opere en una jurisdicción que haya suscrito un modelo de acuerdo IGA-1 (como es el caso de España) se encuentra en una situación de ventaja competitiva en términos de tener un reducido riesgo legal, asumir unas obligaciones simplificadas de suministro de información y no verse obligada a practicar retención sobre pagos que realice.

A modo de ejemplo, una FFI no participante puede preferir realizar una transacción concreta con una FFI situada en una jurisdicción IGA-1 antes que realizarla con una FFI que opere en una jurisdicción IGA-2 o que no haya suscrito ningún acuerdo, debido a que, a partir de 2017, los «pagos indirectos extranjeros» serían objeto de retención en jurisdicciones IGA-2 o que no hayan suscrito acuerdo, mientras que dichos pagos no estarían sometidos a retención en una jurisdicción IGA-1.

## ANÁLISIS DEL CASO ESPAÑOL

### Marco actual

Como se ha apuntado, España decidió optar por el Modelo IGA-1 siguiendo el ejemplo de la mayoría de los países de su entorno más próximo. Una vez concluido el proceso, el Acuerdo entre España y Estados Unidos para la mejora del cumplimiento fiscal internacional y la implementación de FATCA (en adelante, el «**Acuerdo**») fue suscrito el 14 de mayo de 2013, si bien su publicación en el Boletín Oficial del Estado no se produjo hasta el pasado día 1 de julio de 2014.

El Acuerdo es un Modelo IGA-1, de manera que las instituciones financieras españolas podrán acogerse a los beneficios ya mencionados para aquellas FFI localizadas en jurisdicciones que han suscrito con Estados Unidos este tipo de acuerdos.

En el caso de España, la legislación de desarrollo que era necesario aprobar para regular las obligaciones de las entidades financieras con su administración local se ha concretado en la Orden HAP/1136/2014, aprobada por el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (Boletín Oficial del Estado del 2 de julio de 2014). La citada Orden Ministerial matiza y desarrolla algunas de las provisiones contenidas en el Acuerdo, además de aprobar el formulario mediante el cual deberá realizarse la declaración informativa anual de cuentas financieras de determinadas personas estadounidenses (modelo 290).

Por un lado, la Orden Ministerial modifica alguna de las fechas relevantes inicialmente previstas en el Acuerdo (debido a la dilación que se ha producido en la publicación final del Acuerdo), arrojando como dato más destacado que el primer año sobre el que habrá que recabar información será el año 2014, y no el año 2013 como estaba inicialmente previsto.

Adicionalmente, la información recogida por las instituciones financieras respecto de las cuentas de determinadas personas estadounidenses deberá comunicarse a la Administración tributaria española mediante la presentación del mode-



lo 290 durante los tres primeros meses (esto es, hasta el día 31 de marzo) del año siguiente a aquél al que hace referencia la información suministrada. En consecuencia, la información correspondiente al año 2014 debería haberse proporcionado por parte de las instituciones financieras españolas a la Administración tributaria española antes del día 31 de marzo de 2014 mediante la presentación del citado modelo 290.

No obstante, y de forma excepcional, el plazo para el suministro de la información correspondiente a 2014 se ha ampliado hasta el 31 de mayo de 2015.

### *Entidades afectadas*

Una de las principales ventajas de seguir el Modelo IGA-1 es que el propio acuerdo y la normativa de desarrollo, que inevitablemente es preciso aprobar, detallan las entidades que deben cumplir con las nuevas obligaciones. Como hemos señalado, la normativa FATCA establece cuáles son las entidades afectadas pero desde una perspectiva legal estadounidense que, en muchos casos, es difícil de coordinar con los conceptos existentes en cada país, lo que desde el principio generó cuantiosas dudas.

En el caso de España, se consideran entidades financieras afectadas por estas obligaciones cualquier entidad que reciba depósitos en el marco de su actividad o que gestione inversiones financieras por cuenta de terceros y se dedique a la negociación de activos financieros. Por tanto, la aplicación de la normativa FATCA afectará claramente a bancos y entidades de crédito pero también, salvo las excepciones que en cada caso se establezcan, a compañías de seguros que inviertan sus provisiones en activos financieros e incluso a los fondos de inversión.

El Acuerdo contiene su propia definición de institución financiera que, en definitiva, se ajusta a la siguiente tipología:

- las instituciones de custodia, entendidas como entidades que posean activos financieros por cuenta de terceros como parte

importante de su actividad económica. Esto sucede cuando la renta bruta derivada de dicha actividad de tenencia de activos financieros es igual o superior al 20% de la renta bruta total de la entidad en el periodo más corto entre (i) el tiempo de existencia de la entidad y (ii) el plazo de tres años concluido el 31 de diciembre anterior al año en que se realiza esta determinación.

- las instituciones de depósito, definidas como toda entidad que acepte depósitos en el curso de su actividad bancaria o similar.
- las entidades de inversión, que serían aquellas cuya actividad económica consista en una o más de las siguientes operaciones en nombre o a favor de un cliente:
  - operaciones con instrumentos del mercado monetario
  - gestiones de inversiones colectivas o individuales
  - otras formas de inversión, administración o gestión de fondos o dinero en nombre de terceros
- las compañías de seguros específicas, que serían todas aquellas compañías de seguros (o su sociedad de control) que ofrezcan contratos de seguro con valor en efectivo o un contrato de anualidades, o que esté obligada a realizar pagos en relación con los mismos.

### *Información a obtener*

Cada una de las entidades financieras españolas deberá obtener y trasladar a la Administración Tributaria española la siguiente información:

- Nombre, domicilio y NIF estadounidense del titular de la cuenta.

Es importante recordar que a diferencia de países como España donde la condición de contribuyente por obligación personal viene determinada por la residencia fiscal con independencia de la nacionalidad, Estados Unidos aplica un criterio donde el estatus de ciudadano estadounidense también determina su sujeción a impuestos aunque dicha persona no sea residente fiscal en aquél país.



De acuerdo con el texto del Acuerdo, la entidad financiera deberá comunicar el número de identificación fiscal federal del titular de la cuenta.

- Número de cuenta
- Nombre y número identificador de la entidad financiera española
- Saldo o valor de la cuenta al final del año en cuestión. En caso de cancelación de la cuenta durante el año, se indicará el citado saldo en el momento inmediatamente anterior a dicha cancelación

A continuación existen algunos elementos adicionales en función del tipo de cuenta de que se trate:

- En el caso de una **cuenta de custodia**, entendida como una cuenta abierta en beneficio de un tercero y en la que se depositan instrumentos financieros (acciones, bonos, obligaciones, etc.), será necesario recabar información sobre el importe bruto total en concepto de dividendos y otras rentas generados por los activos depositados, así como los ingresos totales brutos derivados de la transmisión de dichos activos.
- En el caso de una **cuenta de depósito** (entre otras, una cuenta comercial, corriente, de ahorro o plazo), el importe bruto total de intereses pagados.

#### *Entrada en vigor de las obligaciones de obtención e intercambio de información*

Una vez se ha producido la entrada en vigor del Acuerdo, así como de la Orden Ministerial que desarrolla su implementación práctica, la obligación de recabar información sobre cuentas presenta determinadas particularidades en función del año al que haga referencia la información.

Por un lado, en el caso del año 2014, tan sólo hará falta recabar e intercambiar la información relativa a:

- Nombre, domicilio y NIF estadounidense del titular

- Número de cuenta
- Nombre y número identificador de la entidad financiera
- Saldo de la cuenta

Por lo que se refiere al año 2015, será necesario aportar toda la información a la que se refiere el Acuerdo excepto la relativa a los ingresos brutos totales derivados de la enajenación de activos en las cuentas de custodia, mientras que a partir del año 2016 en adelante será obligatorio recopilar toda la información a la que se refiere el Acuerdo.

#### *Plazo para el intercambio de información*

Con carácter general, el plazo para intercambiar la información obtenida por cada Administración será de 9 meses contados desde la finalización del año correspondiente. Por lo tanto, la fecha límite para intercambiar la información referida al año 2014 es el 30 de septiembre de 2015. Para ello, las instituciones financieras españolas deberán presentar el modelo 290 ante la Hacienda española con anterioridad al día 31 de mayo de 2015.

#### *Obligaciones adicionales*

De acuerdo con el Artículo 4 del Acuerdo, toda institución financiera española que esté obligada a comunicar información a la administración española se considerará que cumple con la normativa FATCA (y por tanto no quedará sujeta a retención) en la medida en que España cumpla con las obligaciones previstas en el Acuerdo.

No obstante, para conseguir la citada consideración como entidad cumplidora con FATCA, las entidades financieras están afectadas por una serie de obligaciones adicionales a la de la mera identificación de cuentas de las que sean titulares los estadounidenses. La principal es la de comunicar anualmente (respecto a 2015 y 2016) a la autoridad española el nombre de cualquier institución financiera a la que haya efectuado pagos



(así como el importe de estos) y que tenga la consideración de entidad no participante en FATCA. Es decir, deberá informar de la identidad y los importes abonados a cualquier entidad financiera que no haya suscrito un convenio con la autoridad estadounidense en materia FATCA o cuyo país de residencia no haya firmado un Acuerdo como el presente.

Por otra parte, uno de los principales escollos de la normativa FATCA y de las obligaciones que impone a las entidades financieras españolas es la determinación de si el titular es estadounidense o no y, por tanto, si la cuenta queda afectada por las obligaciones de información.

En este sentido, el Acuerdo incluye un Anexo donde establece la diligencia que deben aplicar las entidades financieras a la hora de revisar sus cuentas de clientes e identificar y determinar las que quedan sujetas a la obligación de información por cumplirse los requisitos objetivos y subjetivos establecidos.

El Anexo establece una distinción entre lo que denomina cuentas preexistentes que, en virtud de las modificaciones realizadas por la Orden Ministerial, son aquellas abiertas antes de 1 de julio de 2014 y cuentas nuevas (las abiertas con posterioridad a dicha fecha) y para cada uno de los grupos establece cuáles quedan excluidas de la obligación de revisión y comunicación de información a las autoridades españolas.

### *CONSIDERACIONES FINALES*

La normativa FATCA constituye una pieza más que se integra en la batería de medidas articuladas a nivel internacional para luchar contra el fraude fiscal en un contexto de globalización económica, donde las administraciones tratan de ser tan globales como los contribuyentes. El principio de colaboración entre administraciones de distintos países se ha revelado siempre como un elemento fundamental para perseguir el fraude en un mundo donde cada vez existen menos fronteras.

En la misma línea se sitúan las últimas iniciativas de la Comisión Europea y de la propia

OCDE que tratan de trascender del intercambio de información rogado a un modelo de intercambio automático o en masa.

Dada su implicación internacional, lo deseable hubiera sido un mayor grado de acuerdo y negociación a la hora de implantar la medida, si bien es preciso reconocer las dificultades de todo tipo que hubiera representado alcanzar acuerdos con la mayoría de los países del mundo en el marco de un mecanismo cuyo objetivo último es, fundamentalmente local, y que para las entidades no estadounidenses sólo supone, en última instancia, un coste en dinero y recursos. Finalmente dicho acuerdo se fue alcanzando por la vía de la necesidad hasta llegar a una situación que, en la mayoría de los casos (fundamentalmente los acuerdos Modelo IGA-1) sólo ha supuesto un aumento en el grado de exigencia de obligaciones de información que afecta a las entidades financieras.

Este es el caso de España donde las entidades financieras se han encontrado con un nivel añadido a las obligaciones de información que ya venían cumpliendo. Con todo, el mecanismo de intercambio automático articulado a través del Acuerdo, a efectos de lograr que las instituciones financieras españolas cumplan con las exigencias derivadas de la normativa interna norteamericana (FATCA), ha sido puesto en marcha a mitad del año 2014 con la publicación del Acuerdo y de su desarrollo normativo (la Orden Ministerial), por lo que han de establecerse procedimientos internos para evaluar la situación de cada institución financiera española y, en su caso, fijar los correspondientes protocolos de cumplimiento.

### **FTT**

#### *QUÉ ES (O PRETENDE SER) EL IMPUESTO SOBRE TRANSACCIONES FINANCIERAS*

En el marco de la crisis económica y financiera global que, con mayor o menor virulencia, nos ha acompañado desde su inicio oficial en septiembre de 2008 con ocasión de la quiebra de Lehman Brothers, se ha ido instalando en la creencia





colectiva la idea de que el sector financiero debe realizar una contribución más equitativa a las cargas generales, habida cuenta de la escasa tributación a la que ha estado sujeto hasta ahora dicho sector, de su decisiva participación en el origen de la crisis y, por qué no decirlo, de las enormes cifras de beneficios obtenidas en los últimos años.

En este escenario, el día 14 de febrero de 2013 la Comisión Europea publicó una propuesta de Directiva relativa al Impuesto sobre las Transacciones Financieras («FTT» por sus siglas en inglés) que, dentro del marco del procedimiento de cooperación reforzada, suponía la creación de dicho gravamen en los 11 Estados que se han adherido a dicha propuesta (Alemania, Austria, Bélgica, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, España, Francia, Grecia, Italia y Portugal). Sin embargo dicha Directiva, cuando se produjera su entrada en vigor, no resultaría de aplicación, entre otros, en Reino Unido y Luxemburgo, los dos Estados que, dado el relevante peso de su industria financiera, se han opuesto más firmemente a la creación de un impuesto de estas características.

Los antecedentes más inmediatos a la Propuesta de Directiva encuentran su fundamento en el hecho de que numerosos Estados han tenido que destinar al rescate de las entidades financieras afectadas elevadas sumas de fondos públicos, lo que ha repercutido en un estado de opinión pública que reclama el establecimiento de impuestos específicos sobre la actividad bancaria que permitan al menos recuperar parte de los fondos públicos destinados. A este respecto, son varias las propuestas legislativas domésticas que, con una aplicación práctica muy limitada, han llevado a cabo los gobernantes de determinados países para establecer nuevos gravámenes sobre el sistema financiero:

- En diciembre de 2009, el Gobierno del Reino Unido estableció un impuesto temporal sobre las retribuciones variables (bonus) del sector financiero. Únicamente se aplicó este impuesto durante un corto periodo de tiempo.

- En enero de 2010, el presidente Obama anunció la intención del Gobierno de Estados Unidos de crear un nuevo impuesto, denominado «tasa de responsabilidad en la crisis financiera» (el denominado «Impuesto Obama») con la idea de compensar el dinero público invertido en el plan de rescate de la banca estadounidense. No obstante, este impuesto no llegó a entrar en vigor.

### *CUÁL ES SU IMPACTO EN EL MERCADO FINANCIERO*

La nueva Propuesta de Directiva FTT pretende gravar todas las transacciones financieras en las que al menos una entidad financiera establecida en alguno de esos Estados sea parte de la transacción, ya sea actuando por cuenta propia, en nombre propio pero por cuenta de terceros o en nombre de una parte de la transacción.

Adicionalmente, este «principio de residencia» se complementa con algunos elementos del «principio de emisión», con el fin de evitar la deslocalización de transacciones, gravando también aquellas operaciones sobre instrumentos financieros emitidos en alguno de los Estados miembros participantes o instrumentos derivados cotizados en alguno de estos Estados (aunque ninguna de las partes esté establecida en alguno de ellos y con independencia del lugar de cotización de los instrumentos).

Los elementos configuradores esenciales del FTT son los siguientes:

#### *Concepto de transacción financiera*

Se entiende por transacción financiera la compraventa de un instrumento financiero. A estos efectos también quedan incluidos, además de la simple compraventa, las siguientes operaciones:

- Los pactos de recompra (REPOs).
- Los acuerdos de préstamo de valores.



- La cesión entre entidades de un mismo grupo del derecho de disposición de un instrumento financiero, siempre que implique la cesión del riesgo asociado a dicho instrumento financiero.
- La celebración o modificación de los contratos de derivados.

### *Concepto de entidad financiera*

Dentro de la definición de entidad financiera quedan incluidas:

- Empresas de inversión
- Mercados regulados
- Entidades de crédito
- Empresas de seguros
- Instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras
- Fondos de pensiones de empleo
- Entidades especializadas en titulaciones
- Cualquier otra empresa que realice actividades relacionadas con instrumentos financieros, adquisición de participaciones o prestación de servicios financieros.

Adicionalmente, se establecen una serie de exenciones objetivas y subjetivas, de forma que el FTT no se aplica sobre:

- Las operaciones realizadas en los mercados primarios.
- Las operaciones de divisas al contado y sobre materias primas. Sin embargo, los contratos derivados sobre dichos activos sí quedarían gravados.
- Las actividades financieras cotidianas de empresarios y particulares (préstamos, créditos, servicios de pago, contratos de seguro).
- Las transacciones realizadas con el BCE o con los Bancos Centrales de los Estados miembros también quedan fuera del alcance del FTT

### *Lugar de establecimiento*

Una entidad se considera establecida en un Estado miembro siempre que cumpla alguna de las siguientes condiciones:

- Que haya sido autorizada en un Estado miembro.
- Que tenga su sede oficial, su domicilio permanente o residencia habitual en un Estado miembro.
- Que posea una sucursal en un Estado miembro.
- Que sea parte en una transacción financiera con otra entidad financiera establecida en ese Estado miembro o, con una parte establecida en el territorio de ese Estado miembro y que no sea una entidad financiera.

### *Devengo del impuesto*

El FTT será exigible para cada transacción financiera en el momento en que ésta se produzca.

### *Base imponible*

La base imponible en las transacciones financieras será, con carácter general, toda contraprestación pagada o endeudada, a cambio de una cesión por la contraparte o por un tercero.

En los contratos de derivados, la base imponible será el importe teórico del contrato en el momento en que se efectúa la transacción.

### *Tipos impositivos*

Los tipos impositivos serán fijados por cada Estado miembro como un porcentaje de la base imponible, no pudiendo ser inferiores al 0,1%, excepto para los derivados que tributarán al 0,01%.

### *Sujetos pasivos*

Estarán obligadas al pago, las entidades financieras que sean parte en una transacción.



### Plazos de pago

El impuesto ha de ser abonado en el momento del devengo del impuesto en el caso de que la transacción se lleve a cabo por medios electrónicos, y en el plazo de tres días laborables desde el devengo en los demás casos.

### Luces y sombras del FTT

La creación del FTT suscita un intenso debate entre sus partidarios y sus detractores. En este sentido, tanto unos como otros creen poseer argumentos de peso para defender el establecimiento o no del FTT.

A este respecto, los defensores de la necesidad de aplicar el FTT consideran que las principales ventajas que ofrece son las siguientes:

- Reducir sensiblemente la especulación de los mercados de capitales: el FTT sería una medida disuasoria para penalizar los flujos especulativos a corto plazo. En consecuencia, los precios e índices financieros reducirían su volatilidad y se lograría una mayor estabilidad.
- Finalidad recaudatoria: el FTT se convertiría, muy probablemente, en una importante fuente de recursos para los Estados, que permitiría contribuir a sanear las finanzas públicas.
- Las operaciones financieras están actualmente sujetas a una baja carga impositiva: el establecimiento del FTT permitiría compensar la baja imposición de que gozan las instituciones financieras en el seno de la UE.

No obstante, los escépticos respecto de la utilidad y el futuro del FTT esgrimen los siguientes argumentos para defender que su creación no es una medida acertada:

- En primer lugar es una medida contraria al libre comercio: las teorías económicas más liberales consideran que cualquier intervención externa en el libre funcionamiento de los mercados crea ineficiencias contraproducentes. Se teme, por tanto, que el FTT ralentice todo tipo de movimientos de capitales.
- Dificultades prácticas de implementación: debido a las relevantes consecuencias que la aplicación del FTT tendría sobre los mercados financieros, una puesta en práctica eficiente del impuesto requeriría un acuerdo global. En caso contrario, las entidades financieras tendrían incentivos para deslocalizar sus centros de operaciones y llevarlos a jurisdicciones donde el FTT no resultara de aplicación. En consecuencia, el éxito del FTT debería pasar por un acuerdo en el que tomen parte las jurisdicciones que concentran el mayor tráfico de operaciones financieras, esto es, Reino Unido y Estados Unidos.

En todo caso, la introducción del FTT tendría un impacto relevante sobre todos los agentes participantes en los mercados financieros puesto que, en mayor o menor medida, expondría tanto a las entidades financieras como a sus clientes a una tributación que, hasta ahora, no existía.

Como hemos señalado al principio, se trata de una medida que está en plena fase de discusión y adaptación por lo que habrá que prestar mucha atención a las condiciones finales de su implementación. La medida, inevitablemente, tendrá su impacto en las condiciones habituales de contratación en los mercados financieros y es evidente que se producirán ajustes en los términos y condiciones, con el fin de adaptar las prácticas habituales al nuevo escenario que se plantearía en presencia del FTT.

Madrid, abril de 2015



## **PAPELES DE LA FUNDACIÓN**

- Nº 1 Estudio para la mejora del Gobierno Corporativo, la Transparencia Informativa y los Conflictos de Interés.
- Nº 2 Guía de Principios de Buen Gobierno Corporativo, Transparencia Informativa y Conflictos de Interés en las Sociedades Cotizadas.
- Nº 3 Estudio sobre los efectos de la aplicación de las Normas Contables del IASB a los sectores cotizados de la Bolsa Española.
- Nº 4 Buen Gobierno, Transparencia y Ética en el sector público.
- Nº 5 Estudio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2 vols.):
  - Resumen del estudio en Español
  - Resumen del estudio en Inglés
- Nº 6 Guía de Buenas Prácticas para el desarrollo de la Junta General de accionistas de Sociedades Cotizadas.
- Nº 7 Observatorio de Gobierno Corporativo de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2003.
- Nº 8 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades del Ibez-35 de la Bolsa Española IEI-FEF.
- Nº 9 Pensiones y Ahorro a largo plazo: un viejo problema en busca de nuevas soluciones.
- Nº 10 El ciclo del Capital Riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor.
- Nº 11 España y las nuevas Perspectivas Financieras de la Unión Europea 2007-2013: Nuevos condicionantes, nuevos objetivos, nuevas estrategias.
- Nº 12 Diversidad de Género en los Consejos de Administración de las Sociedades Cotizadas y Cajas de Ahorros españolas.
- Nº 13 España y la nueva arquitectura económica y financiera internacional. El desafío del G-8.
- Nº 14 Observatorio de Gobierno Corporativos de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2004.
- Nº 15 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades de la Bolsa Española IEI-FEF.
- Nº 16 La Responsabilidad Corporativa: una propuesta para un entorno empresarial más eficiente y socialmente comprometido.
- Nº 17 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2006).
- Nº 18 Las Cajas de Ahorros: Modelo de Negocio, Estructura de la Propiedad y su Gobierno Corporativo.
- Nº 19 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español 2006.
- Nº 20 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2007).
- Nº 21 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2007).
- Nº 22 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2007.
- Nº 23 El Papel de las Instituciones Públicas en las Operaciones de Control Corporativo Nacionales y Transnacionales.
- Nº 24 Instrumentos Financieros para la Jubilación.
- Nº 25 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2008).
- Nº 26 La Filantropía: tendencias y perspectivas. Homenaje a Rodrigo Uría Meruéndano.
- Nº 27 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2008).
- Nº 28 El sistema bancario español ante el nuevo entorno financiero.
- Nº 29 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2008.
- Nº 30 Situación actual y perspectivas de las Instituciones de Inversión Colectiva.
- Nº 31 Observatorio de la Economía Internacional (2009).

- Nº 32 Observatorio de Gobierno Corporativo (2009).
- Nº 33 La Ley Concursal y su aplicación.
- Nº 34 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2009).
- Nº 35 Estudio sobre el Sector Asegurador en España.
- Nº 36 Nuevos Enfoques para Viejos Riesgos Financieros.
- Nº 37 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2010).
- Nº 38 Estudio sobre el Sector Asegurador en España 2010. Los pilares cualitativos de Solvencia II.
- Nº 39 El Ahorro Familiar en España.
- Nº 40 Observatorio de Gobierno Corporativo, 2010.
- Nº 41 Los Nuevos Mercados Energéticos.
- Nº 42 Mecanismos de prevención y Gestión de futuras crisis bancarias.
- Nº 43 Las Economías emergentes y el reequilibrio global: retos y oportunidades para España.
- Nº 44 La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o una crisis del Euro?
- Nº 45 Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación.
- Nº 46 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2012).
- Nº 47 Desapalancamiento y crecimiento en España.
- Nº 48 El sector Asegurador ante las transformaciones del Estado del bienestar.
- Nº 49 La arquitectura Institucional de la refundación del euro.
- Nº 50 España: crecer en la nueva economía global.
- Nº 51. Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2013).
- Nº 52. Nuevos desafíos del sector financiero: recuperando la confianza y mejorando la cultura financiera.
- Nº 53. La Regulación Financiera: ¿Solución o problema?

**ENTIDADES PATRONO**  
de la Fundación de Estudios Financieros

BANCO SANTANDER, S.A.  
TELEFONICA, S.A.  
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA  
CITI  
BANCO SABADELL  
BANKIA  
CLIFFORD CHANCE  
FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT  
FUNDACIÓN REPSOL  
INDITEX  
KPMG  
LA CAIXA  
ZURICH ESPAÑA  
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES  
URIA & MENENDEZ  
ACS  
DELOITTE  
ENDESA, S.A.  
EY  
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA  
FUNDACIÓN PRICEWATERHOUSE COOPERS  
INDRA SISTEMAS, S.A.  
MAPFRE  
MIRABAUD  
BAKER & MCKENZIE  
J&A GARRIGUES, S.L.  
CECA  
ABERTIS

